

IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 27 - Edición N° 1153 – 4 de Octubre de 2018

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

El segundo programa con el FMI en menos de 3 meses; ¿qué podemos esperar de ahora en más?

En Foco 1 – Mariano Devita

Leliq, el sustituto de las Lebacs; ¿puede ser un factor de desestabilización?

En Foco 2 – Agustín Shehadi

Cerró un tercer trimestre con pocas variables escapando a la recesión

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

Pasan a terreno negativo las ventas de cero km, en la comparación interanual del acumulado a setiembre

Selección de Indicadores

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:

4

El segundo programa con el FMI en menos de 3 meses; ¿qué podemos esperar de ahora en más?

- El primer acuerdo con el FMI asumía dos supuestos relevantes que no se cumplieron. Por un lado, se creía que, por el monto del préstamo (50 mil millones de dólares), se restablecería la confianza en los mercados y que el gobierno podría comenzar a refinanciar vencimientos de deuda (roll over). Por otro lado, también se esperaba anclar las expectativas de inflación, en función de las nuevas metas fiscales y el rescate de Lebac
- El programa de setiembre, además de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno nacional hasta fin de 2019, sustituye el régimen de Metas de Inflación por un régimen de Metas Monetarias. Se congela la base monetaria entre octubre de 2018 y junio de 2019 y se establecen zonas de intervención cambiaria por debajo y por encima de la paridad de 34 y 44 pesos por dólar (inicialmente). Se mantiene el desarme del stock de Lebac hacia fin de año, que se reemplazan por Leliq, letras que sólo pueden ser adquiridas por entidades financieras, utilizables como encaje bancario
- El programa de setiembre, además de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno nacional hasta fin de 2019, sustituye el régimen de Metas de Inflación por un régimen de Metas Monetarias. Se congela la base monetaria entre octubre de 2018 y junio de 2019 y se establecen zonas de intervención cambiaria por debajo y por encima de la paridad de 34 y 44 pesos por dólar (inicialmente). Se mantiene el desarme del stock de Lebac hacia fin de año, que se reemplazan por Leliq, letras que sólo pueden ser adquiridas por entidades financieras, utilizables como encaje bancario

En Foco 1:

15

Leliq, el sustituto de las Lebac; ¿puede ser un factor de desestabilización?

- En base al programa monetario del Banco Central y las proyecciones del REM, se tiene que el stock de Leliq podría pasar de 2,3 % a 4,3 % del PIB de aquí a mediados de 2019, expansión que en parte se explica por el rescate de las Lebac
- El stock de Leliq podría llegar a representar un equivalente a 63 % de la base monetaria en el transcurso del primer semestre de 2019, siempre teniendo en cuenta el programa monetario y las proyecciones del REM
- En la medida en que este escenario se cumpla, el eventual poder desestabilizador de las Leliq no tendría punto de comparación con la situación previa, ya que los pasivos remunerados del Central llegaron a representar 1,43 veces la base monetaria en el arranque del segundo trimestre de este año

En Foco 2:

17

Cerró un tercer trimestre con pocas variables escapando a la recesión

- Conservan guarismos positivos o levemente negativos respecto a igual periodo de 2017 la recaudación impositiva en términos reales originada en el mercado interno, la producción de autos por la salida exportadora, el empleo en la construcción y las exportaciones a Brasil
- Los índices de confianza, tanto de los consumidores como en el gobierno, se ubican en el piso respecto de todo el periodo de la actual gestión gubernamental. Sin embargo, el índice vinculado a la percepción sobre la situación macroeconómica mostró un llamativo repunte en septiembre respecto a meses previos
- Las actividades más afectadas por la recesión se resumen en la caída de patentamientos de 0km, un 22% por debajo del tercer trimestre de 2017, las escrituras de compraventa de propiedades (-20,8%), junto con indicadores vinculados a las importaciones, por caso las originadas en Brasil descienden un 14,1% interanual en el último trimestre

En Foco 3:

25

El dato regional de la semana: El precio de los combustibles sube 70,5% interanual

- Pasan a terreno negativo las ventas de cero km, en la comparación interanual del acumulado a setiembre
- Por regiones se observa cierta disparidad, ya que todavía hay suba en Cuyo (3,8 % interanual, enero-setiembre), en NOA (2,9 %) y en NEA (2,4 %), mientras que en la zona pampeana la caída es de 4,0 % interanual y en la Patagonia de 2,2 %
- Las provincias que registran mayores guarismos positivos son San Luis (13,5 % interanual), La Rioja (9,1 %), Formosa (7,5 %) y Tucumán (7,1 %). En cambio, en Santa Cruz hay una merma de 13,9 % interanual en lo que va del año, seguida de Tierra del Fuego (-10,3 %), Buenos Aires (-7,3 %), Misiones (-6,3 %) y Entre Ríos (-5,3 %)

Selección de Indicadores

28

Editorial

El segundo programa con el FMI en menos de 3 meses; ¿qué podemos esperar de ahora en más?

Gustavo Reyes

- El primer acuerdo con el FMI asumía dos supuestos relevantes que no se cumplieron. Por un lado, se creía que, por el monto del préstamo (50 mil millones de dólares), se restablecería la confianza en los mercados y que el gobierno podría comenzar a refinanciar vencimientos de deuda (roll over). Por otro lado, también se esperaba anclar las expectativas de inflación, en función de las nuevas metas fiscales y el rescate de Lebac
- El programa de setiembre, además de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno nacional hasta fin de 2019, sustituye el régimen de Metas de Inflación por un régimen de Metas Monetarias. Se congela la base monetaria entre octubre de 2018 y junio de 2019 y se establecen zonas de intervención cambiaria por debajo y por encima de la paridad de 34 y 44 pesos por dólar (inicialmente). Se mantiene el desarme del stock de Lebac hacia fin de año, que se reemplazan por Leliq, letras que sólo pueden ser adquiridas por entidades financieras, utilizables como encaje bancario
- Entre los riesgos del nuevo programa debe mencionarse que el canal de transmisión de la nueva ancla nominal (para reducir la inflación), se produce a través de la contracción de la liquidez de la economía, las altas tasas de interés y el proceso recesivo. Cuando la inflación comience a ceder, también lo harán las expectativas inflacionarias y las tasas de interés, permitiendo salir de la recesión. Hay otras dos variables que deben ser monitoreadas, el ritmo de expansión del stock de Leliq y la evolución de los depósitos bancarios

Desde mediados de abril nuestro país se encuentra sumergido en una fuerte crisis cambiaria que, además de aumentar fuertemente el tipo de cambio, ha acelerado la inflación y profundizado el proceso recesivo. En el medio, la crisis generó la renuncia de dos presidentes del Banco Central e hizo fracasar el primer programa de ayuda financiera del Fondo Monetario (FMI) a menos de tres meses de haberse firmado. En los últimos días, las autoridades económicas de Argentina suscribieron un nuevo programa con la entidad crediticia solicitando recursos adicionales a cambio de mayores esfuerzos tanto fiscales como monetarios para sortear la crisis.

La presente editorial explica rápidamente las principales razones que llevaron a que la economía cambiara tanto en el último año, las causas por las cuales el programa de junio con el FMI no tuvo éxito como así también los principales pilares del nuevo acuerdo con el organismo crediticio, las posibilidades de éxito y sus riesgos implícitos.

Los problemas previos a la crisis

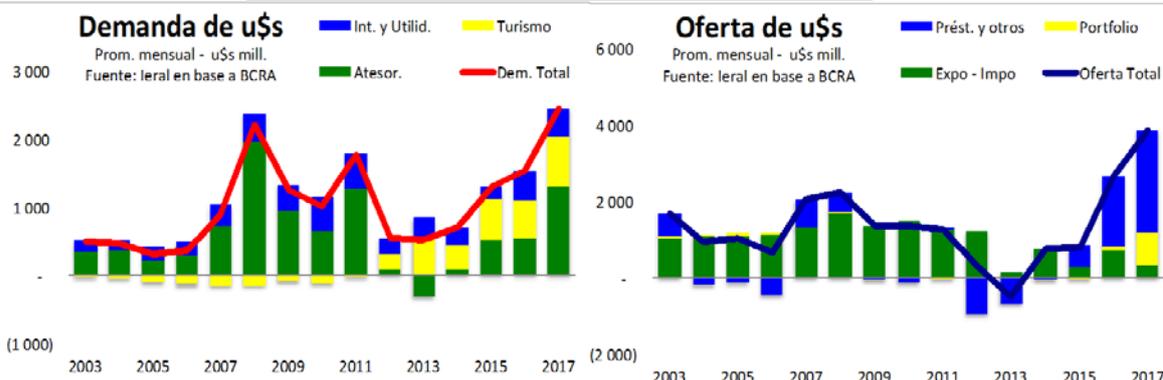
Si bien la crisis se desata a mediados de abril de este año, la economía de Argentina a fines del 2017 presentaba varios problemas, todos muy importantes:

- Alto déficit fiscal (6.4% del PBI) y necesidades de financieras determinadas por los vencimientos de deuda y por el financiamiento de casi el 80% del déficit fiscal.
- Elevada tasa de inflación. Si bien la misma había caído a niveles cercanos al 22% anual hacia fines de 2017, se encontraba muy por encima a la meta inflacionaria que tenía el BCRA (17%). Esta inflación era producto, por un lado de la emisión monetaria destinada a financiar parte del déficit fiscal (20%) y por otro lado, por el fuerte ajuste de precios relativos de las tarifas de los servicios públicos que se estaba realizando para reducir el monto de los subsidios económicos.
- Importante stock de la deuda remunerada del Banco Central. La deuda en Lebac había crecido fuertemente en los últimos meses¹ como consecuencia del intento de retirar pesos del mercado para reducir la tasa de inflación que se encontraba muy por encima de las metas inflacionarias. Este hecho junto con la fuerte concentración de las mismas a muy corto plazo (casi el 50% vencía a 30 días), llevó al BCRA a convalidar elevadas tasas de interés reales² (netas de la inflación esperada).
- Fuerte caída del Tipo de Cambio Real: este precio relativo había caído un 8% en el último año y un 21% respecto del valor del dólar a la salida del cepo cambiario a inicios del 2016.

Con la realidad actual del mercado cambiario en Argentina y ante los problemas citados, puede parecer extraño que el dólar haya estado perdiendo poder adquisitivo en dicho período. La explicación de este retraso del dólar se encuentra básicamente en el fuerte aumento que tuvo la oferta de dólares financieros (préstamos y operaciones de portafolio) después de la salida del default y del cepo cambiario.

¹ El porcentaje de Lebac respecto de la Base Monetaria pasó del 88% al 125% entre principios de diciembre de 2016 y 2017.

² La tasa de interés real pasó del 4.9% anual al 9.4% entre octubre de 2016 y 2017.



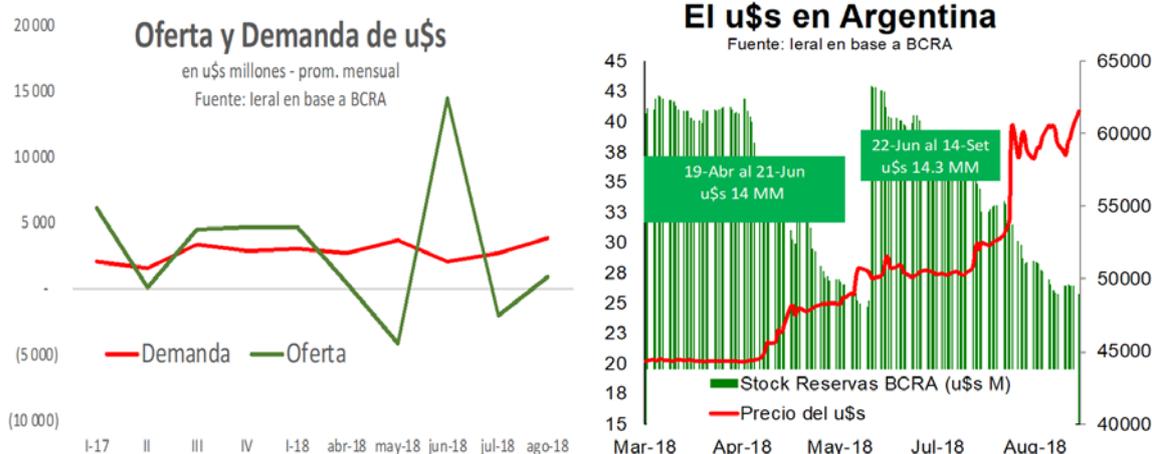
Diciembre 2017 – Abril 2018: La Tormenta Perfecta:

El fuerte flujo de dólares financieros que entró a la economía de Argentina durante 2016 y 2017 se frenó abruptamente en los primeros meses de 2018. Algunos de los hechos que cambiaron este escenario tuvieron origen externo, pero otros fueron originados dentro del país. Todos ellos contribuyeron a que la oferta de dólares colapsara. Los principales hechos que desencadenaron este repentino cambio de escenario fueron los siguientes:

- Últimos meses del 2017: fruto del ajuste tarifario, en Argentina se había acelerado la tasa de inflación alejándola aún más de la meta del BCRA.
- Diciembre 2017: fuerte controversia entre la Jefatura de Gabinete y las autoridades del BCRA. Esta pelea termina traduciéndose en el primer cambio en las metas de inflación y en una posterior relajación de la política monetaria al principio de 2018 en momentos donde la tasa de inflación aún seguía muy por encima de las metas inflacionarias.
- Enero 2018: mientras el BCRA, presionado por las tensiones políticas, reducía su tasa de política monetaria, en Estados Unidos comienza a subir la tasa de interés del bono a 10 años. El escenario externo comenzaba a oscurecerse para los países emergentes (hasta ese entonces había resultado bastante favorable).

- Abril 2018:
 - Sube nuevamente la tasa de interés del bono a 10 años en Estados Unidos.
 - Tanto la oposición como parte del propio oficialismo comenzó a cuestionar seriamente los ajustes tarifarios debilitando políticamente al gobierno en un accionar clave para reducir el desequilibrio fiscal.
 - Comienza a regir el impuesto a tenedores extranjeros de Lebac.

La conjunción de todos estos hechos hizo que la prima de riesgo de Argentina subiera fuertemente y contribuyó a que la oferta de dólares colapsara entre los meses de abril y mayo del 2018. En junio, la oferta de dólares sube debido al préstamo del FMI, pero los meses siguientes, se mantiene en niveles prácticamente nulos. El combo del colapso de la oferta de dólares con una demanda con un pequeño aumento afectó fuertemente al tipo de cambio que subió un poco más del 100% en solamente 5 meses a pesar del fuerte aumento en las tasa de interés³ y del importante drenaje que tuvieron las reservas del BCRA.



¿Por qué falló el programa del FMI de junio del 2018?

La abrupta caída de la oferta de dólares en Argentina trajo consigo el temor que el gobierno tuviera dificultades para cumplir sus obligaciones financieras ya que las mismas eran satisfechas básicamente mediante emisiones de deuda en los mercados externos y éstos claramente habían dejado de financiar al gobierno⁴.

³ La tasa de interés de Política Monetaria se eleva desde 27.25 % anual (principios de abril) al 40% en junio.

⁴ La prima de Riesgo País aumentó de 347 puntos básicos (22 de diciembre 2017 - 331 en Emergentes) a 780 puntos básicos (principios de septiembre de 2018 - 445 en Emergentes).

En este escenario el gobierno decide acudir a un programa con el FMI en el mes de junio y éste le facilita un mega crédito de U\$S 50 mil millones tendiente a despejar los rumores de default. A cambio de esto, el gobierno argentino se compromete a acelerar el ajuste fiscal, a no emitir más pesos para financiar el déficit del gobierno, a eliminar en tres años el stock de Lebac's canjeándolos por emisiones de deuda del propio gobierno. En este marco, el programa cambia nuevamente las metas de inflación para los años 2018 - 2021.



El programa con el FMI de junio asumía dos supuestos muy importantes que la realidad terminó demostrando que no se cumplieron. Por un lado, se asumía que el financiamiento del FMI junto con el ajuste fiscal y los cambios en la política monetaria iban a permitir restablecer la confianza de los mercados y de esta forma el gobierno iba a poder volver a financiar, en los mercados de capitales, los vencimientos de deuda (roll over) no alcanzados por los fondos de la asistencia financiera del FMI. Por otro lado, también se esperaba que el ajuste fiscal junto con el canje de las Lebac's y la prohibición de emisión para financiar al gobierno iban a permitir anclar las expectativas mediante nuevas metas inflacionarias. En los meses subsiguientes al acuerdo con el FMI, nada de lo esperado sucedió.

Dado que los desembolsos previstos en el programa con el FMI no cubrían la totalidad de las necesidades financieras del 2019, el peligro de default siguió vigente y esto le impidió al gobierno volver a los mercados crediticios. Como consecuencia de esto, buena parte del desarme del stock de Lebac's tuvo que realizarse mediante la emisión de pesos que fueron esterilizados mediante el aumento en los encajes bancarios y nuevas ventas de reservas por parte de la autoridad monetaria. No obstante, como

esta esterilización no fue total, el remanente terminó alimentando nuevamente al precio del dólar junto con el renovado temor al default. El precio de la divisa americana aumentó un 37% entre junio y setiembre y volvió a acelerar la inflación. La credibilidad de las nuevas metas inflacionarias se evaporó rápidamente dejando a los precios sin ningún ancla nominal que los contuviera.



El programa de Setiembre de 2018

El rápido fracaso del programa de junio dejó a la economía sumamente vulnerable y el gobierno tuvo que acudir nuevamente en setiembre al FMI para reacomodar el programa de junio e intentar estabilizar la economía. De esta forma, en los últimos días de setiembre, el nuevo programa fue anunciado y contempló un aumento del financiamiento total (u\$s 7.1 mil millones) y un adelantamiento de los fondos para el 2019 de aquellos previstos originalmente para el 2020.

El nuevo programa se diseñó con medidas específicas y contundentes para atacar las tres causas de inestabilidad de la economía:

- **Para despejar definitivamente el peligro de default en 2019**, el nuevo programa ahora prevé fondos para **cubrir la totalidad de las necesidades financieras de dicho año**. Por otro lado, para mejorar la solvencia del gobierno, se acelera nuevamente el ajuste fiscal y se fija una meta de superávit primario nulo para 2019 y del 1% para el 2020.
- Respecto de la **carencia de un ancla nominal** para el nivel de precios y de las expectativas de inflación, **el nuevo programa sustituye el régimen de Metas**

de Inflación por otro de Metas Monetarias. El agregado monetario elegido es la Base Monetaria (BM) y se establece como meta entre octubre de 2018 y junio de 2019 un **crecimiento de la BM del 0% mensual**. De esta forma, el cambio de régimen monetario implica que el BCRA deja de fijar la tasa de interés de política monetaria para congelar la BM en los próximos 9 meses.

- A efectos de ayudar a la meta monetaria para contener las expectativas de devaluación, establece **zonas de posible intervención cambiaria** con las siguientes características:
 - Una zona donde el precio del dólar baje de \$/U\$ 34: el BCRA podría salir a comprar dólares⁵.
 - Otra zona cuando el precio supere los \$/ U\$ 44: el BCRA podría salir a vender U\$.
 - Las zonas de intervención son flexibles dado que se ajustarán diariamente a un ritmo mensual del 3% entre octubre y diciembre de 2018 y no obligan a la autoridad monetaria a mantener el precio del dólar en un determinado nivel, sino que simplemente facultan a la misma a intervenir en el mercado cambiario.

- Por último, el **Banco Central desarmaría el stock total de Lebacs a fines del 2018**. Se reemplazarán por Leliqs, otras letras ya existentes del BCRA. A diferencia de las Lebacs, las Leliqs solamente pueden ser adquiridas por las entidades financieras y las mismas pueden ser utilizadas como parte del encaje bancario.

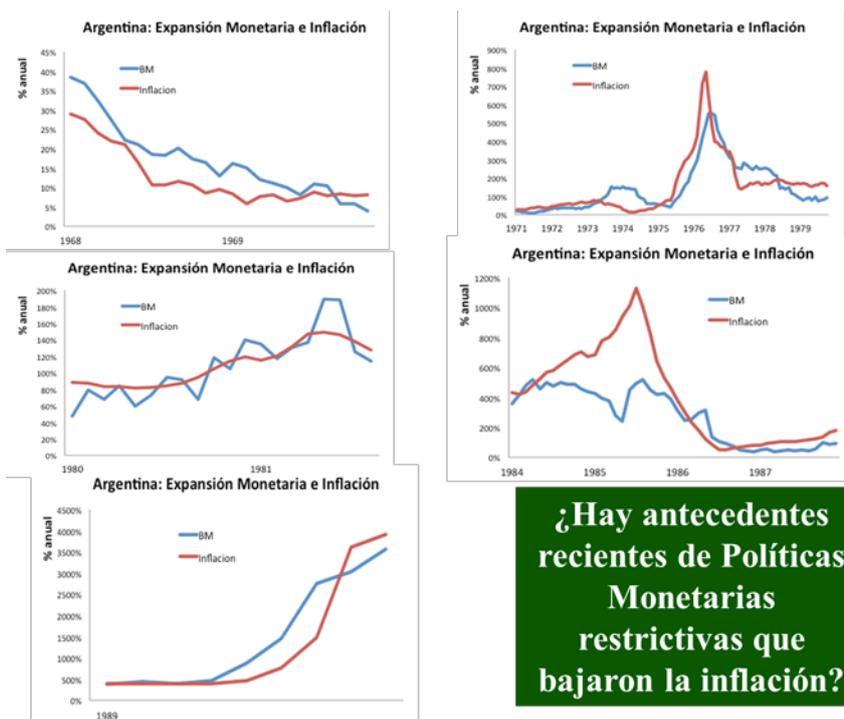


⁵ Solamente en ese caso, la autoridad monetaria podría no cumplir con la promesa de crecimiento nulo para la Base Monetaria.

¿Hay antecedentes de emisión 0 de Base Monetaria?

La novedad cualitativa más importante del nuevo programa es el compromiso del BCRA de congelar la BM por 9 meses. En una economía donde la tasa de inflación va continuar elevada al menos por algunos meses debido a la inercia inflacionaria como consecuencia de la reciente devaluación y de los diferentes ajustes tarifarios, el congelamiento de la BM implica que el poder adquisitivo del dinero va a seguir contrayéndose fuertemente por algún tiempo.

La historia monetaria de nuestro país, dado los enormes problemas de inflación que arrastra desde hace varias décadas, es muy rica en antecedentes de diferentes políticas de estabilización y programas monetarios. En la segunda mitad del siglo pasado se pueden encontrar numerosos ejemplos donde los controles monetarios han tenido éxito en reducir la inflación y los relajamientos en la expansión de BM terminaron acelerando la tasa de inflación.

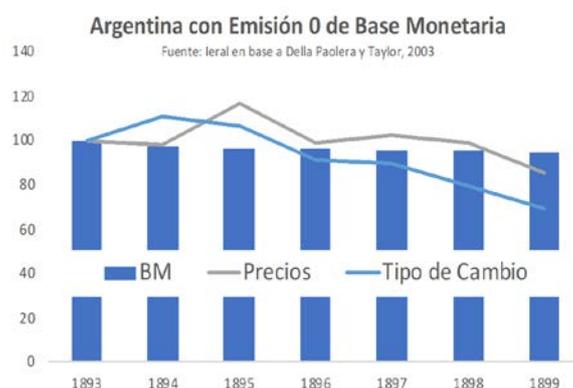


¿Hay antecedentes recientes de Políticas Monetarias restrictivas que bajaron la inflación?

Como puede observarse en los anteriores gráficos, hay numerosos casos donde se redujo fuertemente la emisión de Base Monetaria y la inflación terminó desacelerándose (y viceversa). No obstante, ninguno de estos casos registra períodos importantes con emisión cero de Base Monetaria.

El único antecedente con emisión cero de Base Monetaria prolongado se produjo en el siglo XIX bajo la presidencia de Luis Sáenz Peña durante la segunda mitad de la

década de 1890 luego de la crisis de Baring Brothers⁶. Como puede observarse en dicho gráfico, la Base Monetaria se mantuvo prácticamente congelada durante casi 5 años y terminó reduciendo el tipo de cambio y generando un proceso deflacionario en la economía.



Los objetivos del nuevo programa

El objetivo del nuevo programa es, por un lado, despejar totalmente los temores de default de corto plazo y por otro lado, restablecer la confianza y normalizar el funcionamiento de la economía.

Como se explicó anteriormente, el temor de default de corto plazo es atacado mediante los nuevos fondos prometidos para el 2019. El resto de las medidas apuntan a restablecer la confianza. El plan asume implícitamente que para restablecer la confianza el programa debe reducir fuertemente la tasa de inflación en forma permanente. En la práctica, esto solamente es posible de lograr a través de un plan que sea creíble de ser realizado y tenga consistencia entre las medidas y los objetivos propuestos.

La consistencia del plan está determinada por los siguientes puntos:

- Como muestra la propia historia de nuestro país, una fuerte desaceleración en la emisión de Base Monetaria en el mediano plazo es totalmente consistente con una fuerte baja del proceso inflacionario.
- La desaceleración en la emisión monetaria prevista en el programa se plasma en la meta de emisión 0 para la Base Monetaria durante los próximos 9 meses. Esta condición solamente puede efectivizarse si se eliminan todos los factores de

⁶ Della Paolera, G. y Taylor, A. (2003), "Tensando el Ancla", Fondo de Cultura Económica de Argentina, capítulos 2 al 5.

expansión monetaria. El plan prevé la eliminación de los mismos mediante las siguientes medidas:

- Los recursos prometidos por el FMI para el resto de 2018 y 2019 junto con las metas fiscales para dichos años permite que el gobierno prescinda totalmente del financiamiento monetario del déficit fiscal.
- El desarme de las Lebac's financiado por Leliq's también permite eliminar un importante factor que resultó expansivo en los últimos meses.

De esta forma, el plan espera no solamente despejar las dudas del default en el corto plazo sino también reducir considerablemente y en forma estable la inflación en el mediano plazo y con ello restablecer la confianza y permitir que la economía vuelva a funcionar adecuadamente.

Los riesgos del nuevo programa

Entre los diferentes tipos de anclas nominales para los precios y las expectativas inflacionarias, el estricto control monetario (emisión 0 de BM) no es fácilmente percibido por la gente. Por lo tanto, el efecto del ancla sobre las expectativas inflacionarias no es esperable que resulte inmediato. El canal de transmisión de esta ancla nominal para reducir la inflación se produce a través de la contracción de la liquidez de la economía, las altas tasas de interés y el proceso recesivo.

El nivel de actividad económica en Argentina comenzó a caer en el II trimestre de este año como consecuencia del mal año que tuvo la cosecha del campo. Luego, la crisis cambiaria desatada entre abril y mayo profundizó este proceso. El nuevo esquema de política monetaria de emisión 0 de BM consolida la recesión en el corto plazo y es el canal por el cual se espera que los elevados índices inflacionarios actuales comiencen a ceder. Cuando la inflación comience a ceder, también lo harán las expectativas inflacionarias y las tasas de interés permitiendo que el proceso recesivo comience a desactivarse. La duración e intensidad de la recesión es sin dudas uno de los riesgos del actual esquema. Mientras más creíble sean las señales políticas del apoyo al programa y más rápido se desactiven tanto las expectativas inflacionarias como de devaluación, más rápido podrán bajar las tasas de interés y con ellas se reducirá la intensidad y duración del proceso recesivo.

Además de profundizar el proceso recesivo, el nuevo esquema monetario de emisión 0 de BM presenta otros dos problemas que deben ser monitoreados con gran atención. Por un lado, como el canje de Lebac's implica generalizar los encajes remunerados en base a las Leliq's, en la medida que la BM se mantenga congelada, esta deuda deberá ser siempre renovada tanto en su capital como en sus intereses. Por otro lado, la restricción de emisión 0 de BM implica una limitante importante al rol de prestamista

de última instancia del BCRA para el sistema financiero. De esta forma, la dinámica de los depósitos en los bancos es otra de las variables a monitorear en este proceso.

Conclusiones

La economía de Argentina quedó sumamente vulnerable después de 5 meses de corrida cambiaria: el dólar, la inflación y la prima de Riesgo País subieron fuertemente, el BCRA perdió muchas reservas y la recesión se profundizó. El nuevo programa con el FMI pretende eliminar el riesgo de default de corto plazo y recuperar la confianza a través de una fuerte reducción de la tasa de inflación en el mediano plazo. Para eliminar el peligro de default de corto plazo, el FMI provee los fondos necesarios para cubrir la totalidad de las necesidades financieras hasta el 2020. Para reducir en forma estable y consistente la tasa de inflación: se elimina tanto el déficit primario en 2019 como los principales factores de emisión de Base Monetaria y se congela este agregado monetario para los próximos 9 meses. Este duro ajuste de la política fiscal y monetaria seguramente profundizarán el proceso recesivo durante los próximos meses, pero de consolidarse los mismos permitirían quebrar dos de los grandes problemas económicos históricos de nuestro país: el desequilibrio de las cuentas públicas y la elevada inflación.

En Foco 1

Leliq, el sustituto de las Lebacs; ¿puede ser un factor de desestabilización?

Mariano Devita

- En base al programa monetario del Banco Central y las proyecciones del REM, se tiene que el stock de Leliq podría pasar de 2,3 % a 4,3 % del PIB de aquí a mediados de 2019, expansión que en parte se explica por el rescate de las Lebacs
- El stock de Leliq podría llegar a representar un equivalente a 63 % de la base monetaria en el transcurso del primer semestre de 2019, siempre teniendo en cuenta el programa monetario y las proyecciones del REM
- En la medida en que este escenario se cumpla, el eventual poder desestabilizador de las Leliq no tendría punto de comparación con la situación previa, ya que los pasivos remunerados del Central llegaron a representar 1,43 veces la base monetaria en el arranque del segundo trimestre de este año

En la presentación del Banco Central del primero de octubre de este año, se exponía un cuadro como el que sigue abajo, mostrando cómo se iba a lograr bajar el stock de LEBACs y al mismo tiempo cumplir con la regla de emisión 0 de Base Monetaria y las bandas cambiarias.

Programa Monetario BCRA. Factores de explicación de la BM							
Mes	Base Monetaria	Base Monetaria ajustada*	Sector Público	Dívidas Sector Privado	LEBAC	LELIQ	Resto
sep-18	73	73	-37	-109	292	-129	41
oct-18	0	0	-27	-30	241	-183	-1
nov-18	0	0	0	0	146	-146	0
dic-18	0	82	-2	0	110	-26	0
1° Semestre 2019	0	24	-5	0	0	28	0

*Ajustada por el arrastre estadístico de la suba de los encajes y por estacionalidad.

Fuente: BCRA.

Teniendo en cuenta el programa monetario presentado y los datos del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), se construyó un escenario base acerca de la posible evolución de las LELIQs de aquí en más.

El esquema es bastante simple. Teniendo en cuenta los datos anteriores y otros datos plasmados en el REM, se calculan los stocks de LELIQs y LEBACs. Luego se los relaciona con PBI y Base Monetaria. Los resultados se exponen en el cuadro a continuación.

Stocks en miles de millones de pesos						
Mes	Base Monetaria	Base Monetaria ajustada*	LEBAC	LELIQ	LELIQ / PBI	Stock de LELIQ / BM
Promedio Agosto	1197	1197	789	201		17%
sep-18	1270	1270	497	340	2,3%	27%
oct-18	1270	1270	255	543	3,6%	43%
nov-18	1270	1270	110	720	4,8%	57%
dic-18	1270	1352	0	785	5,0%	62%
1° Semestre 2019	1270	1376	0	794	4,3%	63%

*Ajustada por el arrastre estadístico de la suba de los encajes y por estacionalidad.

Fuente: IERAL, basado en BCRA, REM y estimaciones propias.

Por ejemplo, según este ejercicio, el stock de LELIQs como porcentaje del PBI, se duplicaría hacia fin de año, de 2,3 % a 4,3 % del PIB. También, dicho stock representará un 63% de la Base Monetaria en el primer semestre de 2019. Este guarismo equivale a poco más de 1/3 de la relación existente entre pasivos remunerados y base monetaria en el primer trimestre de este año.

Pero más importante aún, tiene que ver con la dinámica del stock de LELIQs. Si bien se trata de una simulación, hay que tener en cuenta que, como se dijo en la editorial de este Informe de Coyuntura, este stock genera intereses. A su vez, estos intereses no pueden ser emitidos (por la regla monetaria) y tienen que financiarse con nuevas emisiones de deuda (LELIQs). Esto llevará a que este stock crezca rápidamente. En nuestros cálculos iría de 17% a un 62% de la base monetaria hacia fin de año, trayectoria que en parte se explica por la absorción de pesos originados en el rescate de LEBACs. Para que el programa funcione sin serias turbulencias, es clave que, a partir de cierto momento de 2019, parte del stock de LELIQs sea utilizado por el sistema financiero para financiar la recuperación del crédito al sector privado.

En Foco 2

Cerró un tercer trimestre con pocas variables escapando a la recesión

Agustín Shehadi

- Conservan guarismos positivos o levemente negativos respecto a igual periodo de 2017 la recaudación impositiva en términos reales originada en el mercado interno, la producción de autos por la salida exportadora, el empleo en la construcción y las exportaciones a Brasil
- Los índices de confianza, tanto de los consumidores como en el gobierno, se ubican en el piso respecto de todo el periodo de la actual gestión gubernamental. Sin embargo, el índice vinculado a la percepción sobre la situación macroeconómica mostró un llamativo repunte en septiembre respecto a meses previos
- Las actividades más afectadas por la recesión se resumen en la caída de patentamientos de 0km, un 22% por debajo del tercer trimestre de 2017, las escrituras de compraventa de propiedades (-20,8%), junto con indicadores vinculados a las importaciones, por caso las originadas en Brasil descienden un 14,1% interanual en el último trimestre

Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2017 I	2017 II	2017 III	2017 IV	2018 I	2018 II	2018 III
Confianza Consumidor UTDT (índice)	42,0	44,7	47,0	48,5	44,3	37,4	35,4
Situación Personal (índice)	46,0	47,8	48,9	49,2	45,4	39,0	37,6
Situación Macro (índice)	55,1	58,7	59,7	57,6	52,9	48,2	51,3
Confianza en el Gobierno UTDT (índice)	2,4	2,5	2,5	2,7	2,3	2,0	1,9
Recaudación Real asociada al Mercado Interno	-3,1	3,5	5,8	9,1	10,7	7,5	0,6
Producción de papel y cartón (EMI - INDEC)*	-4,2	-3,4	4,5	2,9	3,3	2,0	-5,7
Estimador Mensual de la Actividad Económica (INDEC)*	1,3	3,3	4,4	4,6	3,7	-4,1	2,6
Índice General de Actividad (OJF)*	0,2	2,9	5,4	4,9	4,8	-1,2	-1,0
Índice de Producción Industrial (OJF)*	-2,7	3,5	5,2	1,9	2,9	-1,2	-5,2
Patentamientos	42,1	26,0	19,8	19,3	13,1	2,7	-22,0
Producción de Autos	2,5	2,7	5,1	-1,6	23,2	3,8	-1,0
Ventas de Gasoil*	-2,4	-5,7	3,3	6,8	4,1	0,1	-2,5
Despacho de Cemento	5,9	11,9	12,2	14,5	11,9	2,2	-2,9
Índice Construya*	-0,8	12,7	21,2	21,2	9,7	6,8	-9,8
Actividad de la Construcción (ISAC)*	1,7	12,6	15,6	20,5	14,6	6,6	0,7
Empleo en la Construcción (IERIC)*	3,7	9,6	12,6	12,7	9,4	6,9	2,3
Escrituras en CABA*	60,5	34,1	44,7	36,5	33,3	17,4	-20,8
Exportaciones a Brasil	10,4	7,4	2,1	-2,9	9,8	16,5	35,9
Importaciones desde Brasil	24,4	28,6	34,3	36,3	14,3	0,9	-14,1

* Dato correspondiente a julio

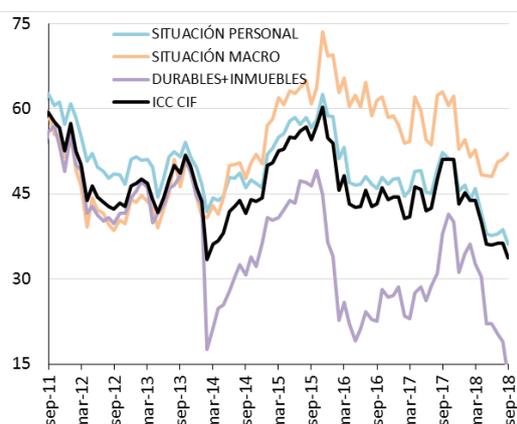
Fuente: IERAL en base a UTDT, CCR, OJF, ADEFA, DNRPA, AFCP, INDEC, Mecon, MDIC Brasil, ADIMRA, Grupo Construya, IERIC, Min. de comercio exterior de Brasil, Colegio de escribanos de CABA, Min. De Energía y datos de mercado

Índices de Confianza

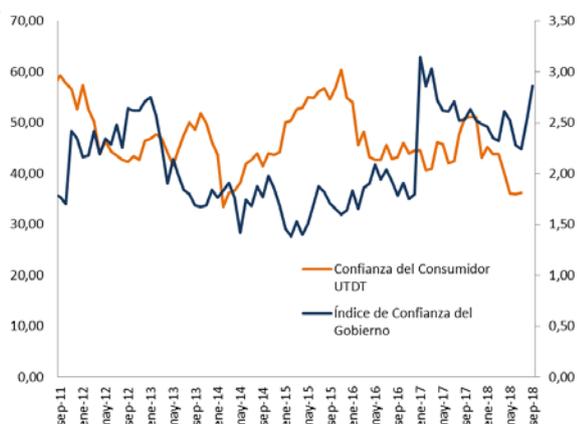
Según el Centro de Investigación en Finanzas de la UTDT, la medición de septiembre del Índice de confianza del consumidor (ICC) fue de 33,7 puntos, acentuando la caída que viene dándose desde principio de año; y particularmente por debajo del guarismo observado en agosto (36,25). A su vez, este índice se posiciona 1,7 puntos por debajo del promedio del tercer trimestre (35,4), y 5,3 puntos por debajo del promedio anual (39,02). Por su parte, el segundo semestre se posiciona a la baja con una caída en torno a los 5,43 puntos respecto al primer semestre del año. En lo que va del año, el índice acumula una caída en torno a 25%. Por otro lado, a partir de la encuesta mensual sobre la situación económica personal y de la economía general, se registra un retroceso en los componentes Situación Personal (2,5pp) y en Durables e Inmuebles (6,2pp), por su parte el componente que refiere a la Situación Macroeconómica acentúa una tendencia a la alza (+1,0pp), luego del epicentro de la crisis registrada en el segundo trimestre del año.

Con nueve meses transcurridos, se observa que en 2018 el índice general se ubica 0,14 puntos por debajo de lo anotado en 2017. En tanto, haciendo foco en sus componentes, se observa un comportamiento similar al registrado en las variaciones mensuales: el subíndice de Durables e Inmuebles retrocede en 0,17, y el de Situación Personal en 0,15 puntos; por otro lado, Situación Macroeconómica registra una alza de 7,39 puntos porcentuales respecto al guarismo del año anterior.

Índice de Confianza del Consumidor



Confianza del Consumidor y Confianza en el Gobierno



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

Basándose en una encuesta de opinión pública a nivel nacional, la Escuela de Gobierno de la UTDT asigna al Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) un valor de 1,75 puntos (sobre 5) para el mes de septiembre, continuando la merma comenzada en marzo de este año. Tras esta tendencia a la baja, la medición general de septiembre registra una variación mensual de -9,8%, lo que denota una aceleración a la baja respecto al guarismo registrado en agosto (-3,5%).

En términos interanuales, el ICG de agosto presenta una caída de 38,8%, reflejando una profunda aceleración de la caída de la imagen del gobierno desde comienzos de año. Dicha aceleración viene explicada principalmente por los componentes de Eficiencia (-54,3% a/a) y Evaluación General (-53,5% a/a). Por otro lado, haciendo foco en los componentes del ICG, se observa un retroceso en todos los ítems respecto a enero-septiembre de este año, destacando la merma de 0,80 y 0,75 puntos porcentuales de los subíndices "Evaluación General" y "Capacidad", respectivamente.

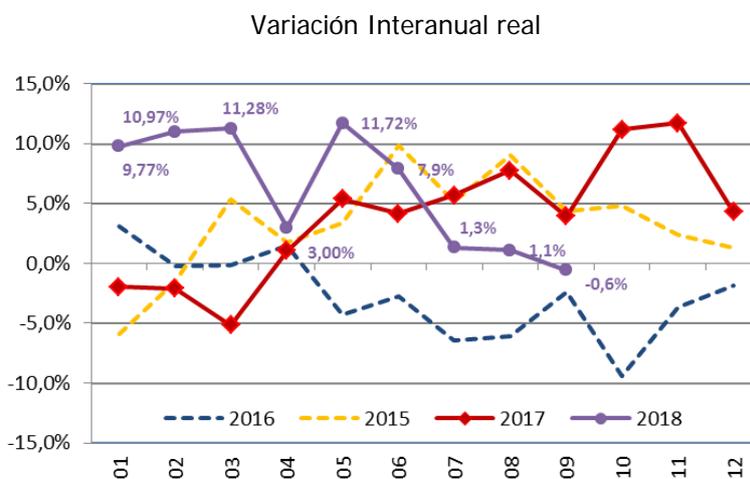
Recaudación

Los ingresos tributarios registraron un aumento nominal de 42,4% en términos interanuales, siendo el primer guarismo desde marzo de 2017 en posicionarse por debajo de la inflación interanual (43,2%). Así, la recaudación registra una caída en términos reales de 0,6%; dato por debajo de la variación interanual contemplada en agosto (+1,1%).

Recaudación Real asociada al Nivel de Actividad Interna*

sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18
3,9%	11,2%	11,7%	4,3%	9,8%	11,0%	11,3%	3,0%	11,7%	7,9%	1,3%	1,1%	-0,6%

Consolidado de impuestos asociados al nivel de actividad interna*



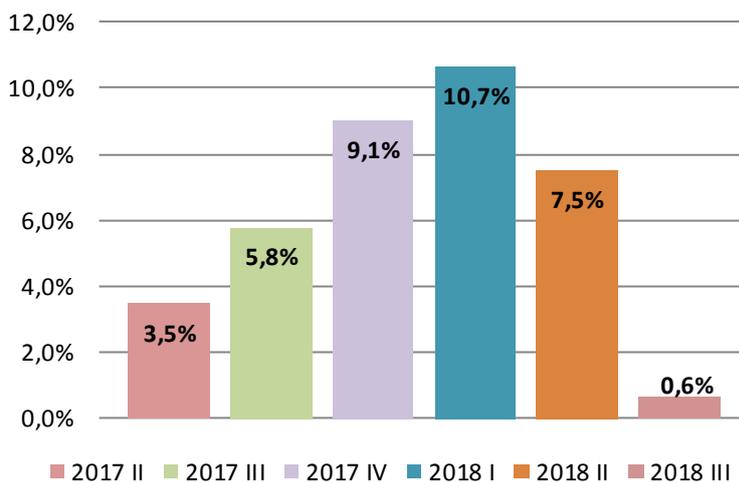
*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

Respecto al promedio del tercer trimestre, la recaudación de impuestos asociados al mercado interno registró una fuerte desaceleración de 0,6% a/a, que compara con una suba interanual de 7,5% en el segundo trimestre.

Argentina: Recaudación impositiva asociada al Mercado Interno

(variación interanual en términos reales)



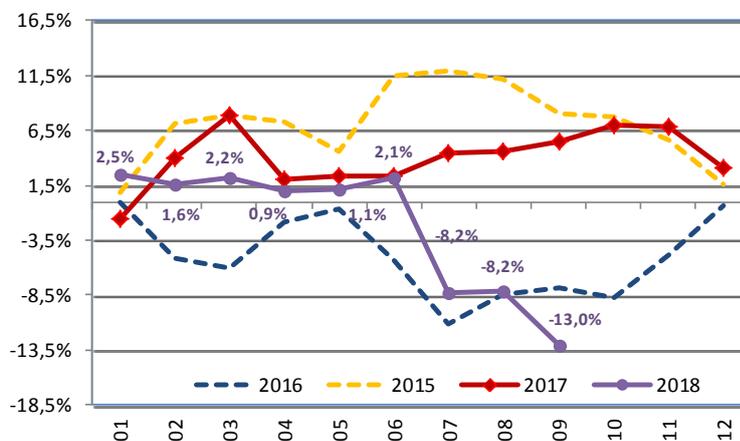
*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

A efectos de estudiar la evolución de la masa salarial formal, resulta que los impuestos relacionados a la seguridad social registraron en agosto una caída de 13,0% interanual en términos reales, variación que denota una aceleración a la baja respecto al mes anterior (-8,2%), tendencia negativa que comenzó a destacarse desde junio.

Consolidado de impuestos asociados al mercado de trabajo*

Variación Interanual real



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

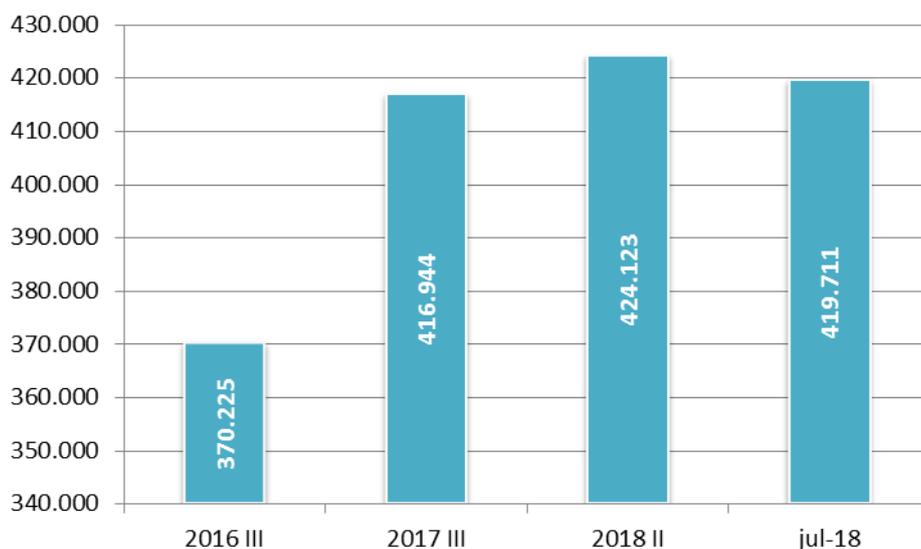
Construcción

El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) publicado por el INDEC, que muestra la evolución de la demanda de un conjunto de insumos del sector, registró en julio una suba interanual de 0,7%, guarismo que retoma el campo positivo luego de un descenso de 0,1% interanual registrado en junio.

Con datos hasta julio, el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC) registra un total de 419.711 puestos de trabajo en el sector construcciones, es decir 2,3% por encima de los guarismos anotados en julio de 2017, cifra que denota una desaceleración respecto al guarismo contemplado en junio (2,9% a/a). A su vez, julio se ubica sutilmente por debajo al promedio registrado en el segundo trimestre (-1,0%), y ligeramente por encima del promedio registrado en el tercer trimestre de 2017 (+0,7%). En línea con esto, el empleo en la construcción acumula una suba de 6,8% respecto al periodo enero-julio de 2017.

Sector Construcción: cantidad de trabajadores registrados

Promedio trimestral

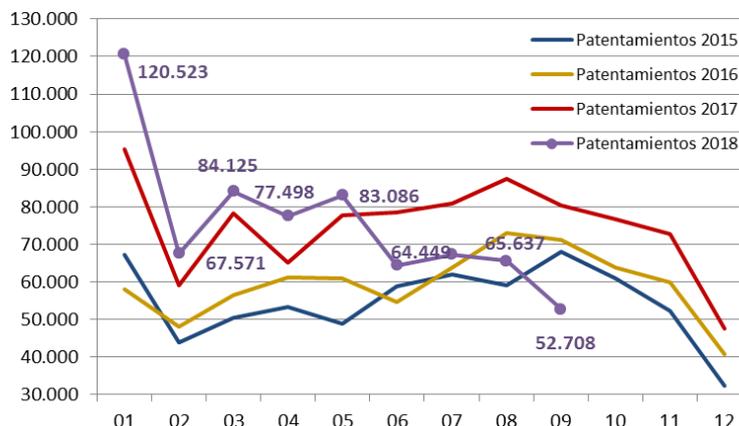


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IERIC

Patentamientos

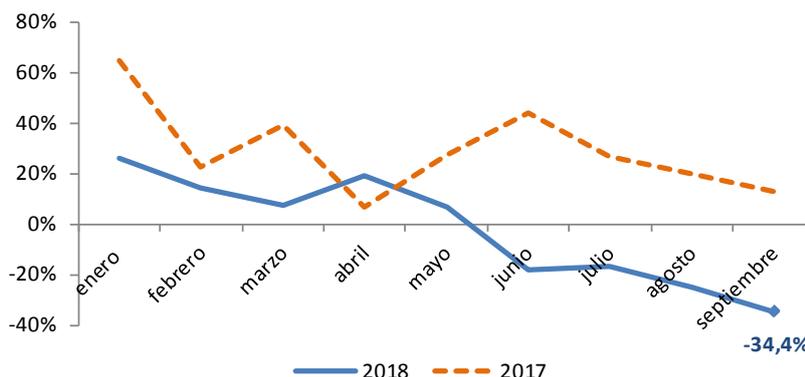
En septiembre de 2018, el patentamiento de autos 0 KM aun refleja los efectos de la crisis económica que transita el país, cifra que se ubica en torno a 52.708 patentamientos, pero lo que llama más la atención es que si observamos las variaciones interanuales salta a la vista una aceleración de la caída. De esta forma, el mes de septiembre presenta una variación interanual de -34,4%, dato que compara con un promedio del tercer trimestre de -25,4%, y un promedio enero-septiembre de -2,2% a/a.

Argentina: Patentamientos 0 KM



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA

**Patentamientos 0km
Variación Interanual**

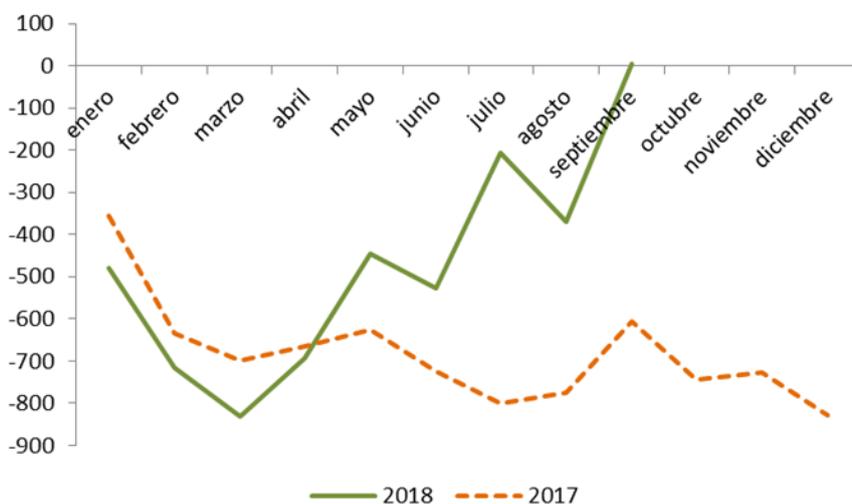


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA

Comercio con Brasil

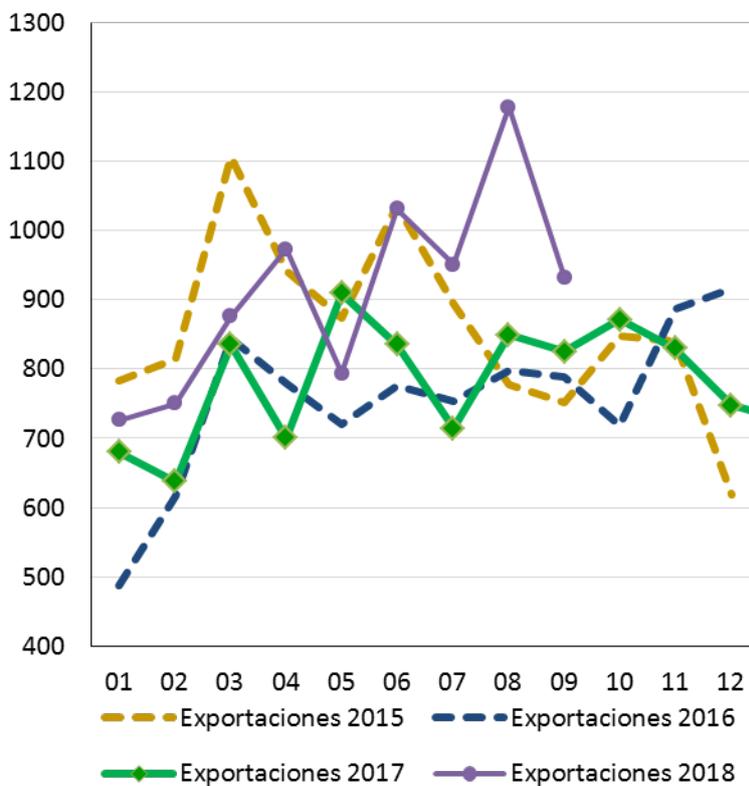
Los datos de intercambio con Brasil para septiembre refleja la primera cifra de superávit comercial desde diciembre de 2014. De esta forma, el saldo de balanza comercial con Brasil se posiciona en +5,9 millones de dólares FOB, guarismo que compara con el déficit de 606 millones de US\$ FOB registrado en igual mes de 2017. A su vez, la variable que viene marcando la diferencia son las exportaciones, las cuales reflejan un incremento del orden de 13,1% respecto a septiembre del año anterior; dato que ubica ligeramente por debajo de la variación interanual promedio enero-septiembre de este año (18,2%).

Bza. Comercial con Brasil
en millones de US\$ FOB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil

Exportaciones a Brasil
en millones de US\$ FOB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil

Por su parte, las importaciones originadas en nuestro vecino del Mercosur registran un total de 927 millones de US\$ FOB, un guarismo 41,1% menor al observado en agosto pasado, y a su vez un 35,2% menor respecto a septiembre de 2017, variación que denota la mayor caída interanual de lo que va del año, a consecuencia de la escalada del tipo de cambio.

En los nueve meses a septiembre, las exportaciones a Brasil acumulan US\$ 8.211 millones, que compara con US\$ 6.986 millones para igual periodo de 2017, una variación de 17,5%. Por su parte, las importaciones suman US\$ 12.472 millones en el periodo de enero-septiembre, 3,1% por debajo del registro de 2017.

En Foco 3

El dato regional de la semana: Pasan a terreno negativo las ventas de cero km, en la comparación interanual del acumulado a setiembre

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- La caída se acentúa en los últimos datos, ya que la merma de setiembre (-34 % interanual) compara con una caída promedio de 2,3 % para los primeros nueve meses del año
- Por regiones se observa cierta disparidad, ya que todavía hay suba en Cuyo (3,8 % interanual, enero-setiembre), en NOA (2,9 %) y en NEA (2,4 %), mientras que en la zona pampeana la caída es de 4,0 % interanual y en la Patagonia de 2,2 %
- Las provincias que registran mayores guarismos positivos son San Luis (13,5 % interanual), La Rioja (9,1 %), Formosa (7,5 %) y Tucumán (7,1 %). En cambio, en Santa Cruz hay una merma de 13,9 % interanual en lo que va del año, seguida de Tierra del Fuego (-10,3 %), Buenos Aires (-7,3 %), Misiones (-6,3 %) y Entre Ríos (-5,3 %)

Según los datos publicados por la Dirección Nacional de Registro de la Propiedad Automotor, el patentamiento de autos cero kilómetro en el acumulado enero-septiembre del año, alcanzó las 687.009 unidades, 15.854 unidades menos que en igual período del año 2017 (-2,3%). Al comparar el mes de setiembre de 2018 y el mismo mes del año 2017, la reducción de unidades vendidas fue de mayor magnitud: -34% interanual.

El desempeño a nivel regional fue más dispar: dos de tres regiones mostraron reducciones en este indicador (-3,1% promedio interanual) y tres obtuvieron variaciones interanuales positivas (+3,0% promedio interanual), en el acumulado a los primeros nueve meses del año.

La región de **Cuyo** fue la de mayor aumento interanual en este indicador: +3,8% (+1.593 unidades 0km vendidas). Las tres provincias que forman esta región obtuvieron variaciones interanuales positivas que, ordenadas de mayor o menor, son las siguientes: +13,5% en San Luis, +4,8% en San Juan y +0,7% en Mendoza.

En segundo lugar se encuentra la región de **Noroeste** con un aumento del 2,9% interanual en este indicador, en el acumulado enero-septiembre 2018. Entre las provincias parte, sólo Salta obtuvo una reducción en el total de unidades cero kilómetro vendidas: -5% interanual. El resto de las provincias tuvieron un desempeño favorable, con variaciones interanuales positivas entre un mínimo de 0,8% (Jujuy) y un máximo de 9,1% (La Rioja).

La región **Noreste**, con un total de 50.773 unidades 0km vendidas y registradas en los primeros nueve meses del año, es la tercer y última región con incrementos en este indicador: +2,4%. La provincia destacada fue Formosa (+7,5%), seguida por Corrientes (+6,3%) y luego Chaco (+3,1%). En el extremo opuesto se encuentra la provincia de Misiones, la única con reducciones en este indicador dentro de la región: -6,3%.

Las tres regiones que mostraron un buen desempeño en lo que va del año suman un total de 168.050 (+3,0% ia.), y representan sólo un 25% del total a nivel nacional, lo cual explica el pobre desempeño de este indicador a nivel país.

Patentamiento de autos. Acumulado a septiembre 2018

Unidades y variación interanual.

Total País	687.009	-2,3%	Cuyo	43.907	3,8%
Noroeste	73.370	2,9%	Mendoza	27.075	0,7%
Santiago del Estero	9.326	2,1%	San Luis	8.516	13,5%
La Rioja	5.185	9,1%	San Juan	8.316	4,8%
Catamarca	6.186	3,7%	Noreste	50.773	2,4%
Tucumán	24.149	7,1%	Misiones	11.020	-6,3%
Salta	18.265	-2,5%	Formosa	7.006	7,5%
Jujuy	10.259	0,8%	Chaco	17.078	3,1%
Pampeana	463.107	-4,0%	Corrientes	15.669	6,3%
Córdoba	69.327	-0,5%	Patagónica	55.852	-2,2%
Entre Ríos	16.999	-5,3%	Santa Cruz	6.851	-13,9%
La Pampa	7.684	-3,5%	Neuquén	16.641	2,9%
Santa Fe	56.258	-3,3%	Chubut	14.000	1,2%
CABA	105.253	0,4%	Tierra del Fuego	6.614	-10,3%
Buenos Aires	207.586	-7,3%	Río Negro	11.746	0,1%

Fuente: IERAL en base a DNRPA

La región **Patagónica** obtuvo una reducción del 2,2% interanual, durante el acumulado enero-septiembre 2018. En las provincias que la forman se observó un comportamiento muy dispar: la variación interanual mínima observada fue del -13,9% (Santa Cruz) – la mayor a nivel a nacional - y la máxima, +2,9% (Neuquén).

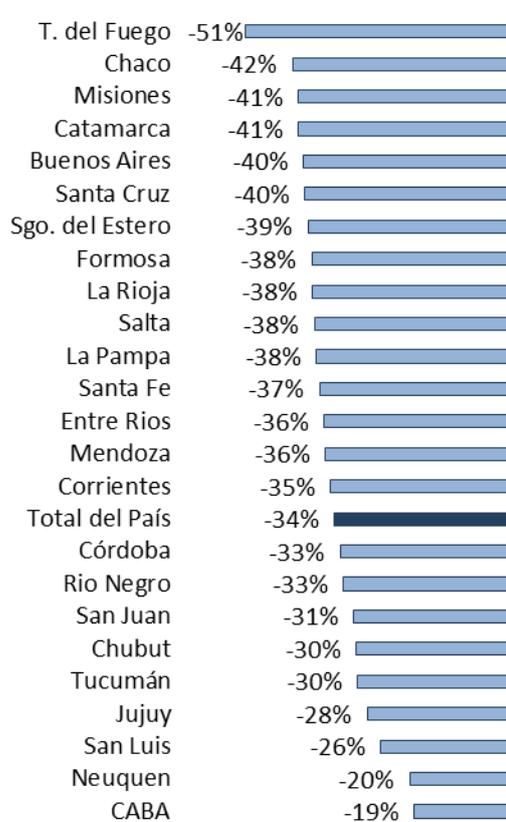
Finalmente, la región **Pampeana**, con una participación cercana al 70% del total a nivel nacional, y con 463.107 autos 0km vendidos durante los primeros siete meses del año, obtuvo una baja del 4,0%, la mayor observada a nivel regional – superior a la observada a nivel nacional. Todas las provincias que forman esta región – excepto la CABA – evidenciaron reducciones en este indicador entre un mínimo de -0,5% (Córdoba) y una baja máxima de -7,3% (Buenos Aires).

Si se considera la evolución de las inscripciones de vehículos 0km exclusivamente para el mes de septiembre de 2018 respecto a igual mes del año previo, se observa un claro deterioro en este indicador.

Las 24 provincias (23 + la CABA) obtuvieron variaciones interanuales negativas. Las reducciones observadas se encontraron entre un máximo de -51% (Tierra del Fuego) y un mínimo de -19% (CABA).

A nivel regional, las conclusiones no cambian: todas las regiones redujeron la cantidad de autos 0km vendidos durante el mes de septiembre del corriente año: -35% promedio interanual.

Patentamiento de autos. Septiembre 2018
Variación Interanual



Fuente: IERAL en base a DNRPA

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	01-oct-18	1.286.207,0	4,6%	44,4%	31,1%
Depósitos (\$ mm)	01-oct-18	3.956.466,4	0,0%	68,3%	40,6%
Sector Público No Financiero	01-oct-18	1.080.492,3	-6,4%	82,6%	45,2%
Sector Privado No Financiero	01-oct-18	2.829.056,8	2,4%	61,9%	38,1%
Créditos (\$ mm)	01-oct-18	2.329.323,4	-0,6%	57,4%	45,9%
Sector Público No Financiero	01-oct-18	32.447,4	15,7%	-9,5%	-35,1%
Sector Privado No Financiero	01-oct-18	2.235.910,0	-0,7%	58,9%	49,1%
	Fecha	Dato	ago-18	30-dic-16	oct-17
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	01-oct-18	48.854,7	55.607,1	38.772,0	51.631,6
Ratio de cobertura de las reservas	01-oct-18	153,2%	141,2%	53,3%	101,5%
Tasa de interés Badlar PF	02-oct-18	47,9%	42,2%	23,3%	21,3%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	01-sep-18	48,6%	47,7%	37,8%	38,4%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	01-sep-18	49,6%	47,9%	28,5%	28,6%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	03-oct-18	383	413	329	321
EMBI+ Argentina	03-oct-18	626	676	351	379
EMBI+ Brasil	03-oct-18	273	322	240	258
Tasa LIBOR	03-oct-18	2,28%	2,18%	0,01%	1,23%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	02-oct-18	2,18%	1,94%	0,55%	1,16%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	02-oct-18	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%
SELIC (Brasil)	03-oct-18	6,40%	6,40%	13,65%	7,97%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	03-oct-18	32.201,5	19,52%	60,26%	42,70%
Índice Bovespa	04-oct-18	82.001,9	0,24%	17,27%	20,88%

* La variación se hace contra el dato registrado una semana antes

** Para el cálculo del último dato se toma un promedio ponderado de los últimos 5 días hábiles.

*** La variación toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo periodo inmediatamente anterior

**** La variación interanual toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo periodo del año anterior

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	ago-18	5.167,0	-4,0%	-1,4%	4,0%
Primarios	ago-18	1.090,0	1,1%	-21,0%	-10,0%
MOA	ago-18	2.077,0	2,2%	-0,3%	0,4%
MOI	ago-18	1.793,0	-6,8%	12,5%	13,5%
Combustibles	ago-18	207,0	-40,9%	21,1%	81,8%
Exportaciones (volumen)	jul-18	-	-	-8,4%	-3,6%
Importaciones (US\$ mm)	ago-18	6.294,0	1,9%	-0,3%	9,6%
Bienes Intermedios	ago-18	1.956,0	6,3%	32,5%	22,7%
Bienes de Consumo	ago-18	830,0	7,1%	-3,8%	8,8%
Bienes de Capital	ago-18	1.107,0	-0,9%	-24,9%	-5,0%
Combustibles	ago-18	828,0	-10,3%	57,1%	25,2%
Importaciones (volumen)	jul-18	-	-	-4,0%	7,3%
Términos de Intercambio (2004=100)	2018 II	138,2	3,0%	8,5%	0,1%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	ago-18	88,6	-1,5%	0,6%	1,4%
Energía	ago-18	90,3	-1,7%	38,8%	33,5%
Petróleo (US\$/barril)	ago-18	68,0	-4,0%	41,6%	34,5%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2018 I	19.960,1	0,5%	2,8%	2,8%
Brasil	2018 I	2.021,4	0,4%	1,6%	1,1%
Unión Europea	2018 I	12.451,2	0,4%	2,3%	2,4%
China	2018 I	12.515,2	1,4%	1,4%	6,9%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	abr-18	123,5	0,7%	4,7%	3,3%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	abr-18	120,5	0,1%	3,8%	2,8%

* Se toma la variación real desestacionalizada

** La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	sep-18	24.867,0	-15,4%	-33,6%	13,9%
Región Pampeana	sep-18	11.158,0	-19,3%	-35,3%	16,3%
NOA	sep-18	4.245,0	-21,8%	-33,5%	14,4%
NEA	sep-18	4.266,0	-18,7%	-39,4%	13,7%
Cuyo	sep-18	3.667,0	-18,6%	-33,9%	17,8%
Región Patagónica	sep-18	4.505,0	-17,0%	-32,6%	10,2%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2018 II	1.141,0	-11,7%	-4,4%	11,4%
Región Pampeana	2018 II	700,2	-6,7%	6,2%	12,8%
NOA	2018 II	247,1	3,2%	-2,2%	12,7%
NEA	2018 II	277,0	-1,7%	12,9%	11,6%
Cuyo	2018 II	276,8	3,8%	7,0%	3,8%
Región Patagónica	2018 II	202,1	-4,8%	1,6%	1,9%