

EDITORIAL:

El belicismo puede entorpecer la recuperación global

1. Panorama regional: en búsqueda del crecimiento perdido en América Latina
2. Panorama Interno: La economía se encamina a un crecimiento moderado con sabor a empate
3. Panorama interno: La industria espera revertir un 2016 adverso
4. Panorama interno: La inversión externa directa todavía lejos de su potencial
5. Precios
6. Actividad económica
7. Sector fiscal
8. Sector externo
9. Sector monetario y financiero
10. Anexo :

Cuadro Estadístico

Investigador Senior:

- Eduardo Luis Fracchia

Asistentes:

- Carlos Marcelo Belloni

Documento
elaborado por el
Departamento de Economía del IAE,
Universidad Austral
www.iae.edu.ar
e-mail:
deconomia@iae.edu.ar



El belicismo puede entorpecer la recuperación global

Cumpliendo por primera vez contundentemente una de sus promesas preelectorales, el presidente Trump decidió apostar fuerte, en pocos días, a cuestiones de defensa. Los EEUU atacaron sucesivamente en Siria, en represalia por el uso de armas químicas, y a una base del Estado Islámico en Afganistán. Casi simultáneamente un portaaviones norteamericano se acercó a Corea del Norte, que parece avanzar en sus ensayos nucleares y en sus amenazas. Las preocupaciones bélicas han pasado así al plano más protagónico en mucho tiempo. Fue esta la principal razón por la que los mercados globales dejaron de festejar los signos de una recuperación sincronizada de la economía global, nota de tapa de *The Economist* el 18 de marzo pasado.

| Mercados globales desde la elección de Trump | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-------------|
| | 8/11/2016 | 10/3/2017 | 14/4/2017 | Δ% Abr /Nov |
| Monedas | | | | |
| Dólar (DXY Bloomberg) | 97.9 | 101.3 | 100.5 | 2.7 |
| Euro /USD | 1.103 | 1.067 | 1.062 | -3.7 |
| Yen / USD | 105.2 | 114.8 | 108.6 | -3.2 |
| Yuan/USD | 6.79 | 6.91 | 6.89 | -1.4 |
| Peso MX /USD | 18.33 | 19.61 | 18.52 | -1.0 |
| Peso BR / USD | 3.17 | 3.14 | 3.14 | 0.8 |
| Peso AR / USD | 14.95 | 15.48 | 15.17 | -1.4 |
| Bonos (variación puntos) | | | | |
| Bono 10 años EEUU | 1.86 | 2.57 | 2.24 | 38 puntos |
| Riesgo emergentes EMBI | 346 | 336 | 339 | -7 puntos |
| Commodities(Bloomberg) | | | | |
| Oro Comex | 1274.5 | 1201.4 | 1288.5 | 1.1 |
| Petróleo WTI | 45.0 | 48.5 | 53.2 | 18.2 |
| Cobre Comex | 238.0 | 259.5 | 257.1 | 8.0 |
| Soja x bushel | 1011.3 | 1006.5 | 966.3 | -4.4 |
| Bolsas | | | | |
| EEUU, S&P500 | 2139.6 | 2372.6 | 2329.0 | 8.8 |
| Europa Bloomerg 500 | 224.8 | 249.56 | 254.6 | 13.2 |
| China, Shangai Composite | 3147.9 | 3212.8 | 3246.1 | 3.1 |
| Japón, Nikkei 500 | 1619.4 | 1809.7 | 1713.1 | 5.8 |
| Argentina, Merval | 17138.4 | 18895.9 | 19784.0 | 15.4 |
| Brasil, Bovespa | 64157.7 | 64675.5 | 62826.3 | -2.1 |
| México INMEX | 2819.2 | 2798.2 | 2926.2 | 3.8 |
| Notas. Verde, mejora el último mes. Rojo, empeora. Negro, neutral. Negrita, las tres mayores subas y bajas desde el 8/11/16. | | | | |

Por estas y otras razones, como se ve en el cuadro, el comportamiento de los mercados globales se siguió alejando de las predicciones ortodoxas sobre las consecuencias del triunfo de Trump. En el último mes, el dólar se depreció, los bonos de los EEUU subieron, lo propio ocurrió con el oro y el petróleo. Por las grandes cosechas sudamericanas, la soja cayó (y por las recientes lluvias en la Argentina se recuperó desde sus mínimos). En las bolsas hubo subas y bajas. Los activos más rentables desde la elección de Trump han sido el petróleo y las bolsas de la Argentina y Europa ¿qué tal? Los más castigados, levemente, han sido la soja, el euro y el yen.

Lo que más sorprendió el último mes fue la recuperación de los bonos del Tesoro de EEUU, cuyo rendimiento se desplomó 30 puntos. Evaluando lo ocurrido en los cinco meses pasados desde la elección de Trump es claro que los pronósticos de la ortodoxia no se han cumplido. Tampoco el nuestro se está dando por completo, salvo en un punto fundamental: difícilmente habría de ocurrir algo muy malo para los países emergentes, y tal vez sí algo bueno. El riesgo de los bonos emergentes está hoy un poco más bajo que al inicio de la era Trump.

Respecto del futuro cercano, son varias las amenazas que podrían invalidar el optimista pronóstico de *The Economist* de recuperación sincronizada de la economía global. Primero y principal, un agravamiento de la situación en Medio Oriente o con Corea del Norte. Segundo, pero importante, un ballottage en Francia entre Marie Le Pen y Jean-Luc Melenchon, es decir, entre dos candidatos extremos de derecha e izquierda, respectivamente. Tercero, que Trump realice algunos de sus proyectos de fuerte proteccionismo o que cumpla con sus promesas de un boom de infraestructura, poniendo así presión en un mercado de trabajo ya tenso, con desempleo en el 4.5%, y que la Fed responda acelerando el aumento de la tasa de interés. El optimismo se basa, ante todo, en los datos conocidos de China el pasado fin de semana. Su PIB se aceleró en el primer trimestre de 2017 a 6.9% y en marzo (interanual) la industria se aceleró al 7.5% y las ventas minoristas al 10.9%, lo que permitió

que el consumo explique el 77.2% del aumento del PIB, algo inédito. En muchos países hubo un alza generalizada de las expectativas de los gerentes de compras y desapareció la deflación de los precios mayoristas. También se aceleraron los embarques de bienes de capital (índice J. P. Morgan), fueron positivos los balances de cuenta corriente externa de los principales países emergentes y hay señales de recuperación en Brasil y en Rusia.

Mi balance es que están dadas las condiciones económicas para un ciclo de crecimiento más rápido de la economía global, más cerca del 4% que del 3%. Las amenazas son bélicas o políticas (Francia, corrupción en Brasil), no económicas. Esto ayudaría a la economía argentina a acercarse también a un crecimiento del 4% este año. Pienso que en el mundo prevalecerán los factores económicos positivos por sobre los bélicos y políticos, pero el momento es complejo y es aconsejable la cautela.

Juan J. Llach

1. Panorama regional: en búsqueda del crecimiento perdido en América Latina.

La región hace 5 años perdió el ritmo de crecimiento que mantenía desde 2002. No hay ya superciclo de materias primas. Los países del Pacífico llevan la delantera frente a un Atlántico más recesivo. El nivel de riesgo país es heterogéneo en la región. La Alianza para el Pacífico se presenta con menos fuerza por la falta de interés americano en el proyecto. El Mercosur en proceso de relanzamiento, una vez más.

Brasil sale con moderación de dos años muy malos; sigue con inflación baja. La tasa SELIC descendió. El ajuste fiscal está en curso, Brasil está rezagado en cuando a su nivel de competitividad que se ha complicado aún más por los escándalos de corrupción (Lavajato). La popularidad de Temer se encuentra desafiada y su baja imagen está ligada a sospechas. Lula, en cambio, está muy bien posicionado para las elecciones a pesar de todas las denuncias vinculadas a Odebrecht.

México está en vilo por la política proteccionista de Trump. El crecimiento es moderado con un dólar estable. La reforma de Peña Nieto en el terreno energético parece positiva. Existe una oportunidad para reformular el Nafta si Estados Unidos quiere revisarlo.

Colombia, como es habitual, continúa sólida en la macro con buen crecimiento e inversión externa directa. El proceso de paz es complejo y existe una disputa abierta entre seguidores de Uribe y de su sucesor Santos.

Chile está replanteando su modelo de crecimiento basado en recursos naturales. El marco conceptual de Haussman desarrollado en la escuela de gobierno de Harvard enfatiza la modificación de los productos de exportación tradicionales hacia una mayor diversificación de la cartera exportadora.

El sistema universitario y los fondos de pensión chilenos están siendo cuestionados. El Fondo de estabilización sigue sólido con un precio de cobre estable. Se acercan las elecciones que serán seguramente entre el líder del Partido Socialista y

Piñera. Bachelet continua con baja imagen positiva.

Perú, estrella de la región, sigue siendo un país pobre de 8000 dólares per cápita. Hay potencial de crecer más con PPK, un Presidente de orientación de centro derecha que estimulará las reformas.

Ecuador optó por la continuidad política con la elección del candidato apoyado por Correa. La suba de petróleo es un buen escenario para un país que sigue firme con su dolarización.

Bolivia continúa con una buena tasa de crecimiento y el dólar muy estable. Evo Morales quisiera seguir en el poder. Actualmente no hay tensiones entre Santa Cruz y La Paz, lo que resulta positivo.

Uruguay bajó su ritmo de crecimiento. Los proyectos de pasta de papel son muy relevantes para explicar el aumento del PIB. El Frente Amplio sigue dominando el espacio político y puede seguir un período más en el poder.

Paraguay sigue firme en su modelo agropecuario basado en soja y carne. Se debaten posturas populistas y feudales. Cartes quiere ir por un segundo período y Lugo tiene alta intención de voto como candidato a Presidente.

Venezuela se encuentra en el límite de la tensión política con un enorme flujo de emigrados y cerca del colapso económico. El abastecimiento de bienes está muy comprometido y la inflación, que continúa creciendo, se ubica cerca de la hiperinflación. El ejército proporciona continuidad al régimen de Maduro que está en la fase final del populismo.

En definitiva, actualmente hay mucha heterogeneidad entre los países de la región pero con resultados favorables para aquellos que han seguido políticas racionales pro crecimiento.

Eduardo L. Fracchia

2. Panorama Interno: La economía se encamina a un crecimiento moderado con sabor a empate.

El panorama mundial sigue moderadamente optimista con buen nivel de intervención monetaria y fiscal. Como dijo Nixon en su momento: “todos somos keynesianos”.

Latinoamérica está mejor posicionada a pesar de una tasa de crecimiento moderada que en el conjunto se perjudicó por el estancamiento de Brasil durante 2015 y 2016.

En la región, Brasil se va encaminando pero lo complican los temas de corrupción que ahora llegan incluso al nivel del Presidente Temer. Brasil está encarando un plan de ajuste fiscal ambicioso. Mantiene la inflación en las metas previstas y regula la política monetaria a través de la tasa SELIC.

La economía argentina transita un shock externo relacionado con un descenso marcado de las exportaciones ocurrido hace varios años. Este desequilibrio debe ser compensado por una suba en consumo e inversión. El retraso en el consumo ha seguido en el primer trimestre y el futuro de la inversión se asocia al ciclo político electoral.

La obra pública contribuye a la inversión y se ha potenciado. La inversión externa directa no es muy significativa. La inversión bruta está en un nivel de 15% respecto al PIB, muy por debajo del promedio de los países emergentes.

Los indicadores de actividad son poco alentadores aunque técnicamente se haya superado la recesión.

El relevamiento de expectativas del Banco Central (REM) es un poco más pesimista en cuanto a actividad y precios que en el trimestre pasado.

La inflación está cediendo pero el gobierno debe compensar el desequilibrio del primer trimestre por efecto de, entre otras cuestiones, el incremento de tarifas. El gobierno sigue con Precios Cuidados y Ahora 12; instituciones heredadas del kirchnerismo. La inflación núcleo sigue siendo un factor de preocupación y se procura mitigar con una tasa mayor.

Desde el lado positivo el blanqueo ha sido muy abundante y expresa confianza en el gobierno. El

monto conseguido de 116.000 millones de dólares representa una cifra record en la comparación internacional. Influye en la actividad de algunos sectores como real estate.

El déficit fiscal continúa sin mayores novedades. Es sabido que este desequilibrio genera retraso cambiario y este fenómeno supone una dinámica creciente de carry trade.

El consenso es una suba gradual del dólar hasta 18 a fin de año aunque hay estimaciones de algunos analistas de que cerraría el año en 16.

En cuanto al sector real se espera un rebote moderado de la industria. La cosecha tiene buenas perspectivas aunque las inundaciones pueden ser un “cisne negro” con pérdidas estimadas de 5000 millones de dólares.

En cuanto al frente laboral y social, sensibles por muchos reclamos populares que tomaron la calle en marzo, cabe destacar la moderada recuperación de puestos a lo largo de 2017 con una tasa de pobreza en 30%. La población económicamente activa habría disminuido un punto porcentual de 46 a 45% con la hipótesis del trabajo desalentado.

Hay continuidad con los planes sociales y a pesar de un propósito de contención social del gobierno y de diálogo con los sindicatos el 6 de abril tuvimos el primer paro general organizado por la CGT.

Con los paros no se consiguen resultados en el historial de la democracia que sean funcionales para los trabajadores. Puede ser que las bases ejercieron presión y forzaron a los dirigentes a actuar. Ellos venían manteniendo una posición dialoguista con el gobierno. El costo estimado de la huelga fue de 1000 millones de dólares.

La tensión tasa de interés-nivel de actividad será un clásico en estos meses de campaña. 2017 tiene sabor a un empate, todavía esperamos el crecimiento.

Eduardo L. Fracchia

3. Panorama interno: La industria espera revertir un 2016 adverso.

Los motores del crecimiento en 2017 para la economía en general van a ser, entre otros, la obra pública, el agro y la producción energética. La industria va a acompañar pero a un ritmo menor. Se estima desde el gobierno un crecimiento de 3%. Los directivos de la UIA -en concreto Diego Coatz como economista jefe- proyectan un crecimiento menor entre 1 y 3 % para la industria manufactura. La actividad fabril va a depender mucho de Brasil y del propio mercado interno.

El sector manufacturero está frente a una recuperación débil, en busca de un crecimiento sostenido si se recupera la competitividad de este sector clave de la economía. Casi todas las ramas cayeron en 2016. Desde 2011 el panorama de la industria comenzó a complicarse, después de un ciclo expansivo favorable que arrancó en 2003, interrumpido por la crisis internacional de 2008/9.

Por tipo de bien el mayor retraso en 2016 estuvo en bienes de consumo durables y la menor caída en bienes de consumo no durables y bienes de capital. El descenso del PIB sectorial en 2016 fue liderado por metales básicos, acero, automotriz, minerales no metálicos y construcción.

La capacidad instalada industrial se ubica en 60% aproximadamente en abril de este año; es un nivel equivalente a la salida de la crisis en 2001.

En cuanto a algunas ramas específicas, Alimentos tuvo una retracción de 11% en el año 2016. Maquinarias y equipos es un sector de descenso marcado condicionado por la evolución del rubro automotriz que fue desfavorable. En el caso de Papel y cartón la contracción fue de 4% lo que constituye la caída más pronunciada de los últimos 10 años. Por el contrario, todas las industrias vinculadas al agro crecieron: aceites, harinas, agroquímicos, fertilizantes, maquinaria agrícola y camionetas, por lo que se vieron los frutos del impulso explícito a este sector.

La actividad del año dependerá del contexto internacional, básicamente de la recuperación de

Brasil y de la respuesta del consumo de los hogares a los nuevos precios relativos.

Brasil supone el 40% de nuestras exportaciones industriales. En los últimos 50 años cuando se contrajo la economía brasileña, la industria local cayó en el 70% de los casos.

La alta tasa de interés afecta el financiamiento de la inversión y genera impactos en la cadena de pagos y en el proceso productivo, en especial de las pymes.

Existe un debate entre apertura y mayor protección que es un clásico. Los rubros con mayores incrementos en cantidades importadas fueron bienes de consumo con un 17% interanual y vehículos de automotores de pasajeros. Hay sectores sensibles como textil, calzado e informática que se ven amenazados por los flujos de importación. El gobierno no está impulsando acuerdos sectoriales para encaminar estas tensiones en textil y calzado, entre otros sectores.

La recuperación de la industria se da en el marco exigente de costos recientes. Los costos de logística aumentaron 41%, los energéticos entre 60 y 600% y los salarios 30%. Es clave la mejora crediticia, comercial y tributaria para que la industria se recupere.

El bajo nivel de actividad influye en la menor inversión de las pymes industriales. En noviembre de 2016 solo el 36% de las pymes industriales estimaban que era un buen momento para invertir, contra un 45% en 2015 cuando eran más optimistas.

La industria es la actividad que genera mayor empleo formal en la economía, de allí su importancia estratégica, en especial las PyMEs que emplean a la mayoría de los trabajadores. Para la consolidación del modelo de crecimiento del gobierno es clave que el sector industrial recobre su dinamismo a la vez que aumente su competitividad.

Eduardo L. Fracchia

4. Panorama interno: La inversión externa directa todavía lejos de su potencial.

La inversión extranjera directa (IED) de 2016 fue aproximadamente de 6000 millones de dólares y se estima la de 2017 cerca de 8000 millones. Esta inversión es marginal para el crecimiento del PIB pero supone ingreso de divisas y un efecto demostración para el resto del sistema productivo. Fue superior a fines de los 90'.

Los obstáculos locales tienen inercia en nuestro país. Esto se refleja en la falta de competitividad sistémica que supone la posición 104 en el ranking del WEF. Hay temas en los que se va avanzando pero efectivamente influyen en el retraso de la IED factores como la inseguridad jurídica y la falta de marcos regulatorios más claros. También influye en la baja IED el menor flujo de comercio de exportaciones e importaciones.

El año electoral genera incertidumbre. Si el oficialismo ganase supondría un mayor aliento en el proceso inversor externo. La situación cuasi recesiva de los últimos años no estimula proyectos que exigen mayor nivel de demanda. En algunos sectores el retraso cambiario puede ser perjudicial.

Habría que ver el tema ramas de actividad para segmentar el análisis. Tienen fuerte potencial inversor, entre otros, la minería, la energía convencional, shale gas y shale oil, energías renovables y servicios modernos.

Sorprende que con el nuevo color de la conducción política no haya surgido un proceso de inversión mayor de las multinacionales en nuestro país. El liderazgo inversor de Estados Unidos sigue presente y la novedad en cuanto a IED orientada básicamente a materias primas es China.

A medida que las reformas se vayan encarando, la IED, ya sea por búsqueda de materias primas, de orientación hacia al mercado local, eficiencia para conquista de nuevos mercados o búsqueda de activos estratégicos, va a consolidarse con una

participación en el producto mayor, más en línea con lo que ocurrió en los 90'.

¿Qué pasa en Brasil con la IED? En un año recesivo como fue 2016 para Brasil, hubo cierta inversión. Hay que tener en cuenta su tamaño de mercado, los marcos regulatorios, la inercia del proceso inversor para explicar un buen desempeño de la IED. Las multinacionales son muy activas en Brasil y el peso de 4-5 % de la IED en 2016 es relevante, solo superado por Colombia. Los motivos para invertir en Brasil son, entre otros, el entorno estable hace 20 años en cuanto a niveles bajos de inflación, un déficit de infraestructura que fomenta la llegada de capital para obras civiles. Las inversiones extranjeras están protegidas por un sistema regulatorio superior respecto al de otros BRICS o el propio Mercosur. Se trata además de un país más abierto y receptivo en los últimos años. Brasil ha mejorado también en temas de seguridad ciudadana.

Los anuncios de inversión claramente tienen su ciclo. En el sector energético argentino es claramente visible. Se van armando los proyectos pero no se nota todavía gran inversión. El caso líder es Vaca Muerta con gran potencial y con cifras descomunales proyectadas de inversión para los próximos 35 años del orden de 100.000 millones de dólares. La larga maduración se percibe en minería últimamente con problemas ambientales que obstaculizan el proceso. En el caso del agro la maduración debiera ser más rápida. En este caso se percibe más inversión doméstica pero hay también anuncios de entrada de capital extranjero al sector.

El encuentro reciente del WEF en Buenos Aires rescata la relevancia de la revisión de cada pilar del índice de competitividad como elemento clave del tablero de control que impulsa la IED.

Eduardo L. Fracchia

5. Precios

- **La inflación continúa por encima del 2% y se acelera. En marzo fue 2,4% según el INDEC y cerca del 3% a nivel nacional. En el primer trimestre ya acumula más de 6%.**
- **Arrancaron las paritarias con incrementos salariales del 20% más cláusula gatillo.**

El primer trimestre mostró un crecimiento de los precios mayor al esperado. Los aumentos de las tarifas eléctricas y las cuotas en la educación mantuvieron los precios creciendo por encima del 2%. En marzo crecieron 2,4% en el AMBA y acumulan 6,3% en lo que va del año. A nivel nacional, el incremento fue algo mayor (2,9%). No obstante, en términos interanuales continúa en descenso y se ubica en 31,2%. Aunque la inflación minorista se acelera, los precios mayoristas mostraron un menor crecimiento. En marzo, aumentaron 0,9% y se ubican por debajo del 20% en términos interanuales. El costo de la construcción se desaceleró con un crecimiento de 1,1% contenido por el nulo incremento del costo de la mano de obra.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) del INDEC registró en el mes pasado una inflación de 2,4% mensual (similar al 2,5% de febrero). El crecimiento del indicador se explica por la suba en los capítulos Educación (5,6%), Indumentaria (4,8%), y Alimentos y bebidas (3%). Con este número la inflación del primer trimestre en el AMBA es de 6,3%, lo que anualizado está en casi 28%, muy por encima del límite superior de 17% del BCRA. La inflación “núcleo” –indicador que elimina los precios regulados y estacionales– presentó nuevamente una variación de 1,8%.

Por el lado de las consultoras privadas, el IPC Congreso (indicador promedio de varias consultoras) registró un aumento algo inferior. La inflación mensual de marzo fue de 2,2% mensual y 33% en términos interanuales. Si bien la suba acumulada en el trimestre es de 6,1%, el incremento es casi la mitad al observado en 2016 (12%). Contemplando para el segundo trimestre la mediana de las proyecciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA, en el primer semestre la inflación acumularía 10,8%, ubicándose 2,7 puntos por encima de lo que indicaría el techo puesto por el BCRA.

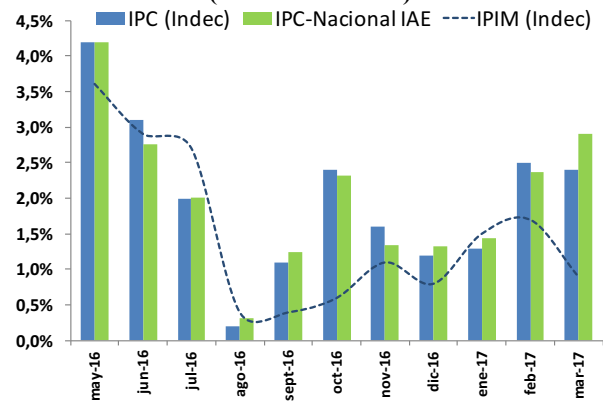
Los datos individuales de las consultoras varían desde 1,9% hasta el 2,8%. Además del impacto de segunda rondas del ajuste en las tarifas eléctricas, el crecimiento de los precios se explica por el aumento en la Educación que superó el 8% en promedio. Para FIEL, la inflación fue 2,8%, el porcentaje de inflación más alta desde mayo de 2016 (cuando había llegado a 3,1%). No obstante el indicador interanual sigue bajando y se ubica en 33,1%. En cuanto al indicador núcleo, la inflación núcleo fue 2,3%, superior al 1,4%

de febrero. El Estudio Bein, en cambio, registró una inflación de 2,3% mensual y 33,6% interanual. Algo menor fue la reportada por Elypsis, con un incremento de 1,9% mensual y del 30,4 interanual, para el AMBA.

Los precios mayoristas, que en general anticipan la evolución de los precios minoristas, mostraron una clara desaceleración. El IPIM (índice de precios internos al por mayor) calculado por el INDEC registró en marzo un incremento de 0,9% (menor al 1,7% de febrero) y en términos interanuales ya se ubica por debajo del 20%. Por el lado de la construcción, el Índice de Costos (ICC) también se desaceleró en marzo con un aumento de 1,1% (1,8% en el mes anterior) producto del crecimiento casi nulo por parte del capítulo “Mano de Obra” que creció sólo 0,1%.

El tema central en materia de salarios son las paritarias que ya comenzaron. El Sindicato de Empleados de Comercio cerró en marzo un aumento del 20% para 2017 con una cláusula gatillo si la inflación supera dicho valor. En abril comienzan a discutirse el resto de las paritarias donde los sindicatos pretenden acordar incrementos en torno al 25%, algo difícil dado el acuerdo realizado recientemente con Comercio.

Gráfico 1: Inflación minorista y mayorista (Var. % mensual)



Fuente: Indec y IAE

Para los próximos meses, de acuerdo con el último REM se prevé una leve baja de la inflación, siendo 1,9% en abril y 1,6% en mayo, mientras que a diciembre se espera una inflación de 21,2%. Con paritarias en torno a esos valores (e incluso por debajo), el salario real no se recuperará de manera significativa este año.

Carlos M. Belloni

6. Actividad económica

- En 2016, el PIB cayó 2,3%. El consumo privado se contrajo 1,4% y la inversión 5,5%. El PIB per cápita en dólares, en cambio, creció casi 20% y se cerró en us\$ 12.500.
- La industria retrocede 6% en febrero y profundiza su caída. En marzo, la construcción creció 11,3%, por primera vez luego de 13 meses.

Los datos del cuarto trimestre de 2016 revelaron una caída del PIB real de 2,1% cerrando el año en -2,3%. El PIB per cápita en dólares, en cambio, creció casi 20% y se terminó en us\$ 12.500. El inicio del 2017 mostró un crecimiento de la actividad agregada de 1,1% aunque retrocediendo en términos desestacionalizados. El buen desempeño de la producción industrial sobre el final del 2016 quedó en el olvido y los primeros meses del 2017 evidencian un fuerte retroceso. En términos interanuales, la actividad industrial cayó 6%. La producción automotriz sigue retrocediendo aunque las ventas a concesionarios continúan en terreno positivo. Los buenos datos emergieron en la industria siderúrgica y en el sector de la construcción con un crecimiento en marzo de 23,5% y 11,2%, respectivamente.

En marzo, el INDEC dio a conocer los datos de actividad correspondientes al cuarto trimestre de 2016. El PIB real retrocedió 2,1% y cerró el 2016 en -2,3%. En términos desestacionalizados, en cambio, creció 0,5%, por segundo trimestre consecutivo saliendo así de la recesión “técnica”. Mientras que el consumo privado cayó 2,1% en el trimestre y 1,4% en el año, el consumo público retrocedió 2% y creció 0,3%, respectivamente. La inversión retrocedió 7,7% en el trimestre (cayó en todos los trimestres del 2016) y cerró el año en -5,5%.

En el inicio del 2017, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) difundido por el INDEC registró en enero un crecimiento de 1,1%, el primero después de 9 meses. Respecto del mes de diciembre, en cambio, se contrajo 0,5%. Los datos más actuales de la consultora OJF, en cambio, muestran en febrero un retroceso de 2,3% interanual en el indicador de actividad agregada. En términos desestacionalizados, cayó 0,7% cortando con una racha positiva de 4 meses.

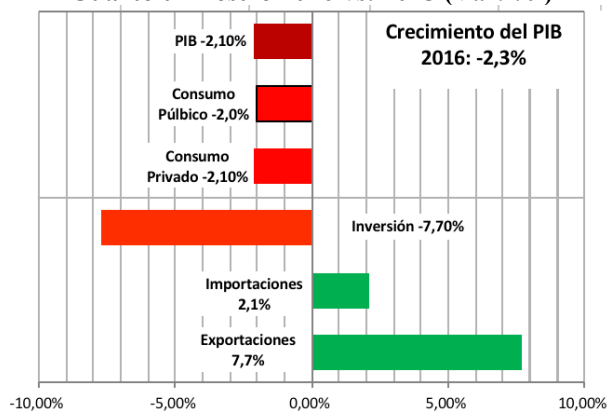
Por el lado de la actividad industrial, el Estimador Mensual Industrial (EMI) del INDEC se contrajo 6% y acumula en el año -3,5%. El sector más afectado fue la Industria textil que cayó un 22,5%. Los datos de las consultoras muestran una caída aún más profunda. De acuerdo con FIEL, el Índice de Producción Industrial (IPI) cayó 9,5% a/a luego de haber crecido en enero 3,5%. En términos desestacionalizados, se contrajo 1,2%. La consultora OJF también evidenció una fuerte caída en la producción industrial del 8,1% con una contracción mensual de 2,6%. Por el lado de las

PyMEs, CAME registró en febrero un retroceso de 5% en la producción industrial, mayor al 2,2% registrado en enero. En marzo, según ADEFA, la producción automotriz cayó 13,2% y acumula un retroceso de 7,4%. La producción siderúrgica, en cambio, creció 23,5% impulsada por la demanda de la construcción y el sector agropecuario, según datos de la CAA.

En cuanto a la construcción, si bien el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) calculado por el INDEC, registró en febrero una caída de 3,4%, el dato más reciente de marzo reportado por el Grupo Construya mostró un crecimiento de 11,2% luego de 13 meses de retroceso. En términos mensuales, creció 3,3% (por segundo mes consecutivo).

Por el lado del consumo, las ventas minoristas reportadas por CAME cayeron 4,4% en marzo y acumulan en los primeros tres meses una caída del 3,7%. Las ventas de automóviles a concesionarios crecieron 13,6% en marzo y acumulan una suba del 15,4% en el año, según ADEFA.

Gráfico 2: Oferta y demanda global.
Cuarto trimestre 2016 vs. 2015 (Var. %)



Fuente: Indec.

La salida de la recesión parece estar llevando más tiempo del esperado producto de la difícil situación del sector industrial aunque la construcción ya reaccionó y la industria siderúrgica también. La gran incógnita es el consumo y la inversión que aún no responden. El impulso de la construcción y del campo comenzará a evidenciarse en el segundo trimestre.

Carlos M. Belloni

7. Sector fiscal

- **En febrero, las cuentas fiscales volvieron a ser deficitarias. El déficit primario fue \$26.747 millones, 61% mayor al de febrero de 2016. El déficit financiero creció un 46%.**
- **La recaudación impositiva creció 54% en marzo empujada por el blanqueo.**
- **El blanqueo cerró en us\$ 116.800 millones y fue el más alto de la historia argentina.**

En el segundo mes del año el déficit fiscal se hizo presente nuevamente. El déficit primario creció 61% y el resultado financiero un 46% respecto al mismo mes de 2016. En marzo, la mejora de la recaudación impositiva en términos reales se explica por el aporte del blanqueo con un magro desempeño en los impuestos vinculados a la actividad económica los cuales crecieron por debajo de la inflación. El blanqueo terminó en us\$ 116.800 millones, el mayor de la historia argentina y del mundo.

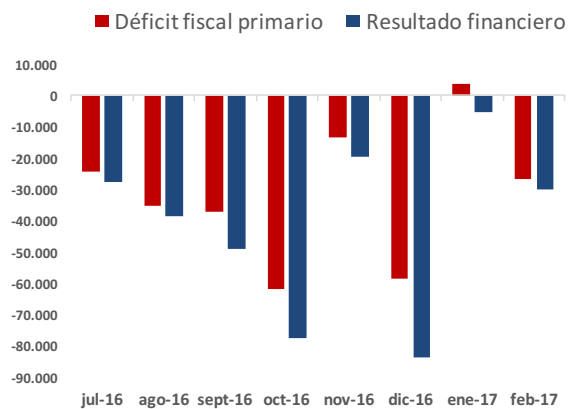
Luego de haber iniciado el año con un superávit, las cuentas públicas mostraron un importante deterioro en el segundo mes del año. El déficit primario alcanzó los \$ 26.747 millones, un 61% mayor a febrero de 2016. Mientras que el gasto primario creció 39,1% alcanzando los \$ 45.916 millones, los recursos crecieron 35,6% y acumularon \$ 35.812 millones. En cuanto al resultado financiero, (el cual considera el pago neto de intereses de deuda pública) el rojo fue de -\$29.998 millones, un 46% mayor a febrero de 2016. Desde el gobierno destacaron que el aumento del gasto se debió principalmente al incremento de 47,1% en las Prestaciones Sociales dentro de los cuales se destacan los mayores pagos en concepto de Jubilaciones y pensiones, y el aumento del 65,5% en las Asignaciones familiares. Los gastos de capital también crecieron en torno al 64%. Pese al incremento del déficit, el resultado primario alcanzó en los dos primeros meses del año un déficit de \$ 23.160 millones, siendo consistente con la meta de \$ 58.500 millones para el primer trimestre.

La recaudación tributaria registró en marzo un aumento del 54% impulsada por el blanqueo de capitales. Los ingresos tributarios acumularon \$ 212.294 millones de los cuales \$ 28.000 millones corresponden al sinceramiento fiscal. Si se descuentan esos ingresos extraordinarios, el aumento en la recaudación sería del 32%, en línea con la inflación. Las Contribuciones y aportes al Sistema de Seguridad Social y Ganancias, crecieron 39,6% y 38,4% respectivamente. El IVA impositivo, en cambio, creció 22,7% (en febrero había crecido 41,5%), volviendo a ubicarse por debajo de la inflación. Los ingresos provenientes del comercio exterior crecieron sólo 2%. La menor recaudación de este último se explica por la caída en los ingresos provenientes de los

derechos a la exportación (-7,1%) y el bajo crecimiento de los derechos a la importación (14,5%). En el primer trimestre, la recaudación fue \$ 595.928 millones, un 37% mayor al primer trimestre de 2016.

Con respecto al blanqueo de capitales, la cifra final alcanzó los us\$116.800 millones, muy por encima de los pronósticos del propio gobierno. El dato del blanqueo fue el mayor de la historia ya que en 2009 y 2013-2015 sólo lograron captar poco más que us\$ 7.000 millones. Respecto de la composición de los activos declarados, el 80% se encuentran en el exterior, mientras que el 20% restante están en el país. De los activos locales, el 45% fueron inmuebles, el 33% cuentas bancarias, y el resto se reparte entre automotores, aeronaves, embarcaciones, obras de arte, metales preciosos y joyas. La recaudación obtenida por el gobierno fue de \$148.600 millones, equivalente al 1,2% del PIB lo que lo convierte en el blanqueo más grande de la historia a nivel mundial.

Gráfico 3: Déficit fiscal primario y financiero (en millones de \$)



Fuente: MECON.

Pese al crecimiento del déficit, el gobierno seguirá impulsando el gasto público en busca de sacar definitivamente a la economía de la recesión. No obstante, para poder cumplir con las metas fiscales será importante controlar los gastos primarios puesto que la economía todavía no despega y los ingresos extraordinarios del blanqueo ya no están presentes.

Carlos M. Belloni

8. Sector externo

- **En febrero, las exportaciones cayeron 6,2% y se profundiza el déficit comercial. El intercambio comercial con Brasil sigue creciendo pero se agrava el déficit.**
- **El Tipo de Cambio Real con el dólar regresa a niveles de la convertibilidad. En marzo se apreció 3,6% y se ubica 33,6% por debajo del promedio histórico pos-convertibilidad.**

En el plano internacional, más allá de los conflictos bélicos presentes y su posible impacto en la economía mundial, se destaca la decisión de la FED de aumentar la tasa en 0.25% llevándola a un rango de 0.75 y 1 por ciento. Los mercados reaccionaron positivamente frente a esta noticia, con aumentos en las cotizaciones de las acciones, del oro y otras materias primas. La economía norteamericana creció sólo 1,6% en 2016 (el peor desempeño en 5 años) aunque hubo un repunte en el último trimestre. En Europa, el Reino Unido inició formalmente el proceso del Brexit y empieza a negociar un tratado de libre comercio con la UE. En cuanto a la economía argentina, el saldo comercial de febrero presentó un déficit de us\$ 122 millones debido a la contracción de las exportaciones (-6,2%) impulsadas por los Productos primarios. Pese a la mejora en el intercambio comercial con Brasil (creció 18,3% en marzo), se profundiza el déficit con dicho país. La apreciación del TCR continúa y el indicador ya se ubica en niveles de la convertibilidad.

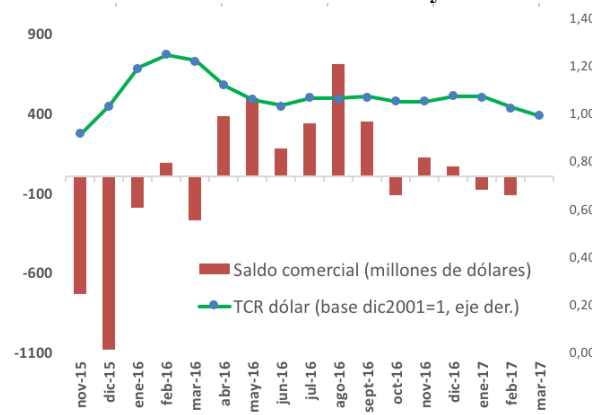
Luego de un buen primer mes, el intercambio comercial argentino presentó en febrero un deterioro al contraerse tanto las exportaciones como las importaciones. Mientras que las exportaciones cayeron 6,2%, las importaciones lo hicieron 0,6% generando así un nuevo déficit comercial de us\$ 122 millones (en febrero de 2016 hubo un superávit de us\$ 110 millones). Mientras que las exportaciones alcanzaron los us\$ 3.888 millones, las importaciones fueron de us\$ 4.010 millones. La contracción de las exportaciones se explicó por la fuerte caída en las cantidades (-11,7%) lo cual más que superó el aumento de precios (6,3%). La contracción fue impulsada por la caída en los rubros Productos primarios (-14,5%), las MOA (-8,6%) y las MOI (-0,5%). Las exportaciones de Combustibles y energía, en cambio, aumentaron 43,7%. Por el lado de las importaciones, la caída marginal se explica por la contracción de las cantidades (-7,5%) compensada parcialmente por el aumento de los precios (7,4%). Los rubros que más crecieron fueron Vehículos automotores de pasajeros (51,9%), Combustibles y lubricantes (49,8%) y Bienes de consumo (9,9%), en tanto que se observó un retroceso en las importaciones de Piezas y accesorios para bienes de capital (-20,2%), Bienes intermedios (-8,6%), y Bienes de capital (-

6,1%). Los bienes de consumo continúan creciendo en términos de cantidades (10,9%) evidencia de la gradual salida de la recesión junto con la apreciación real del tipo de cambio y la eliminación gradual de impuestos a los bienes importados.

El intercambio comercial con Brasil (principal socio) sigue mejorando aunque el déficit se profundiza. Según ABECEB, en marzo el comercio bilateral se incrementó 18,3% pero el déficit comercial argentino llegó a los US\$ 703 millones (el mayor valor para un mes de marzo desde 2006). La dinámica deficitaria se explica por el comportamiento del sector automotriz.

La competitividad de la economía argentina profundiza su deterioro. El Tipo de Cambio Real (TCR) bilateral se apreció 3,6% y actualmente se ubica 0,984, por debajo del valor de diciembre de 2001. En relación al promedio dic2001-mar2017, la apreciación alcanza el 33,6%. Si tomamos como referencia tal promedio, el dólar de “equilibrio” es de \$ 23,38.

Gráfico 4: Saldo comercial y TCR



Fuente: Indec, BCRA y IAE

Para los próximos meses, se espera que el sector agropecuario impulse las exportaciones las cuales dependen en mayor medida de la recuperación de la demanda brasileña. La apreciación cambiaria continuará durante los próximos meses empujando el déficit comercial vía crecimiento de las importaciones, en particular de bienes de consumo.

Carlos M. Belloni

9. Sector monetario y financiero

- **El BCRA endurece la política monetaria para contener la inflación. La tasa de interés de referencia subió de 24,75% a 26,75% y la base monetaria se contrajo 4,4% en marzo.**
- **Los préstamos en dólares al sector privado crecieron 4,3% en marzo y ya superan los us\$ 10.000 millones, el mayor monto en todo el período posterior a la convertibilidad.**

Ante la aceleración de los precios domésticos y de las expectativas inflacionarias, el BCRA reaccionó endureciendo la política monetaria. La base monetaria se contrajo 7% en términos reales y la tasa de interés de referencia se incrementó 1,5%. La política cambiaria continúa con su rol de ancla nominal. En marzo, el tipo de cambio mayorista se apreció 0,5%. Las reservas internacionales superaron los us\$ 52.000. El Merval alcanzó en los primeros días de abril un nuevo record histórico al superar los 20.800 pb.

Frente al repunte de los precios evidenciado durante los meses de febrero y marzo, el Banco Central reaccionó endureciendo la política monetaria. En marzo, la base monetaria se redujo 4,4% mensual lo cual representa una contracción real del 7%. En términos interanuales, la tasa de crecimiento se desaceleró y bajó del 46,8% de febrero a 34,7%, similar al movimiento de precios. La absorción monetaria se realizó principalmente mediante Títulos del BCRA (-\$75.981 millones) y operaciones con pases (-\$24.516 millones) compensadas parcialmente por el efecto expansivo generado por las operaciones con el sector público por Adelantos transitorios (\$27.500 millones) y compra neta de divisas (\$9.347 millones).

En cuanto al otro instrumento de política, el Central retoma la suba de tasas de interés pese al aún mal momento de la actividad económica. La tasa de interés de referencia de pases se incrementó un punto y medio porcentual pasando de 24,75% al 26,25% anual para darle mayor atractivo a pases. Respecto de la tasa para la deuda a corto plazo (LEBAC a 35 días), si bien permanece en 22,25% desde mediados de marzo, se espera que mañana aumente hasta cerca del 24%.

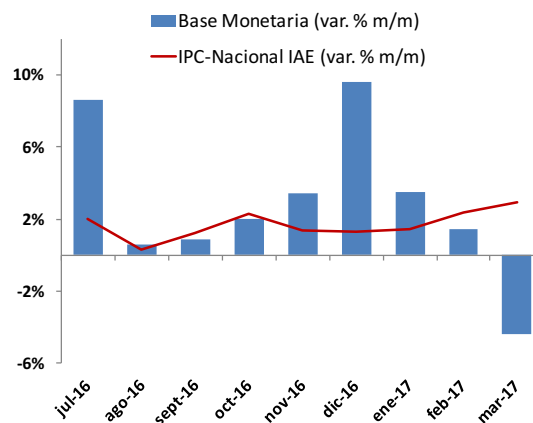
La política cambiaria continúa con su rol de ancla nominal en un contexto de marcada aceleración inflacionaria producto del impacto de los ajustes tarifarios y de la educación. En marzo, el tipo de cambio nominal mayorista promedió \$15,524, lo que significó una caída de 0,5% respecto de febrero.

Luego de un mes de marzo estable, las reservas internacionales crecieron us\$ 1.566 en las dos primeras semanas de abril y ya superan los us\$52.000 millones. El incremento mensual de las reservas estuvo asociado principalmente a la colocación de

deuda del sector público (nacional y provincial).

En cuanto a los agregados monetarios, el M2 creció 1,8% en marzo luego de haberse contraído casi 3% en febrero. Los depósitos en pesos del sector privado crecieron un 1% impulsados por los depósitos a plazo fijo no ajustables por CER/UVAs (2,5%). Los depósitos en dólares, crecieron 2% y se mantienen en alza por encima de los us\$ 23.000 millones. Los préstamos en pesos crecieron 1,4% mientras que los préstamos en dólares aumentaron 4,3% y ya superan los us\$10.000 millones.

Gráfico 5: Base Monetaria e inflación



Fuente: BCRA y IAE.

El buen desempeño del Merval parece persistir dejando a un lado la situación de la economía real. En marzo, el índice creció 6% y durante los primeros días de abril superó los 20.800 estableciendo un nuevo record histórico. Detrás del buen desempeño yacen los datos positivos del blanqueo de capitales y la mejora en la calificación de riesgo crediticio de riesgo crediticio efectuada por Standard & Poors quien elevó a “B” la deuda soberana de Argentina.

Para los próximos meses se espera que el Banco Central mantenga un claro sesgo antiinflacionario en su política para asegurar así que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo. La prioridad en materia de política monetaria es sin dudas la inflación, al menos en el corto plazo.

Carlos M. Belloni

10. Anexo Estadístico

| DATOS ANUALES | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Actividad | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 (p) |
| Estimaciones – IAE | | | | |
| PIB (en millones de dólares, promedio del período) | - | - | - | 567.900 |
| PIB Corriente (en millones de pesos) | - | - | - | 9.768.464 |
| Crecimiento del PIB real (%) *2 | - | - | - | 3,2% |
| PIB per cápita (en dólares, promedio del período) | - | - | - | 13.025 |
| Crecimiento del Consumo Privado real (%) | - | - | - | 2,5% |
| Crecimiento de la IBIF real (%) | - | - | - | 6,5% |
| Crecimiento del Consumo Público real (%) | - | - | - | 0,0% |
| Crecimiento de la Industria (%) | - | - | - | 3,0% |
| Crecimiento del Comercio (%) | - | - | - | 3,0% |
| Datos publicados por el INDEC | | | | |
| PIB (en millones de dólares, promedio del período) | 410.041 | 452.159 | - | - |
| PIB Corriente (en millones de pesos) | 4.579.086 | 5.854.014 | 8.055.988 | - |
| Crecimiento del PIB real (%) | -2,5% | 2,6% | -2,3% | - |
| PIB per cápita (en dólares, promedio del período) | 9.610 | 10.483 | - | - |
| Crecimiento del Consumo Privado real (%) | -4,4% | 3,5% | -1,4% | - |
| Crecimiento de la IBIF real (%) | -6,8% | 3,8% | -5,5% | - |
| Crecimiento del Consumo Público real (%) | 2,9% | 6,8% | 0,3% | - |
| Crecimiento de la Industria (%) | -5,1% | 0,8% | -5,7% | - |
| Crecimiento del Comercio (%) | -6,8% | 3,0% | -2,6% | - |
| Desempleo (fin de período) | 6,9% | - | 7,6% | 7,8% |
| Precios | | | | |
| Tasa de inflación, IPC INDEC (acumulado al final del período) | 23,9% | - | - | - |
| IPC en base a inflación nacional (acumulado al final del período)****,*2 | 38,4% | 28,7% | 36,1% | 20,0% |
| Tasa de inflación, IPIM INDEC (acumulado al final del período) | 28,3% | - | 33,0% | - |
| Índice de salarios (acumulado al final del período)*1 | 31,5% | 31% | 32,5% | 22% |
| Sector Fiscal | | | | |
| Recaudación tributaria (en millones de pesos) | 1.169.683 | 1.537.948 | 2.167.834 | 2.733.152 |
| Resultado Primario del Gob.Nac., base caja (en millones de pesos)* | -38.561 | -104.797 | -348.659 | -410.276 |
| Stock de deuda pública (en millones de dólares, fin de período)** | 239.325 | 240.665 | - | - |
| Sector Externo | | | | |
| Balance comercial de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | 3.178 | -2.969 | 2.100 | 2.000 |
| Exportaciones de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | 68.407 | 56.788 | 57.700 | 63.000 |
| Importaciones de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | 65.230 | 59.757 | 55.600 | 61.000 |
| Cuenta corriente (en millones de dólares) | -8.031 | -15.944 | -13.000 | -9.000 |
| Sector Monetario y Financiero | | | | |
| Tipo de cambio de referencia (pesos por dólar, fin de período) | 8,55 | 13,01 | 15,95 | 18,0 |
| Depósitos Totales*** (valuados en millones de pesos, fin de período) | 966.804 | 1.335.382 | 1.890.004 | 2.480.680 |
| Depósitos en Pesos Totales (valuados en millones de pesos, fin de período) | 647.855 | 911.070 | 1.154.087 | 1.695.906 |
| Base Monetaria (en millones de pesos, fin del período) | 462.564 | 623.890 | 798.579 | 966.281 |
| Reservas internacionales del BCRA (en millones de dólares, fin del período) | 31.443 | 25.563 | 38.800 | 42.000 |

**** Se estima en base al IPC-INDEC, IPC-Congreso, IPC-BA e indicadores provinciales. La cifra hace referencia a la evolución del IPC nacional.

Notas: (p) proyectado y (e) estimaciones

* Datos según lo reportado por la Secretaría de Hacienda. Incluye utilidades del BCRA, del FGS, DEGs, etc.

** Incluye la deuda pública no ingresada al canje.

***Titulares residentes en el país (sector público, sector privado y entidades financieras) y en el exterior, incluye depósitos en pesos y en dólares

*1 Se considera sólo el salario privado registrado / *2 Las proyecciones a 2016 y 2017 corresponden al escenario promedio y más probable

| DATOS TRIMESTRALES | III 15 | IV 15 | I 16 | II 16 | III 16 | IV 16 |
|---|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Cuentas Nacionales – INDEC | | | | | |
| PIB (en millones de dólares, final del período) | 448,011 | 456,099 | 477,995 | 580,151 | 551.872 | - |
| PIB Corriente en pesos | 6,086,615 | 6,469,930 | 6,898,032 | 8,248,262 | 8.247.713 | 8.829.946 |
| Crecimiento del PIB real (% interanual) | 3.8% | 2.6% | 0.6% | -3.7% | -3.7% | -2,1% |
| PIB per cápita (en dólares, promedio del período) | 10,387 | 10,575 | 11.024 | 13.344 | 12.660 | - |
| Crecimiento del Consumo Privado real (%) | 5.4% | 2.7% | 2,2% | -2.6% | -2,9% | -2,1 |
| Crecimiento de la IBIF real (%) | 6.3% | 6.9% | -1.7% | -4.1% | -8.2% | -7,7% |
| Crecimiento del Consumo Público real (%) | 7.8% | 6.0% | 3.9% | -1.3% | 0.9% | -2,0% |
| Crecimiento de la Industria (%) | 2.3% | 1.5% | -0.8% | -8.2% | -8.3% | -5,0% |
| Crecimiento del Comercio (%) | 6.1% | 2.9% | 0.3% | -2.7% | -5.2% | -2,5% |
| Desempleo (fin de período, %) | 5.9% | - | - | 9.3% | 8.5% | 7,6% |
| Precios | | | | | | |
| Tasa de inflación, IPC INDEC (acumulado 12 meses, final del período) | 14.4% | - | - | - | - | - |
| IPC en base a inflación nacional (acumulado 12 meses, final del período)* | 25.0% | 28.7% | 35.0% | 44.5% | 41.0% | 36,1% |
| Tasa de inflación, IPIM (acumulado 12 meses, final del período) | 13.0% | - | - | - | - | 34,6% |
| Sector Fiscal | | | | | | |
| Recaudación tributaria (en millones de pesos) | 407.956 | 408.940 | 435.220 | 495.752 | 514.171 | 625.011 |
| Resultado Primario del Gob.Nac., base caja (en millones de pesos) | -12,722 | -45,481 | -45.914 | -66.876 | -96.799 | -133.937 |
| Stock de deuda pública (en millones de dólares, fin de período)** | 257,832 | 240,665 | 235,546 | 244,772 | 251,161 | - |
| Sector Externo | | | | | | |
| Balance comercial de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | -760 | -1.726 | -342 | 1,030 | 1,378 | 58 |
| Exportaciones de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | 15,866 | 12,459 | 12,442 | 15,399 | 15,757 | 14.134 |
| Importaciones de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | 16,625 | 14,185 | 12,784 | 14,369 | 14,379 | 14.076 |
| Cuenta corriente (en millones de dólares) | -4.231 | -4.934 | -4.681 | -3.069 | -2.875 | -4.400 |
| Índice de términos de intercambio (2004=100) | 125.4 | 128.5 | 128.5 | 132.7 | 139.9 | 135,2 |
| Sector Monetario y Financiero | | | | | | |
| Tipo de cambio de referencia (pesos por dólar, fin de período) | 9.42 | 13.01 | 14.58 | 14.92 | 15.26 | 15,85 |
| Depósitos Totales*** (valuados en millones de pesos, fin de período) | 1,147,438 | 1,333,279 | 1,379,059 | 1,482,967 | 1,522,965 | 1.892.340 |
| Base monetaria (fin de período) | 530,134 | 623,890 | 573,019 | 631,231 | 682,655 | 821.664 |
| Reservas internacionales del BCRA (millones de dólares, fin del período) | 33,257 | 25,563 | 29,572 | 30,507 | 29,902 | 38.772 |
| Tipo de cambio real bilateral dólar (2001=1; promedio del período) | 0.92 | 0.95 | 1.21 | 1.07 | 1.06 | 1,05 |
| Tipo de cambio real multilateral (2001=1; promedio del período) | 1.13 | 1.12 | 1.43 | 1.32 | 1.33 | 1,29 |

Notas: (p) proyectado y (e) estimaciones

* Se estima en base al IPC-INDEC, IPC-Congreso, IPC-BA e indicadores provinciales.

** Incluye la deuda pública acordada con los holdouts. No incluye valores negociables vinculados al PIB.

*** Corresponde a titulares residentes en el país (sector público, sector privado y entidades financieras) y en el exterior.

| DATOS MENSUALES | | | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Dic-15 | Ene-16 | Feb-16 | Dic-16 | Ene-17 | Feb-17 |
| Sector Externo | | | | | | |
| Balanza comercial de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | -1.091 | -198 | 84 | 61 | -88 | -122 |
| Exportaciones de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | 3.425,2 | 3.875,0 | 8.018,0 | 4.587,0 | 4.252,0 | 3.888,0 |
| Importaciones de bienes, f.o.b. (en millones de dólares) | 4.515,7 | 4.052,0 | 4.034,0 | 4.526,0 | 4.340,0 | 8.350,0 |
| Actividad económica | | | | | | |
| EMI (variación porcentual interanual, con estacionalidad) | - | 1,2% | -0,1% | -2,3% | -1,1% | -6,0% |
| ISAC (variación porcentual interanual, con estacionalidad) | - | -2,5 | -6,2% | -7,8 | -2,4% | -3,4% |
| Precios | | | | | | |
| IPC INDEC (variación porcentual mensual) | - | - | - | 1,2% | 1,3% | 2,5% |
| IPC en base a inflación nacional (variación porcentual mensual)* | 4,9% | 3,9% | 3,5% | 1,3% | 1,4% | 2,4% |
| IPIM (variación porcentual mensual) | - | 9% | 5% | 0,80% | 1,50% | 1,70% |
| ICC (variación porcentual mensual) | 2,8% | 2,7% | 2,0% | 0,8% | 2,4% | 1,8% |
| IS (variación porcentual mensual, fin de período)** | 1,6% | 1,5% | 1,3% | 1,1% | - | - |
| Sector Fiscal | | | | | | |
| Recaudación total | 145.034 | 162.654 | 134.803 | 275.542 | 211.413 | 172.222 |
| Resultado primario SPN -base caja- *** | -34.349 | 741 | -16.642 | -58.769 | 3.587,2 | -26.746,8 |
| Sector Monetario y Financiero | | | | | | |
| Reservas internacionales del BCRA (en dólares, fin de período) | 25.563 | 30.074 | 28.399 | 38.772 | 46.887 | 50.608 |
| Depósitos **** (fin de período) | | | | | | |
| Nivel (en millones de pesos) | 1.333.279 | 1.371.728 | 1.382.309 | 1.890.330 | 1.990.332 | 2.019.688 |
| Variación interanual | 37,9% | 40,4% | 39,9% | 41,8% | 45,1% | 43,3% |
| M2 (en millones de pesos, fin de período) | 1.051.225 | 1.015.643 | 986.052 | 1.371.593 | 1.298.692 | 1.259.404 |
| Base monetaria (fin de período) | 623.890 | 588.333 | 559.138 | 821.664 | 827.886 | 814.742 |

Notas: (p) provisorio y (e) estimaciones

* Se estima en base a IPC Congreso, IPC-BA, IPC-GBA, IPC San Luis, IPC Córdoba e IPC Santa Fe.

** Índice de Salarios IAE. Se estima en base a la evolución del salario del sector privado registrado y del sector público.

*** Desde enero de 2016, el resultado primario no incorpora los ingresos por Rentas de la Propiedad del FGS y del BCRA.

**** Corresponde a titulares residentes en el país (sector público, sector privado y entidades financieras) y en el exterior

El "Informe Económico Mensual" es una publicación preparada por los miembros del Departamento de Economía del IAE. El objetivo es presentar tanto los datos y series económicas más relevantes de la economía de Argentina, como un análisis de los problemas económicos que enfrenta el país. La información y opiniones vertidas en este documento no reflejan la opinión del IAE. El material es para uso privado de los suscriptores y no constituye recomendaciones de inversión ni solicitud de ninguna acción basada en él. El "Informe" está realizado con información oficial de libre disponibilidad y actualizada a la fecha de emisión, información que puede ser modificada y/o corregida en fechas posteriores.