

Informe Quincenal N° 158

Índice

- ✦ **Inflación**
 - Se acelera la inflación total, pero desacelera la núcleo

- ✦ **Finanzas públicas**
 - Sin señales de moderación
 - ¿Tú también, Brutus?
 - Por debajo de la nominalidad, pero en línea con lo esperado

- ✦ **Financiero y Monetario**
 - Leve pero esperada baja de tasas
 - Fuerte desaceleración de depósitos y préstamos

- ✦ **Externo**
 - Repunte en las exportaciones agrícolas achica el déficit comercial

- ✦ *Anexos: Monitor de variables y Monitor internacional*

Jueves 5 de mayo de 2016

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

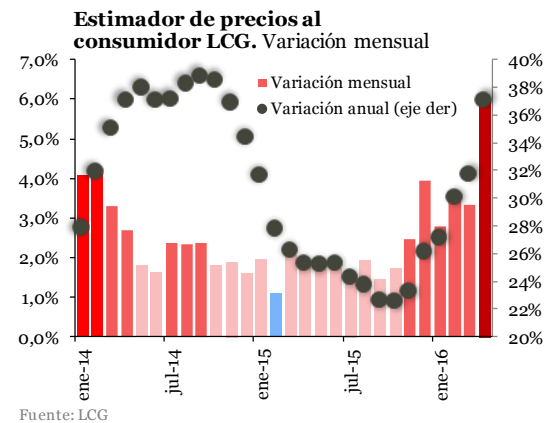
Se acelera la inflación total, pero desacelera la núcleo

En abril los precios minoristas promediaron un aumento del 6% mensual, lo que implica una aceleración de más de 3 pp respecto del 1T-16. Desde comienzos de año acumulan una suba del 17%, que se eleva a 37% en la comparación anual.

La aceleración de abril obedece en buena medida al proceso de recomposición de precios relativos que ha impulsado el Gobierno, cuyos efectos seguirán sintiéndose también en los próximos meses, aunque ya de forma más moderada. Puntualmente en abril recayó la suba del costo del transporte (trenes y colectivos) y el aumento de las tarifas de gas y agua anunciadas a principios de mes. Queda pendiente para mayo el impacto de la reciente suba del precio de los combustibles (+10%) y para junio la suba del 66% en el boleto de subte¹ y el incremento acordado en las cuotas de las prepagas (+15%).

Así las cosas, **en el último mes dos tercios de la suba de precios (4 pp) fue explicada por el aumento de los bienes y servicios regulados².** El ajuste de 300% promedio en las facturas de gas y de 375% en las de agua aportaron 2,4 pp; el aumento de 100% en el costo del transporte (tanto colectivos como trenes) sumó otro 1,5 pp; y la corrección en los precios de los combustibles (6%)³ 0,1 pp adicional.

Distintamente, **el IPC-Núcleo registró una suba del 2,2% mensual, que implica una desaceleración de 0,6 pp respecto del aumento promedio registrado en el 1T-16 (2,8% mensual). En términos interanuales el aumento se eleva a 31,2%.**



¹ Si bien comenzará a ser efectivo en los últimos días de mayo, el impacto completo se sentirá en junio.

² Registraron una suba promedio del 43% mensual.

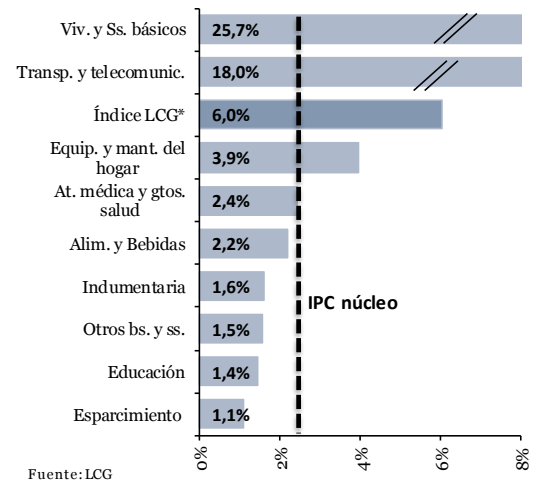
³ Se trata del tercer aumento en el año, acumulando una suba del 19%. Recientemente se autorizó una nueva suba del 10%.

Analizando rubro por rubro, obviamente Vivienda y Transporte, sobre los cuales se cuentan los servicios ajustados, registraron los mayores aumentos del mes: 26% y 18% contra marzo, respectivamente. Del resto de los rubros, Equipo y Mantenimiento del Hogar (+3,9%) y Salud (+2,4%) fueron los únicos dos que registraron aumentos por encima de la inflación núcleo (+2,2%). En el primer caso incidió la suba de electrodomésticos de línea blanca y estufas (+3% promedio) y también de artículos de limpieza (+5%). En el segundo, el aumento respondió al incremento de casi 6% en los precios de los medicamentos.

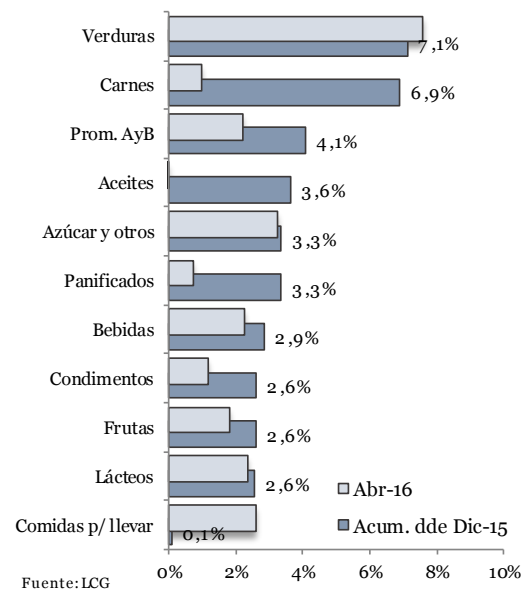
La suba del rubro Alimentos y bebidas se mantuvo en línea con el promedio. Registró un aumento del 2,2% contra marzo, explicando sólo 1 pp de inflación mensual (17% del total). En relación a la dinámica del 1T-16, los precios acumularon una desaceleración de 0,6 pp. Prácticamente todos los subrubros reflejaron la merma de los aumentos. Las únicas excepciones fueron Verduras (+7,6%) y Comidas para llevar (+2,6%). Juntos con los aumentos en Lácteos (+2,3%), Bebidas (+2,2%) y Carnes (+1,0%)⁴ explicaron el 80% del incremento de los alimentos. Respecto de un año atrás, **el rubro Alimentos y bebidas promedia una suba del 33,5% ia.**

Los demás rubros registraron aumentos por debajo del 2% mensual. En Indumentaria (+1,6%) se mantuvieron los aumentos por el inicio de la temporada de invierno y en Otros bienes y servicios (+1,5%) la suba fue impulsada por aumentos en productos de perfumería y artículos de tocador y belleza. En Educación los precios se incrementaron 1,4% explicados por el aumento de la educación no formal (+9%), y la suba de libros (+5%) y artículos de librería (+1%). El rubro Esparcimiento, afectado por una estacionalidad negativa, registró un incremento del 1,1%. Conjuntamente estos cuatro sectores aportaron 0,3 pp de inflación (5% del total).

Rubros del Estimador de precios al consumidor. Abr-16. Var. mensual

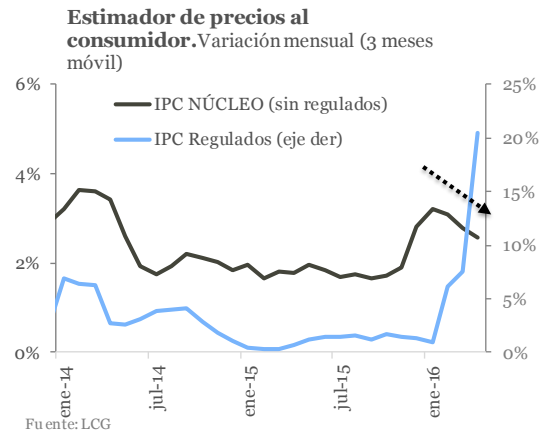


Alimentos y bebidas
Datos a Abr-16



⁴ La carne vacuna registró una baja de 0,3% mensual. Aun así acumula un aumento del 40% ia.

Como mencionamos previamente, aunque con menor intensidad, en los próximos meses se mantendrá la recomposición de precios relativos. En mayo deberá computarse la reciente suba del 10% en los combustibles (+0,2 pp) y además sumarse el impacto del incremento del 50% en el precio de los cigarrillos (0,8 pp). En junio recaerá el aumento del boleto del subte y las prepagas, que conjuntamente aportarán 0,5 pp de inflación. **Si la inflación núcleo mantiene el ritmo de abril (2,2%⁵), la inflación de mayo se ubicará en torno a 3,0% y la de junio en 2,5%. Esto implicaría cerrar la primera mitad del año con una suba acumulada del 23% (consistente inflación interanual superior al 40%). De este total, casi 7 pp habrían sido explicados por la corrección de los precios atrasados.**



Precios regulados

Proceso de recomposición de precios relativos

	Aumento acumulado (1S-16) en %	Incidencia mensual (en pp)						Incidencia acumulada (1S-16) en pp
		ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	
Electricidad	442%		1,3%					1,3%
Gas	300%				1,2%			1,2%
Agua	375%				1,2%			1,2%
Combustibles (1)	32%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%		0,5%
Colectivos	100%				1,4%			1,4%
Trenes	100%				0,1%			0,1%
Subte	66%						0,1%	0,1%
Taxis	20%			0,1%				0,1%
Prepagas (2)	26%		0,1%	0,1%			0,4%	0,7%
TOTAL REGULADOS	87%	0,1%	1,4%	0,4%	4,0%	0,2%	0,5%	6,7%
IPC CORE	17%	2,6%	2,0%	3,0%	2,0%	2,8%	2,0%	15,4%
IPC TOTAL	23%	2,8%	3,4%	3,3%	6,0%	3,0%	2,5%	23,1%

Fuente: LCG en base a estimaciones propias

* Ponderador original ajustado por la variación de precios relativos desde el período base hasta diciembre 2015

(1) 7% en enero, 6% en marzo y abril y 10% en mayo

(2) 9% en febrero y 15% a partir de junio

Incluye aumento del 50% en cigarrillos

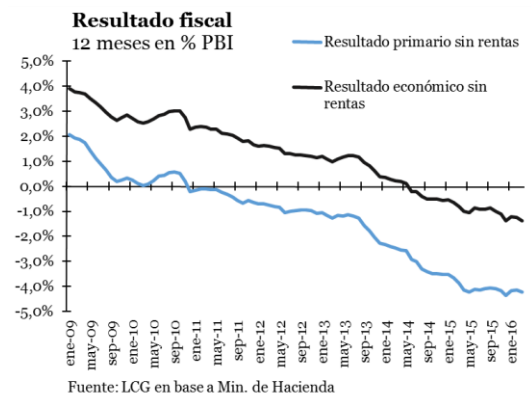
⁵ Implica un aporte de 2 pp.

Vale decir que el mercado freno que está sufriendo la actividad económica, las tasas de interés altas y el tipo de cambio estable podrían seguir presionando a la baja la inflación núcleo, por lo que, de no mediar nuevos anuncios de aumentos puntuales, dichos valores tienden a lucir como un techo para la dinámica del segundo semestre del año. Estimamos que los precios cerrarán el 2016 con una suba acumulada del 36,5% anual, 10 pp superior al cierre de 2015⁶. Sin nuevos aumentos de los precios regulados durante la segunda mitad del año, esto equivale a que el IPC Núcleo cerraría con un incremento del 30% ia. Aun así, la meta oficial de 25% de inflación a fin de año sigue luciendo muy difícil de alcanzar.

Sin señales de moderación

En los primeros dos meses del año el gasto público había mostrado un crecimiento moderado en relación a los meses previos. Pero esto era circunstancial debido al parate por el recambio de autoridades. En el primer bimestre, el gasto primario había crecido sólo 23% ia destacándose el componente discrecional con un incremento de apenas 4% ia. En cambio, en marzo el gasto primario creció 39% ia y la parte discrecional 25% ia.

Con ingresos creciendo al mismo ritmo que los gastos, el resultado primario neto de rentas⁷ de marzo fue negativo por \$ 31,7 MM (+39% ia). Por su parte, el resultado económico neto de rentas⁸, que mide la diferencia entre los ingre-



⁶ La inflación promedio rondaría 37,4% ia.

⁷ Resultado primario neto de rentas o resultado operativo surge de los ingresos totales menos gastos sin considerar el ingreso de rentas del FGS de la Anses, el giro de utilidades del BCRA ni el pago de los intereses de la deuda pública.

⁸ Resultado económico primario neto de rentas: ingresos corrientes menos gastos corrientes sin considerar el ingreso de rentas del FGS de la Anses, el giro de utilidades del BCRA ni el pago de los intereses de la deuda pública.

tos y gastos corrientes primarios, fue deficitario por \$ 18,9 MM (+83% ia). **En términos del PBI⁹ el déficit primario se ubicó en 4,2% mostrando un deterioro de 0,1 pp y 0,3 pp en relación a feb-16 y mar-15, respectivamente. Del mismo modo, el resultado económico mostró un rojo de 1,4% del PBI teniendo un empeoramiento equivalente a 0,2 pp en relación al mes anterior y de 0,5 pp en términos anuales.**

En marzo los gastos automáticos crecieron 46% ia. Impactó en el mes la movilidad jubilatoria que fue de 15,3%. Hay que tener en cuenta que desde septiembre del año pasado los principales programas sociales (pensiones no contributivas, asignaciones familiares y asignación universal por hijo) se actualizan semestralmente en función del coeficiente de la movilidad jubilatoria. En mar-16 los gastos en seguridad social crecieron 51% ia y explicaron más de la mitad del incremento de los gastos primarios. **En el último año, la participación del gasto en seguridad social sobre el total creció 5 pp y se ubica en 44%. Esto es un indicador de riesgo de las finanzas públicas.** También sobresalió el crecimiento de los gastos operativos al crecer 33% ia. Todavía no se ha hecho efectivo el traslado de la Policía Federal a la CABA¹⁰ que le quitaría algunos puntos al crecimiento de los gastos operativos.

El gasto discrecional comienza a ponerse al día. En mar-16 creció 25% ia que representa la tasa de crecimiento nominal más alta de los últimos 8 meses. Este mayor ritmo del gasto no se explica por un incremento en la Obra Pública ya que tanto la inversión realizada por la Nación como las transferencias de capital a las provincias tuvieron un crecimiento muy moderado (2% ia y 5% ia, respectivamente). La desaceleración en las trasfe-

Es igual al resultado primario neto de rentas sin considerar los ingresos y gastos de capital.

⁹ Considerando los últimos 12 meses.

¹⁰ El traslado de parte de la Policía Federal a la CABA implica menos gastos operativos en 2016 por \$ 13.000 M (3% del gasto operativo). Sin embargo, como aún no se ha realizado el traslado de los gastos pero sí de los recursos, la CABA le trasfiere de momento esos recursos a la Nación. Por eso el rubro "otros ingresos" presenta un crecimiento anual de 59% en el 1T-16.

rencias discrecionales a las provincias tiene varias causas: alta base de comparación, ya que en 2015 crecieron fuertemente (48% ia.), y la decisión de transferir menos fondos sobre todo a las provincias que salieron beneficiadas con el fallo de la Corte Suprema en relación a la precoparticipación del 15% que antes iba a la Anses (Córdoba, Santa Fe y San Luis). Estas 3 provincias se hicieron de \$ 4.000 M en el primer trimestre del año y equivalen a 6% de las transferencias discrecionales a provincias.

Los subsidios y el déficit de las empresas públicas fueron la causa del incremento del gasto discrecional. En mar-16 los pagos por subsidios crecieron 31% ia y el déficit de empresas públicas 140% ia. En relación a los subsidios en el 1T-16 se observa una caída del 21% ia del gasto devengado, sin embargo, lo efectivamente pagado (base caja) creció 16% debido al pago de deudas atrasadas. **En los próximos meses el gasto discrecional mostrará una mayor tasa de crecimiento debido a la cancelación de deudas con los contratistas del Estado** como se anunció recientemente en el caso de la Dirección Nacional de Vialidad.

Sector Público Nacional

En millones de \$

	mar-16		Acumulado en el año	
	\$ M	Variación anual	\$ M	Variación anual
INGRESOS SIN RENTAS	107.124	39%	327.399	31%
Tributarios	99.733	35%	311.906	30%
Otros	7.391	104%	15.493	59%
GASTO PRIMARIO	138.844	39%	377.043	28%
Automático	95.689	46%	263.870	38%
Salarios y operación	27.977	33%	84.097	24%
Jubilaciones + otros Anses	65.848	51%	175.545	44%
Coparticipación soja	1.865	210%	4.227	161%
Discrecional	43.155	25%	113.173	11%
Subsidios	22.508	31%	63.351	16%
Discrecional a pcias.	7.224	5%	16.338	-13%
Obra pública nacional	6.142	2%	14.778	-4%
Resto	7.280	58%	18.706	36%
RESULTADO PRIMARIO SIN RENTAS	-31.720	39%	-49.645	12%
Cuasifiscal BCRA	30.000	-	30.000	-
FGS ANSES	8.354	55%	15.232	30%
Resultado primario con rentas	6.635	-138%	-4.413	-86%
Intereses	18.467	76%	30.153	19%
RESULTADO FINANCIERO	-11.832	-58%	-34.566	-40%

Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda

¿Tú también, Brutus?

Los datos de marzo confirman que continúa el deterioro de las cuentas fiscales. Esto es algo esperado que venimos mencionando en los últimos informes. A pesar de los ajustes y aumentos de tarifas este año el déficit va a ser mayor que en 2015. Sin embargo, esta dinámica choca contra las expectativas y anuncios de mejora de los indicadores fiscales que está haciendo el Gobierno. Dos ejemplos sirven para graficar este conflicto de percepciones:

- La semana pasada el **Ministerio de Hacienda** comunicó el programa financiero de 2016 y **anun-**

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

ció que el déficit fiscal de 2015 fue de 5,4% del PBI y será 4,8% del PBI este año. Sin embargo, el déficit fiscal de 2015 fue de 4,4% del PBI¹¹, es decir, 1 pp menos que el anunciado por el Ministerio de Hacienda. La diferencia se debe a la contabilización del incremento de la deuda flotante por \$ 60 MM ó 1% del PBI. Si bien es cierto que son erogaciones no realizadas por la actual Administración, la realidad es que esos gastos al pagarse en 2016 se deben contabilizar este año. ¿Esto también implicaría que el déficit de este año no sería 4,8% sino de 5,6% del PBI?

- En el primer trimestre los ingresos crecieron a un ritmo superior del que tendrán en los próximos 9 meses debido a la baja de impuestos y la caída en la actividad e inflación. Contrariamente, los gastos crecieron menos en el primer trimestre de lo que lo harán en lo que resta del año. Este doble efecto implica que en los próximos meses las cuentas fiscales tendrán un deterioro mayor en relación al año anterior. Entonces, ¿por qué hacer tanto énfasis en la mejora del primer trimestre?

El deterioro fiscal es previo y la magnitud de estos problemas es mayor a la que esperaba el nuevo gobierno. Pero ello no quita que consideremos que **es un error de comunicación hacer énfasis en la mejora de los datos fiscales del primer trimestre del año ya que es algo transitorio. También incluir o excluir componentes de las cuentas fiscales que dificultan su lectura no es bueno.** De hecho, es doblemente perjudicial ya que venimos de años con problemas en las estadísticas públicas y este nuevo gobierno ha puesto a la transparencia como uno de los pilares de su gestión. **El mensaje debería estar menos focalizado en los resultados mensuales de corto plazo** (por ejemplo, anunciado el déficit fiscal del

Variación anual ingresos y gastos

	2016	
	ene-mar	abr-dic (*)
Ingresos	31%	23%
Gastos primarios	28%	30%

(*) Estimación propia congruente con un resultado primario de 4,8% del PBI

Fuente: LCG en base a Min. de Hacienda

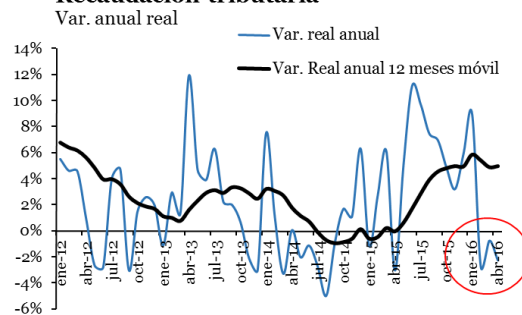
¹¹ El resultado primario fiscal neto de rentas base caja del Sector Público no Financiero fue de 4,4% del PBI.

primer trimestre como porcentaje del PBI) y **más en el cumplimiento de los objetivos de mediano plazo (reducción en 4 años del déficit)** y cómo hará el Tesoro para alcanzarlos. **Para 2016 mantenemos nuestra proyección estimamos un déficit primario sin rentas en torno al 5% del PBI** (con más chances de una futura corrección a la suba).

Por debajo de la nominalidad, pero en línea con lo esperado

La recaudación creció 34% anual en abril. Estuvo 6 pp por debajo del crecimiento de las variables nominales que impactan en la recaudación (inflación, salarios y tipo de cambio). Los impuestos relacionados con el comercio exterior crecieron en línea con la devaluación del tipo de cambio (+65% ia) al igual que las Contribuciones a la Seguridad Social y el incremento de salarios del sector formal (+35% ia). Sin embargo, la otra mitad de la recaudación que grava el consumo interno creció 11 pp por debajo del incremento del IPC. Por eso, deflactada por el IPC la recaudación **cayó en términos reales por tercer mes consecutivo. Hay que tener en cuenta que la recaudación aún no captó todo el incremento de las tarifas de servicios públicos que sí se incorporan en el índice de precios**¹². Esto último se observa en la evolución del IVA DGI que tuvo una caída real de 4 pp.

Recaudación tributaria



¹² En el IPC se incorpora el incremento de tarifas desde el momento en el cual entra en vigencia el nuevo cuadro tarifario. Sin embargo,

Recaudación y nominalidad

	Participación	Var. Anual	Recaudación	Dif pp
IPC / Impuestos DGI	50%	37%	22%	-10,6 pp
Salario formal formal / Contribuciones a la Seg. Social	25%	33%	35%	1,4 pp
Tipo de cambio / Impuestos DGA	25%	65%	65%	0,1 pp
Total	100%	43%	34%	-6,4 pp

+29% sin efecto cepo (compra de billetes
+ Turismo) 6 pp por debajo del IPC

Asimismo, también impactó en abr-16 la suba del Mínimo No Imponible del Impuesto a las Ganancias (IIGG). El componente DGI creció sólo 2,7% ya siendo la tasa de crecimiento nominal más baja desde sep-09 (en términos reales de abr-06). El levantamiento del cepo también le quitó 17 pp al crecimiento anual ya que en abril-15 se habían recaudado \$ 2,9 MM por anticipos de IIGG asociadas a la compra de billetes y turismo.

Recaudación tributaria

En millones de \$

	abr-16			Acum. 2016		
	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var ia.	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var ia.
IVA	47.858	42,5%	37%	181.027	37,1%	34%
IVA DGI	33.181	31,5%	21%	123.596	25,5%	17%
Devoluciones (-)	-306	2450,0%	-1%	-618	-59,3%	1%
IVA DGA	14.983	78,9%	17%	58.049	65,3%	16%
Reintegros (-)	-1.500	11,1%	0%	-4.371	123,8%	-2%
Ganancias	23.186	8,7%	5%	118.664	27,2%	18%
Ganancias DGI	20.572	2,7%	1%	109.367	24,1%	15%
Ganancias DGA	2.614	101,5%	3%	9.296	80,0%	3%
Créditos y débitos	10.429	36,0%	7%	38.682	36,7%	7%
Bienes personales	1.036	19,7%	0%	3.278	6,2%	0%
Combustibles	5.298	13,5%	2%	17.668	15,2%	2%
Der. Exportación	12.787	37,6%	9%	27.760	28,1%	4%
Der. Importación	4.608	105,7%	6%	17.145	69,1%	5%
Contrib. Seg. Social	41.605	34,9%	28%	165.248	31,5%	27%
Otros	5.503	56,2%	5%	20.928	44,6%	4%
TOTAL	150.809	33,9%	100%	586.029	32,6%	100%
DGI	74.213	22,4%	36%	308.531	26,3%	45%
DGA	34.992	65,0%	36%	112.251	55,7%	28%
SEGURIDAD SOCIAL	41.605	34,9%	28%	165.248	31,5%	27%
TOTAL	150.809	33,9%	100%	586.029	32,6%	100%

Fuente: LCG en base a AFIP

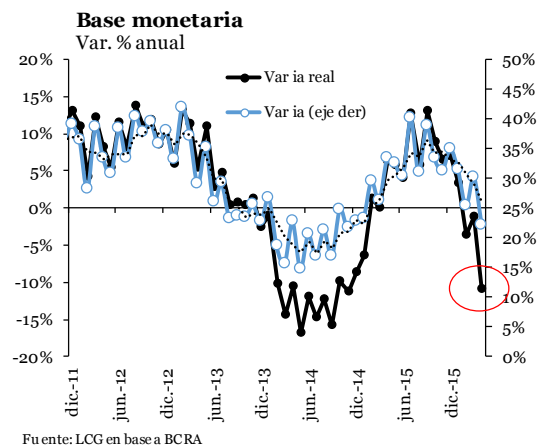
En el 1C-16 la recaudación creció 33% ia en línea con lo esperado. Por eso para 2016 mantenemos nuestra proyección anual de casi \$ 2.000 MM (+28% anual). Esto implica que en los próximos meses esperamos que la recaudación crezca a un ritmo promedio de 25% anual en línea con una desaceleración de la actividad, inflación y el impacto de la rebaja de impuestos.

Con respecto a esto último, las rebajas de impuestos implementadas por el Gobierno totalizan \$ 140 MM: \$ 50 MM por retenciones, \$ 50 MM por el MNI del IIGG, \$ 30 MM por el levantamiento del cepo y la no percepción del IIGG por compras de billetes y turismo y \$ 10 MM por la exención del IVA para la canasta de alimentos para los beneficiarios de la Seguridad Social. Sin considerar esas rebajas, la recaudación hubiese crecido en el año 39%.

Leve pero esperada baja de tasas

Abril cerró con la base monetaria (BM) creciendo a una tasa del 22% ia¹³, lo que implica una desaceleración de 8 pp respecto de marzo (y de 13 pp en lo que va del año). En términos reales, equivale a una caída del 11% ia (la más pronunciada en 17 meses). La activa absorción de dinero vía emisión de Letras siguió más que compensando el efecto expansivo que implicaron el financiamiento al Sector Público (\$ 10,5 MM) y las operaciones en el mercado cambiario (\$ 4,3 MM).

En lo que corre del año el Sector Público resultó casi tres veces más expansivo que en los mismos meses de 2015 (\$ 33 MM vs \$ 12 MM). Además, el impacto de la liquidación de los contratos futuros a bajo precio sumó una expansión de \$ 13 MM. Con un aporte marginalmente menor del sector privado, la contracción de la base monetaria obedece enteramente a un mayor esfuerzo de esterili-



¹³ 28% ia si se toma el promedio mensual.

zación (en términos de tasas de interés) por parte del BCRA, que absorbió casi dos veces el total emitido (\$ 100 M). Con todo, en los primeros 4 meses la BM acumula una contracción de \$ 51 MM.

Factores de explicación de la Base Monetaria

Variación mensual en miles de millones de \$

	Factores de explicación				Base Monetaria
	Compra / Venta divisas	Sector Público	Sector Financiero	Otros	
abr-15	12,3	-4,6	21,8	-0,8	28,7
4M 2015	3,6	11,9	-7,2	-1,7	6,5
abr-16	4,3	10,5	-12,2	-3,0	-0,5
4M 2016	1,9	33,1	-99,5	13,1	-51,3

Fuente: LCG en base a BCRA

↑
Contratos futuros a bajo precio

Manteniendo la política de tasas altas, en abril el BCRA absorbió \$ 25,7 MM a través de la colocación de Lebac. Sólo en la licitación de la primera semana del mes logró más que renovar la totalidad de los vencimientos; en las tres siguientes, habiendo aceptado prácticamente la totalidad de los ofertado, se quedó cortó y el rescate de pesos se dio a través del mercado secundario de Letras. En total, al cierre de abril el stock de Lebac había trepado a \$ 420 MM acumulando una suba del 42% respecto de dic-15.

Licitaciones primarias Lebac

En miles de millones de \$

	Ofertado	Licitado	Aceptación (%)	Excedente
I abr	69	63,5	96%	3,0
II abr	67	64,6	100%	0,1
III abr	58	55,1	99%	0,5
IV abr	59	51,8	93%	4,1
I may	67	60,2	95%	3,3

Fuente: LCG en base a BCRA

Efecto monetario Lebacs

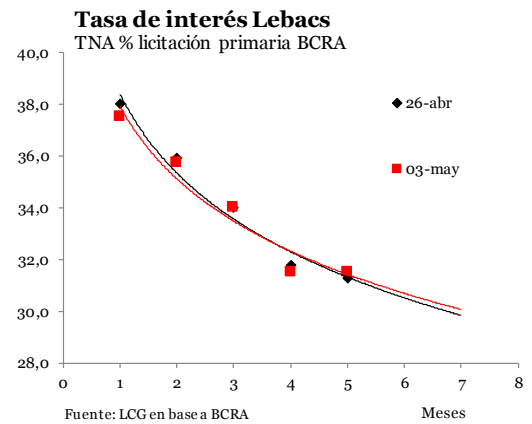
En miles de millones de \$

Vencimientos	Efecto monetario (+ expansivo / - contractivo)			
	Licitación primaria	Mercado secundario	Total	
I abr	55,1	-8,4	-14,2	-22,6
II abr	72,6	8,0	-8,4	-0,3
III abr	56,9	1,8	-2,1	-0,3
IV abr	52,0	0,1	-2,7	-2,5
I may	60,0	-0,2	-4,2	-4,4

- \$ 25,7 MM

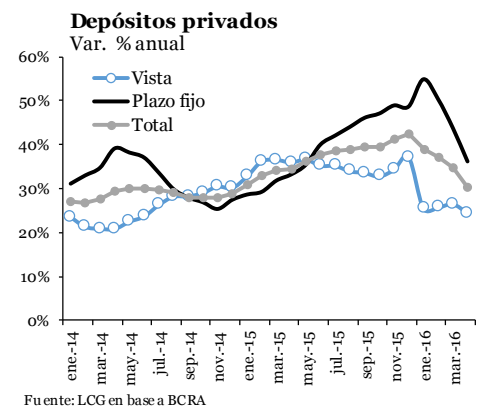
Excusándose en la moderación de la inflación núcleo, **en la primera licitación de mayo el BCRA convalidó una primera baja de la tasa de interés: 50 pb en el tramo más corto de las Letras (a 37,5%)**. Claramente el mercado descontaba esta posibilidad ya que, aún con un recorte de la tasa, el BCRA logró adjudicar el 95% del total ofertado. En el resto de los tramos la baja fue menos significativa y la curva comenzó a achatarse (muy marginalmente). A su vez, anticipando futuras bajas de tasas, el mercado se corrió hacia Letras de mayor plazo: las ofertas por Letras a 35 días cedieron participación en el total, representando casi tres cuartos de la oferta cuando desde el salto de la tasa a principios de marzo promediaban el 85% del total ofertado semanalmente. Aun así, **la vida promedio del stock de Lebac sigue siendo muy bajo: apenas 40 días**.

La actividad económica ajustando aceleradamente, el tipo de cambio estable (y cada vez más apreciado) y **la base monetaria creciendo 11 pp por debajo de la inflación¹⁴ ameritan una baja de las tasas de interés**. Aun así, el conflicto entre cortoplacismo de los vencimientos y el ajuste de las tasas podría resolverse haciendo más atractivos los tramos medios y largos y menos los cortos, es decir invirtiendo la curva de rendimientos de las Letras.



Fuerte desaceleración de depósitos y préstamos

En abril los depósitos en pesos del sector privado crecieron apenas 0,3% respecto a marzo. Implica un incremento absoluto de \$ 2.900 M, el más bajo de los últimos 5 años. **En la comparación anual, crecen a una tasa del 30,3% acumulando una marcada desaceleración en lo que va del año (12 pp contra dic-15)**.



¹⁴ -7 pp considerando exclusivamente la inflación núcleo.

La dinámica es bien distinta según se consideren los depósitos a la vista o a plazo. **Afectados por una menor actividad económica y una inflación en alza, los depósitos a la vista promediaron una caída del 0,2% mensual (y del 24,5% ia).** Contrariamente, los depósitos a plazo registraron una suba del 0,5% mensual (+36,2% ia), aunque este promedio también envuelve una marcada disparidad al diferenciar entre las colocaciones minoristas y mayoristas (mayores a \$ 1M). Las primeras siguen creciendo impulsadas por las tasas más altas y un tipo de cambio estable (+4,4% mensual, 59% ia); las segundas volvieron a contraerse (por tercer mes consecutivo) afectadas por la combinación de varios factores (-3,6% mensual, 18% ia).

Por un lado, la reanudación de los giros de utilidades y dividendos y la posibilidad de volcar pesos a las importaciones explican el desarme de las posiciones que habían sido constituidas sólo a instancias del cepo. Por otro, **las tasas de las Lebac en torno a 38%, casi 10 pp por encima de la tasa Badlar, representa una competencia directa para los plazos fijos.** En efecto, la participación de las personas físicas y jurídicas en la licitación primaria de Letras del BCRA siguió escalando y abril alcanzó 13% del total¹⁵. Sólo en el último mes, estas licitaciones de Lebac crecieron en \$ 9.100 M contra marzo, monto apenas superior a la caída absoluta de los depósitos a plazo mayoristas (\$ 8.000 M).

Los préstamos al sector privado empataron el crecimiento de los depósitos: 0,3% mensual (+ \$ 2.600 M) manteniéndose en la misma que el 1T-16. En términos interanuales, **acumulan un incremento del 31,2% reflejando también un menor ritmo de crecimiento (8 pp) en relación al cierre del año pasado.**

En un contexto de desaceleración generalizada, sólo los préstamos destinados a financiar el consumo crecieron en abril (+1,1%) pero lo hicieron por de-

Depósitos privados en pesos
Variación mensual y anual

	Total	Vista	A Plazo	Mayorista	Minorista
Variación mensual					
abr-16	0,3%	-0,2%	0,5%	-3,6%	4,4%
1C-16	0,7%	-1,4%	2,8%	0,0%	5,7%
Variación anual					
abr-16	30,3%	24,5%	36,2%	18,1%	58,5%
1C-16	35,3%	25,6%	46,2%	36,5%	58,1%

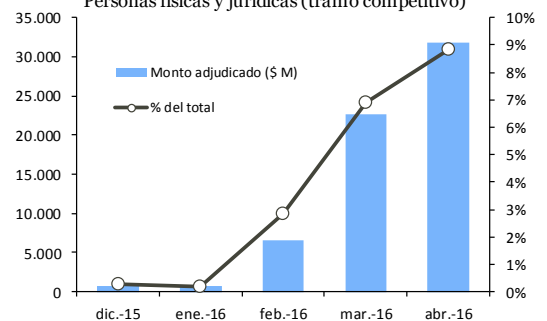
Fuente: LCG en base a BCRA

Menor actividad +
inflación alta

Lebacs al 38% son
una competencia
directa

Licitación primaria de Lebac

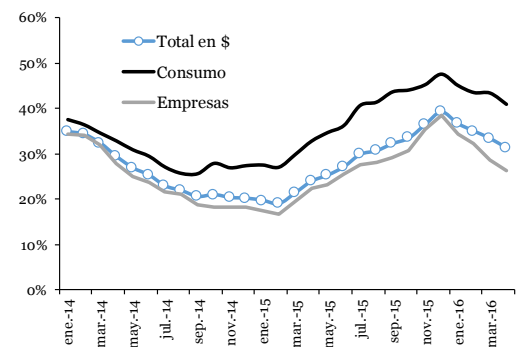
Personas físicas y jurídicas (tramo competitivo)



Fuente: LCG en base a BCRA

Préstamos al Sector Privado

Var. % anual. En moneda nacional



Fuente: LCG en base BCRA

¹⁵ Era prácticamente nula a principios de año.

bajo de la dinámica previa (1,7% en el 1T-16). Los préstamos personales se expandieron 2,1% mensual pero **las financiaciones con Tarjetas prácticamente se frenaron drásticamente (+0,2% mensual vs 1,8% en el 1T-16).** La caída de la actividad, la incertidumbre laboral, la aceleración de precios, la suba de tasa para refinanciar los saldos (se ubica por encima del 46% anual) y la acumulación de vencimientos del programa Ahora 12 son todos factores que ayudan a explicar este freno. No obstante, en la comparación interanual la financiación con Tarjetas, si bien acumula una merma de 10 pp en el año, arrastra un crecimiento del 48% ia, siendo la única línea con suba real (+8% ia).

Préstamos al sector privado en pesos

Variación mensual y anual

	EMPRESAS	Adelantos	Docu- mentos	GARANTIA REAL	CONSUMO	Personales	Tarjetas de Crédito	TOTAL
Variación mensual								
abr-16	-0,4%	-1,3%	-0,2%	0,1%	1,1%	2,1%	0,2%	0,3%
1C-16	-1,0%	0,6%	-1,7%	0,2%	1,5%	1,7%	1,4%	0,3%
Variación anual								
abr-16	26,3%	28,9%	29,7%	16,6%	41,0%	34,6%	47,5%	31,2%
1C-16	30,4%	33,1%	34,2%	17,6%	43,3%	35,6%	51,2%	34,1%

Fuente: LCG en base a BCRA

Distintamente, **afectados de manera directa por las altas tasas de interés (38%-40% anual)** que empiezan a reflejar el efecto “*crowding out*” a partir del mayor financiamiento al sector público, **los préstamos a empresas sumaron la cuarta caída mensual consecutiva (-0,4% mensual).** Los Adelantos en cuenta corriente se contrajeron 1,3% contra marzo y los Descuentos de documentos cayeron 0,2% (1,7% promedio en el 1C-16). En relación a un año atrás, la financiación a empresas sólo creció 26% en abril, lo que implica una caída del 8% en términos reales. Por su parte, los préstamos con garantía real (Hipotecario y Prendarios) se mantuvieron estables (+0,2% mensual) y siguen arrastrando una caída del 21% ia real.

La dinámica contractiva de la actividad y la mayor demanda de financiamiento por parte del sector público seguirán arrastrando a la baja el crecimien-

to de los préstamos al sector privado, que estimamos cerrará el año con una expansión del 16% ia. En el caso de los depósitos, las colocaciones a vista seguirán ajustándose en la medida que la inflación alta garantiza la licuación de los saldos y las colocaciones a plazo sólo moderarán el ritmo de desaceleración a partir de la estabilización de las tasas de las Lebac. Con todo, esperamos que los depósitos privados cierren el año con una suba en torno al 23% ia (-10% ia real).

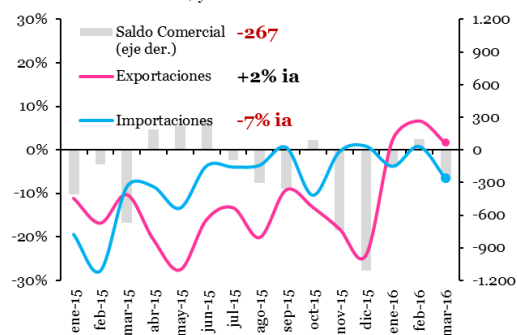
Repunte en las expo agrícolas achica el déficit comercial

El saldo comercial de marzo fue negativo por US\$ 266 M, 60% inferior al déficit de marzo de 2015. Las exportaciones crecieron 2% ia (US\$ 4.452 M) mientras que las importaciones cayeron 7% ia (US\$ 4.719 M). Durante los tres primeros meses del año el saldo comercial fue deficitario en US\$ 381 M, mejorando notablemente respecto a los US\$ 1.184 M del 1T-15.

Tras una caída que se había prolongado desde jul-13 hasta dic-15, las exportaciones volvieron a crecer por tercer mes consecutivo. El incremento interanual del 2% se explicó por una suba en las cantidades vendidas (+14% ia), ya que los precios continuaron a la baja (-11% ia). Los rubros que se expandieron en marzo fueron Productos Primarios (46% ia) y las MOA (17% ia), mientras que las MOI (-28% ia) y los Combustibles (-45% ia) continuaron en descenso.

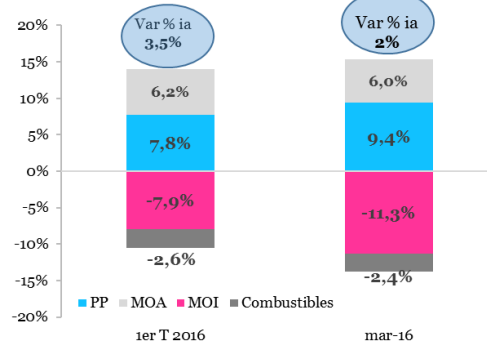
Los mayores despachos de Productos Primarios (PP) (+46%) fueron los que más aportaron al crecimiento de las exportaciones totales. A pesar de que los precios continuaron en descenso (-14% ia), la fuerte suba en las cantidades vendidas más que compensó esta caída (+70% ia). El mayor ritmo de liquidación de la cosecha retenida en los meses previos a la devaluación y la quita de retenciones es lo que explicó el salto en las cantidades

Saldo comercial, Exportaciones e Importaciones
En millones de US\$ y var% ia



Fuente LCG en base a INDEC

Exportaciones por rubro
Contribución a la variación



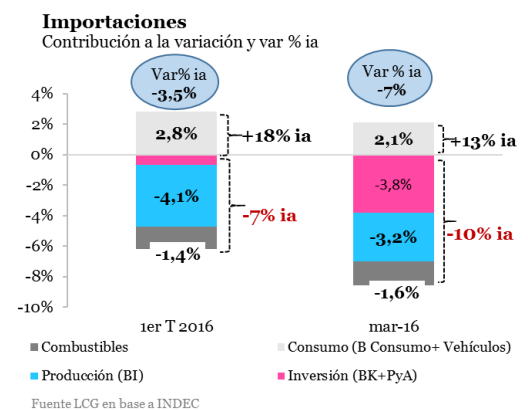
Fuente LCG en base a INDEC

vendidas¹⁶. Los productos que más contribuyeron al crecimiento fueron el trigo (200% ia) y el maíz (46% ia) y, en menor medida, la cebada (184% ia).

Asimismo, las MOA crecieron un 17% en marzo y, al igual que en las exportaciones de PP, el aumento se explicó por las mayores cantidades vendidas (39% ia) pues los precios volvieron a caer (-16% ia). Para este rubro, los mayores aumentos se concentraron en los de Aceites y Harinas y Pellets de soja.

El retroceso en las exportaciones de MOI (-28% ia), que vienen en descenso desde julio-2013, fue lo que más afectó a la caída de las exportaciones totales. Esta dinámica se debe casi en su totalidad al mal desempeño del sector automotriz, cuyas ventas se contrajeron un 44% ia este mes y un 35% ia en el acumulado al primer trimestre. La mala situación en la que se encuentra el sector está asociada a la recesión por la que atraviesa actualmente Brasil¹⁷ puesto que es el destino de más del 80% de las exportaciones automotrices. Asimismo, las Piedras y Metales Preciosos y sus Manufacturas (-16% ia), Maquinaria y Aparatos y Material eléctrico (-31% ia) también exhibieron un mal desempeño.

Luego de una leve recuperación en febrero, las importaciones volvieron a mostrar una caída interanual en marzo (-7%). También en este caso fueron los precios los que presionaron la baja (-13% ia), en tanto las cantidades aumentaron un 7%. Los Bienes Intermedios (-11% ia), Bienes de Capital (-16% ia), Combustibles (-16% ia) y Piezas y Accesorios para Bienes de Capital (-3% ia) fueron los usos económicos que impulsaron a las importaciones a la baja. **Sin embargo, las compras externas que aumentaron en marzo fueron las de Bienes de Consumo (11% ia, y 23% ia midiendo sólo las cantidades) y los Vehículos automotores (15% ia).**



¹⁶ Según datos de CIARA, la liquidación de divisas de los industriales oleaginosos y los exportadores de cereales en marzo-16 fue un 51% mayor que en marzo-15.

¹⁷ Al igual en 2015, el pronóstico de crecimiento para este año es de -3,8%.

Pese a que la producción local del sector automotriz continuó cayendo en marzo (-8,4% ia), los patentamientos aumentaron 13% ia. La contracara de esto fue un aumento de importaciones del 25% ia (15% ia medido en dólares¹⁸). Esta dinámica está asociada a la mala situación que atraviesa el mercado automotriz brasileño, donde las ventas internas se desplomaron 29% ia en el primer trimestre de 2016¹⁹. El derrumbe de la demanda interna tiene un impacto negativo en los precios del sector, lo que a su vez favorece al aumento de las importaciones argentinas. Otro factor que impactó fueron las promociones lanzadas recientemente por las concesionarias destinadas a apuntalar las ventas, las cuales se concentraron fundamentalmente en las unidades provenientes de Brasil.

En cuanto al sector energético, el déficit fue de US\$ 304 M en marzo, un 10% mayor que igual mes del año anterior. Las exportaciones alcanzaron US\$ 129 M (-35% ia), por una caída combinada de precios y cantidades. Contrariamente, el descenso en las importaciones se explicó por el derrumbe que siguen experimentando los precios (-38% ia), dado que las cantidades aumentaron en un 37% ia. El saldo para el primer trimestre fue de - US\$491 M (+36% ia), resultado de importaciones por US\$ 877 M (-18% ia) y exportaciones por US\$ 386 M (-45% ia).

Para lo que resta del año seguimos estimando un bajo crecimiento de las exportaciones (en torno a +1,5% ia). Sólo el agro aportará cierto dinamismo a partir de una mayor cosecha esperada y la eliminación de las retenciones. Pero los menores precios internacionales seguirán jugando en contra. A su vez, la recesión en Brasil y la progresiva licuación de la competitividad le ponen un techo muy bajo a la recuperación de las MOI. Del lado de las importaciones esperamos un crecimiento nulo. Aun con un

Variación interanual de cantidades

	2014	2015	1er T-16	mar-16	abr-16
Patentamientos (ACARA)	-28%	-6%	2%	13%	...
Ventas a Consecionarios (ADEFSA)	-36%	-4%	29%	20%	38%
~Prod. Local	-23%	5%	-7%	-21%	19%
~Importados	-44%	-12%	63%	58%	56%
Producción (ADEFSA)	-22%	-16%	-18%	-8%	-0,4%
Exportaciones (ADEFSA)	-17%	-33%	-40%	-38%	1%
Importaciones (INDEC)	-50%	1%	53%	25%	

Fuente: LCG en base a INDEC, ACARA y ADEFSA

Baja base de comparación interanual

¹⁸ Los precios acumularon una caída del 9% ia.

¹⁹ Asimismo, si se considera la serie histórica de las ventas automotrices en el mercado interno brasileño, con excepción de dos meses, la contracción que se prolonga hasta la actualidad comenzó en octubre de 2013. Dadas las perspectivas de crecimiento económico para este año, es de esperar que las mismas no repunten.



relajamiento evidente de los controles, la caída del nivel de actividad doméstica (- 1,5% ia) será el principal limitante.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Anexo: Monitor de variables

variaciones interanuales	2013	2014	2015	12m	6m	3m	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16
Actividad														
EMAE	4,9%	0,4%		1,9%	2,5%	2,7%	2,8%							
EMAE LCG	2,5%	-2,4%	1,1%	1,1%	1,4%	1,1%	1,7%	1,2%	1,8%	2,0%				
EMI	-0,2%	-0,2%		-0,3%	0,8%	0,3%	0,1%	-2,6%						
EMI LCG	1,6%	-4,2%	-0,4%	0,4%	1,3%	1,4%	0,6%	-1,7%	2,3%	2,0%				
ISAC	4,6%	-0,4%		6,0%	7,4%	4,3%	5,8%	4,0%						
ISSP	7,5%	4,1%		2,4%	2,3%	1,9%	2,3%	1,5%						
Super (Real, LCG)	2,4%	1,1%	2,0%	1,2%	0,7%	-0,5%	1,8%	2,4%	1,8%	1,1%	-0,5%	-2,6%		
Shoppings (Real, LCG)	4,2%	-2,5%	6,1%	5,4%	3,4%	1,5%	4,7%	5,8%	5,4%	4,0%	0,1%	-1,7%		
Ventas a Concesionarios	16,1%	-36,3%	-4,4%	4,5%	8,2%	6,5%	0,3%	8,5%	24,8%	-34,6%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%
IVA DGI (Real, LCG)	3,1%	0,0%	9,1%	5,1%	-0,7%	-5,5%	12,7%	12,9%	10,1%	5,1%	-2,1%	-6,0%	-6,6%	-4,0%
Importaciones	9,5%	-12,4%	-8,3%	-8,3%	-3,0%	-3,8%	0,5%	-10,4%	-0,4%	0,8%	-3,8%	0,8%	-6,6%	
Transporte Autom. Metropol.	-5,3%	-4,8%		-3,9%	-2,9%	-2,4%	-2,3%	-2,9%						
Consumo Gasoil	2,9%	-3,6%	2,2%	1,8%	-0,6%	0,3%	0,6%	0,8%	1,5%	3,9%	-4,4%	-1,3%		
Confianza Consumidor (UTDT)	2,2%	-13,4%	33,8%	27,5%	19,2%	6,8%	31,6%	29,6%	38,2%	24,1%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%
Financiero														
Préstamos en pesos al SPPrNF	34,6%	20,3%	39,2%	32,7%	35,3%	33,2%	32,2%	33,5%	36,4%	39,2%	36,7%	35,0%	33,4%	31,2%
Adelantos	19,8%	17,3%	40,2%	27,5%	34,9%	32,0%	19,6%	26,2%	37,4%	40,2%	36,7%	36,7%	30,4%	28,9%
Documentos	45,9%	20,5%	44,2%	36,4%	36,9%	32,7%	38,8%	37,1%	40,4%	44,2%	38,6%	35,6%	33,0%	29,7%
Hipotecarios	24,8%	10,4%	14,4%	11,5%	14,0%	14,3%	9,2%	10,1%	11,8%	14,4%	15,2%	14,9%	14,4%	13,5%
Prendarios	41,4%	4,6%	22,4%	16,4%	21,7%	21,7%	13,9%	16,3%	19,5%	22,4%	23,4%	22,4%	21,9%	21,0%
Personales	31,2%	19,1%	37,3%	34,2%	36,0%	35,3%	35,2%	35,9%	36,7%	37,3%	36,4%	35,8%	35,5%	34,6%
Tarjetas	42,8%	37,5%	58,7%	51,5%	52,9%	50,2%	53,8%	53,4%	54,8%	58,7%	54,1%	51,6%	51,7%	47,5%
Depósitos en pesos del SPPrNF	30,1%	28,8%	42,5%	37,8%	37,3%	34,1%	39,6%	39,6%	41,2%	42,5%	38,9%	37,2%	34,8%	30,3%
Cuenta Corriente	19,7%	33,3%	33,8%	27,8%	25,3%	22,4%	29,1%	27,0%	29,4%	33,8%	21,7%	23,2%	23,8%	20,2%
Caja de Ahorro	31,7%	27,2%	40,7%	35,2%	32,5%	28,8%	38,2%	39,0%	39,7%	40,7%	29,3%	28,3%	29,3%	28,9%
Plazo Fijo	35,7%	27,5%	48,7%	44,8%	46,8%	43,2%	46,2%	47,1%	49,0%	48,7%	54,9%	50,4%	43,9%	36,2%
Mayorista	40,8%	23,7%	47,4%	39,2%	39,2%	31,1%	39,4%	40,5%	44,9%	47,4%	53,1%	45,1%	32,3%	18,1%
Minorista	30,5%	32,1%	51,6%	18,1%	56,7%	58,1%	55,2%	56,4%	55,2%	51,6%	58,3%	57,4%	58,1%	58,5%
Tasas de interés (nivel)														
Encuesta Plazo Fijo (30 d)	15,1	20,5	21,4	23,3	25,6	26,3	21,5	21,6	23,7	26,1	25,0	24,2	27,0	27,6
Badlar privado (30 d)	17,0	22,6	21,5	23,3	27,3	28,9	21,2	21,6	23,4	27,3	26,3	26,2	29,7	30,7
Monetarias														
M2 privado en pesos	30,1%	22,9%	35,1%	32,6%	29,3%	26,0%	36,1%	36,6%	38,4%	31,6%	29,0%	29,3%	26,2%	22,6%
Base monetaria	30,1%	19,7%	33,1%	33,0%	31,9%	27,3%	34,7%	35,8%	37,1%	40,6%	32,8%	25,2%	29,1%	27,5%
Lebac	19,7%	75,5%	61,9%	47,2%	40,7%	50,7%	45,9%	34,4%	26,4%	17,2%	42,1%	48,2%	44,9%	59,3%
Externo														
Exportaciones (ICA)	-5,0%	-10,0%		-17,0%	-16,0%	-18,0%	-9,1%	-13,1%	-18,1%	-24,1%	2,3%	6,7%	1,6%	
Precio Soja Chicago	-4,2%	-12,1%	-24,6%	-22,5%	-12,0%	-13,1%	-1,5%	-14,7%	-15,5%	-14,5%	-7,5%	-16,9%	-4,4%	
Precio Petróleo WTI	3,8%	-6,5%	-46,0%	-43,5%	-38,9%	-31,0%	-50,5%	-42,2%	-37,0%	-30,5%	-30,3%	-32,2%	-19,5%	
IPMP BCRA	-5,8%	-10,4%	-20,6%	-20,5%	-18,5%	-19,6%	-16,2%	-14,4%	-21,6%	-21,6%	-19,7%	-17,3%	-12,9%	
TCN US\$ (nivel)	5,54	8,22	9,44	10,47	11,88	14,22	9,43	9,52	9,66	12,93	13,90	15,83	14,7%	
TCN US\$ (Var. ia)	21,2%	48,3%	14,8%	25,4%	39,0%	65,2%	11,8%	11,9%	13,3%	52,7%	60,9%	81,5%	66,6%	
TCR EE.UU. (LCG)	10,6%	9,5%	-17,4%	-0,5%	10,6%	30,4%	-8,8%	-8,5%	-7,6%	22,0%	28,3%	40,9%	28,7%	
TCR Brasil (LCG)	-2,6%	-2,6%	-8,7%	-26,8%	-19,4%	-1,9%	-37,9%	-35,2%	-32,3%	-9,5%	-5,4%	9,7%	20,7%	
TCR China (LCG)	8,6%	-9,8%	-19,9%	-1,6%	7,2%	25,7%	-10,5%	-10,5%	-10,4%	17,7%	22,7%	36,6%	25%	
TCR EU (LCG)	8,5%	-4,2%	-9,2%	-15,4%	-0,7%	21,7%	-19,4%	-19,6%	-21,9%	9,0%	21,9%	35,3%	35,7%	
TCR Multilateral (LCG)	3,4%	29,9%	14,8%	-12,9%	-1,7%	18,3%	-20,4%	-20,0%	-19,6%	8,5%	16,2%	30,4%	28,0%	

monetarias:

En todos los casos aparecen variaciones interanuales, con excepción del bloque Tasas de interés y el Tipo de Cambio Nominal que muestran los niveles absolutos.

La columna "2007" muestra la variación porcentual del promedio del 2007 con respecto al 2006.

La columna "12m" muestra la variación porcentual del promedio móvil de los últimos 12 meses con respecto al promedio de los 12 meses anteriores.

Ídem las columnas "6m" y "3m", tomando promedios móviles de 6 y 3 meses, respectivamente.

Las columnas con meses muestran la variación interanual con respecto al mismo mes del año anterior.

Anexo II: Monitor internacional

País	PBI Real (Var. % ia.)			Producción industrial (Var. % ia.)			Desempleo (en %)		
	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.
Estados Unidos	4T-15	1,8	2,1	ene-16	-0,7	-1,9	ene-16	4,9	5,0
Canadá	nov-15 (m)	0,2	-0,2				ene-16	7,2	7,1
China	4T-15	6,8	6,9	dic-15	5,9	6,2	3T-15 (t)	4,1	4,0
Japón	4T-15	0,5	1,7	dic-15	-1,9	1,7	dic-15	3,3	3,3
Alemania	4T-15	1,3	1,7	dic-15	-2,3	0,1	ene-16	6,2	6,3
Francia	4T-15	1,3	1,1	dic-15	-0,7	3,0	3T-15 (t)	10,2	10,0
España	4T-15	3,5	3,2	dic-15	2,9	6,0	4T-15 (t)	20,9	21,2
Italia	4T-15	1,0	0,8	dic-15	-1,0	1,1	3T-15 (t)	11,7	12,3
Reino Unido	4T-15	1,9	2,1	dic-15	-0,4	0,7	dic-15	5,1	5,1
Australia	3T-15	2,5	1,9				ene-16	6,0	5,8
México	4T-15	2,5	2,8	dic-15	0,0	0,2	dic-15	4,4	4,2
Brasil	3T-15	-4,5	-3,0	dic-15	-11,9	-12,4	ene-16	7,6	6,9
Chile	3T-15	2,3	2,2				dic-15	5,8	6,1

País	Precios al consumidor (Var. % ia.)			Exportaciones (Var. % ia.)			Tasa de interés del Banco Central (en %)		
	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.
Estados Unidos	ene-16	1,4	0,7	dic-15	-6,9	-7,2	25-feb	0,50	0,50
Canadá	ene-16	2,0	1,6	dic-15	3,4	-0,7	25-feb	0,50	0,50
China	ene-16	1,8	1,6	ene-16	0,0	0,0	25-feb	4,35	4,35
Japón	dic-15	0,2	0,3	ene-16	-12,9	-8,0	04-abr	0,10	0,10
Alemania	ene-16	0,6	0,5	dic-15	3,3	7,8	24-feb	0,05	0,05
Francia	ene-16	0,2	0,2	dic-15	0,9	4,0	24-feb	0,05	0,05
España	ene-16	-0,3	0,0	dic-15	4,1	18,6	24-feb	0,05	0,05
Italia	ene-16	0,3	0,1	dic-15	3,0	6,3	24-feb	0,05	0,05
Reino Unido	ene-16	0,3	0,2	dic-15	-3,3	-1,9	25-feb	0,50	0,50
Australia	4T-15 (t)	1,7	1,5	dic-15	-6,8	-1,9			
México	ene-16	2,6	2,1	dic-15	-9,3	-4,1	24-feb	3,75	3,25
Brasil	ene-16	10,7	10,7	ene-16	-17,9	-4,0	24-feb	14,25	14,25
Chile	ene-16	4,8		ene-16	-14,1	-26,4	24-feb	3,50	3,50

Excepto indicación en contrario, todas las variables son de periodicidad mensual (con la salvedad del PBI Real, que es trimestral).

(t): dato con periodicidad trimestral; (m): periodicidad mensual

(*) Media de los últimos pronósticos relevados por Bloomberg

Fuente: LCG en base a Bloomberg