



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 25 - Edición N° 1020 – 7 de Diciembre de 2016

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón

Las commodities resisten las presiones bajistas y alientan expectativas positivas respecto del ciclo agrícola 2016/2017

En Foco 1 – Juan Francisco Campodónico

Los signos de rebote del nivel de actividad de noviembre lucen bastante más diseminados

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

Durante el tercer trimestre, se mantuvo estable el nivel de endeudamiento de las empresas industriales en términos del resultado operativo

En Foco 3 – Francisco Alvarez Reyna

Magro crecimiento del comercio mundial, con los países emergentes actuando como lastre

Selección de Indicadores

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial

4

Las commodities resisten las presiones bajistas y alientan expectativas positivas respecto del ciclo agrícola 2016/2017

- En el último mes los mercados de divisas, activos y títulos muestran las consecuencias del “Efecto Trump”, observándose un fortalecimiento del dólar respecto de otras monedas del mundo y una pérdida de valor en acciones (caso del Merval y el BOVESPA en la región) y títulos públicos de emergentes (caso del BONAR 2024)
- Por el contrario, los mercados agrícolas están resistiendo las presiones a la baja, y los principales granos que exporta Argentina han mantenido sus precios de exportación (de hecho, Soja y Maíz se han valorizado); además, los mercados de futuros no muestran, al menos por ahora, un 2017 traumático en este sentido
- Si el clima acompaña, la producción agrícola argentina del ciclo 2016/2017 tiene muchas chances de incrementar volúmenes (particularmente cereales). En un escenario base se trabaja con una cosecha de 122 millones de toneladas (+7% interanual), que podría generar un excedente de ingresos y de exportaciones de entre US\$ 1.800 – US\$ 2.000 millones

En Foco 1

10

Los signos de rebote del nivel de actividad de noviembre lucen bastante más diseminados

- En el segundo mes del cuarto trimestre, surgen algunos “brotes verdes”: los despachos de cemento que reflotan (+2,1% interanual), los patentamientos de autos (+14,2%), la producción de O KM (+3,3%) y las exportaciones e importaciones con Brasil (+5,5% y +15% respectivamente)
- La recaudación de impuestos asociados al mercado interno, que había descendido 7,4% en términos reales en el tercer trimestre y 8% en Octubre, recortó significativamente la caída en Noviembre (-3,1% interanual)
- Sin embargo, los índices de confianza cayeron en noviembre, yendo en dirección contraria a los brotes verdes: la confianza del consumidor cayó 2,1 puntos porcentuales, mientras que la confianza en el gobierno 0,11 puntos porcentuales

En Foco 2

16

Durante el tercer trimestre, se mantuvo estable el nivel de endeudamiento de las empresas industriales en términos del resultado operativo

- Para un conjunto de empresas vinculadas a la actividad industrial, se tiene que el monto de pasivos financieros representó 3,3 veces el resultado operativo durante el tercer trimestre del año, un nivel similar al registrado en el primer y segundo trimestre
- El nuevo andarivel para este ratio es significativamente inferior al pico (4,8) registrado en 2012. Aunque con el cepo no hubo crecimiento ni generación de empleos, al menos las firmas aprovecharon las tasas de interés reales negativas para moderar su apalancamiento
- El grado de endeudamiento no parece ser una traba para la salida de la recesión, aunque obviamente el contexto cambió y, con tasas reales positivas, se requiere seleccionar muy bien los proyectos de inversión

En Foco 3

19

Magro crecimiento del comercio mundial, con los países emergentes actuando como lastre

- En el tercer trimestre las importaciones mundiales crecieron a un ritmo de sólo 0,6% interanual con una contribución positiva de los desarrollados de 1,7% y una negativa de los emergentes de 1% interanual
- La Eurozona sigue destacándose en el grupo de desarrollados, con un crecimiento en sus compras al exterior de 5,5% interanual

- Dentro de los emergentes, África y Medio Oriente registran una merma de 12,5% interanual en sus importaciones, guarismo similar al del segundo trimestre

Selección de Indicadores

23

Editorial

Las commodities resisten las presiones bajistas y alientan expectativas positivas respecto del ciclo agrícola 2016/2017

- En el último mes los mercados de divisas, activos y títulos muestran las consecuencias del “Efecto Trump”, observándose un fortalecimiento del dólar respecto de otras monedas del mundo y una pérdida de valor en acciones (caso del Merval y el BOVESPA en la región) y títulos públicos de emergentes (caso del BONAR 2024)
- Por el contrario, los mercados agrícolas están resistiendo las presiones a la baja, y los principales granos que exporta Argentina han mantenido sus precios de exportación (de hecho, Soja y Maíz se han valorizado); además, los mercados de futuros no muestran, al menos por ahora, un 2017 traumático en este sentido
- Si el clima acompaña, la producción agrícola argentina del ciclo 2016/2017 tiene muchas chances de incrementar volúmenes (particularmente cereales). En un escenario base se trabaja con una cosecha de 122 millones de toneladas (+7% interanual), que podría generar un excedente de ingresos y de exportaciones de entre US\$ 1.800 – US\$ 2.000 millones

El 2016 ha sido un año cargado de factores bajistas para los granos y las materias primas agrícolas.

Entre los fenómenos que presionaron precios a la baja se destacan la cosecha récord de Estados Unidos (tocando máximos históricos en producción de maíz y soja en el ciclo 2016/2017), la desaceleración del comercio mundial, la depreciación de algunas monedas importantes (caso del Yuan Chino) y, en las últimas semanas, el resultado de las elecciones en USA, la preocupación acerca de los efectos sobre el comercio mundial y el costo del capital (tasa de interés) de las políticas anunciadas en campaña por el nuevo gobierno.

Afortunadamente, la buena noticia es que los precios de principales granos y subproductos relevantes para Argentina han logrado sortear con bastante éxito todos estos embates, lo que revela que hay factores operando en sentido contrario, básicamente una demanda por materias primas y alimentos que mantiene su firmeza a pesar de todo, exigiendo del mercado volúmenes crecientes para satisfacerse.

Lo sucedido con los precios en este último mes y lo que revelan los mercados de futuros permiten ser optimistas, aunque ello no implica desconocer los riesgos de una reversión en las cotizaciones asociada no tanto a factores de mercado sino más bien a cómo puede evolucionar la macroeconomía mundial a partir del nuevo gobierno de Estados Unidos.

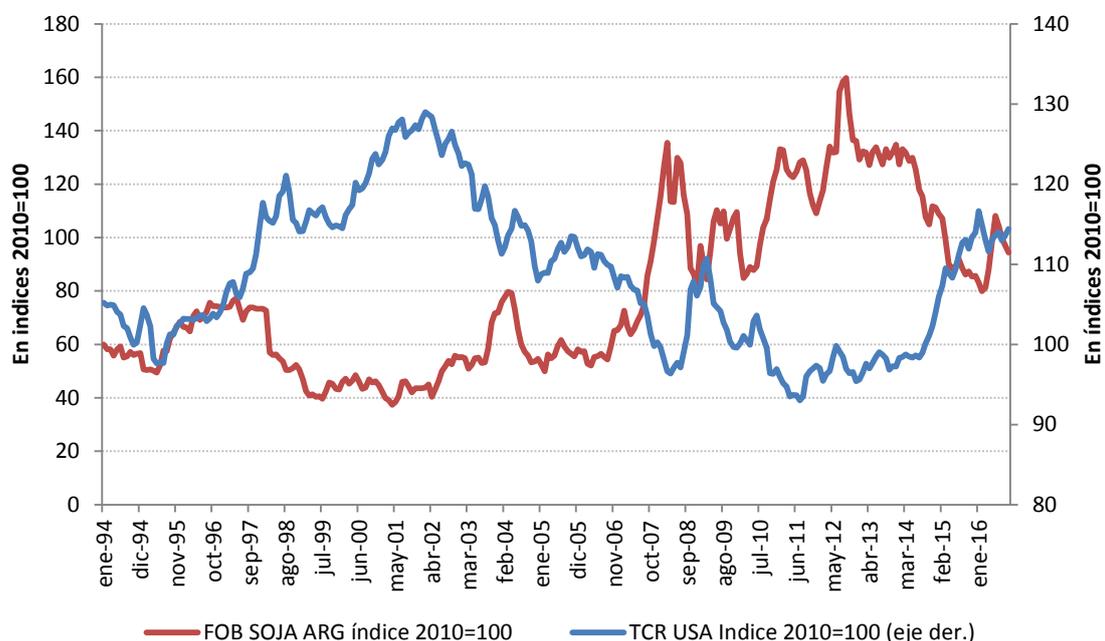
Precios de commodities y poder de compra del dólar

La llegada de Donald Trump a la presidencia de Estados Unidos ha generado incertidumbre respecto a los efectos que sus políticas podrían ejercer sobre los precios de las commodities.

La preocupación reside en la relación negativa observada en los últimos años entre el valor del dólar (poder de compra) y los valores de las materias primas. Un dólar alto (fuerte respecto de otras monedas) se ha correspondido con precios más bajos (en dólares) de commodities y viceversa. Esto puede verificarse con el precio FOB de la soja (Puertos Argentinos) y el tipo de cambio real de Estados Unidos. Si bien la correlación no es perfecta, la regularidad antes mencionada se visualiza claramente, los precios más altos de la soja se han observado en etapas de debilidad del dólar y los precios más bajos con momentos de fortaleza.

La relación entre commodities y dólar se trata de explicar por dos canales de transmisión, uno de tipo real, monedas débiles en países emergentes complican sus importaciones (cae la demanda), otro de tipo financiero, vinculado a decisiones de cartera, la fortaleza del dólar está acompañada de tasas de interés altas en Estados Unidos, lo que incrementa el atractivo por activos y títulos públicos de ese país, disminuyendo la inversión en emergentes y en fondos vinculados a commodities.

Precio FOB Argentina Soja vs Tipo de Cambio Real Estados Unidos



Fuente: IERAL con datos de MINAGRO y Banco de la Reserva Federal de St Louis.

Desde el triunfo de Donald Trump hasta la fecha ha transcurrido casi un mes. En este período se observa un fortalecimiento del dólar contra monedas varias, entre ellas el Euro, el Real y el Peso Argentino, y un ajuste en el valor de activos que se transan en Bolsas de la región (MERVAL, BOVESPA) y en títulos públicos (BONAR 2024). En el caso de los precios de exportación de las tres principales commodities agrícolas del país, se presenta una situación particular, tanto Soja como Maíz se han valorizado (4% y 5%) en el último mes, y sólo Trigo muestra un ajuste (-4%).

Evolución de índices bursátiles, monedas, títulos públicos y precios FOB de commodities agrícolas. Último mes.

	07-nov	06-dic	Variación
Merval (\$)	17.257,56	17.235,00	-0,1%
Bovespa (reales)	64.052,00	61.088,00	-4,6%
TC \$/US\$	15,26	16,12	5,6%
TC Real/US\$	3,20	3,42	6,9%
TC Euro/US\$	0,91	0,93	2,9%
Bonar 2024 (US\$)	116,35	113,15	-2,8%
FOB Soja (US\$ / Ton)	379,00	394,00	4,0%
FOB Trigo (US\$ / Ton)	177,00	170,00	-4,0%
FOB Maíz (US\$ / Ton)	174,00	183,00	5,2%

Fuente: IERAL con datos de MINAGRO y otras fuentes.

¿Qué dicen los mercados de futuros de commodities?

Respecto a las perspectivas, los mercados de futuros operaban (Chicago, fines de noviembre 2016) con precios 2017 relativamente estables en maíz y harina de soja, con valores levemente superiores a los de 2015/2016 en el caso de grano de soja (+5%), y con un aumento un poco más significativo (del orden del 15%) en aceite de soja.

Dada la gran campaña agrícola de Estados Unidos y la que puede ser también una buena cosecha en los países del cono sur (Argentina y Brasil), el hecho que los valores futuros de los granos estén estabilizados o incluso se proyecten levemente crecientes se explicaría por una demanda que seguiría teniendo mucho apetito, a pesar de ciertas incertidumbres asociadas al crecimiento de la economía mundial y de algunos países líderes del sur del Asia.

Lo anterior no implica desconocer que existe riesgo de corrección de precios a la baja. Por caso, la alta relevancia de China en el mercado de productos del complejo sojero expone a éstos a un ajuste de precios importante en caso de haber complicación en el consumo del gigante asiático y/o cambios de política económica y comercial. Otro factor de riesgo, ya comentado en la sección previa, será la evolución del dólar respecto al resto de monedas del mundo.

Escenario base de producción, ingresos y exportaciones para el ciclo agrícola 2016/2017

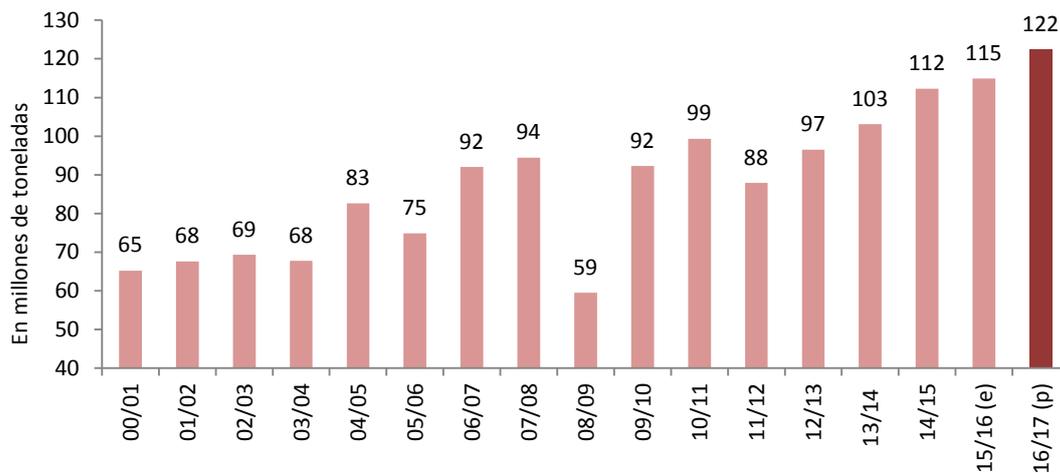
De acuerdo a estimaciones propias, bajo condiciones climáticas y rindes normales, la producción agrícola argentina podría alcanzar las 122 millones de toneladas en el ciclo 2016/2017, una suba de casi 7% respecto del volumen del ciclo 2015/2016.

Esta mejora se concentraría en los cereales, los productos del campo más beneficiados por el nuevo escenario macroeconómico y de política comercial, con una variación esperada muy significativa en trigo (+25%) y maíz (+20%). En este escenario base, la producción de soja, por su parte, se contraería un 2% (de 58,8 millones de toneladas a 57,6 millones), por la caída en el área sembrada.

En el ciclo agrícola 2015/2016 (actualmente en comercialización) se produjo una recuperación importante de los ingresos brutos de los productores (facturación), los que pasaron de US\$ 21,5 mil millones a US\$ 25,1 mil millones (+16%). Esta mejora obedeció en gran medida al cambio de política comercial aplicado por el nuevo gobierno (eliminación de derechos de exportación para todos los productos con excepción del complejo sojero y levantamiento de restricciones a la exportación de cereales). Nótese que en el mismo ciclo la recaudación del gobierno en concepto de

derechos de exportación terminará ajustando en unos US\$ 2.100 millones (de US\$ 7.000 millones a US\$ 4.900 millones). Es decir, en el ciclo 2015/2016 se produce una re-distribución de los ingresos que genera el campo, desde el fisco hacia los productores (por baja de impuestos) y desde otros actores de la cadena (exportadores e industrializadores de cereales, por eliminación de restricciones comerciales) hacia los productores.

Producción agrícola argentina. Proyección ciclos 2016/2017. Escenario base.



Fuente: Elaboración propia con datos MINAGRO y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

Respecto del ingreso de los productores (facturación), se espera un aumento del 8% (+US\$ 1.900 millones, dólares corrientes), que se explicaría básicamente por mayor producción (+7%), dado que se supone precios estabilizados para todos los productos con excepción de soja y maíz, donde se consideran las tendencias de precios según mercados de futuros (leve suba en soja y leve baja en maíz respecto de la media del ciclo).

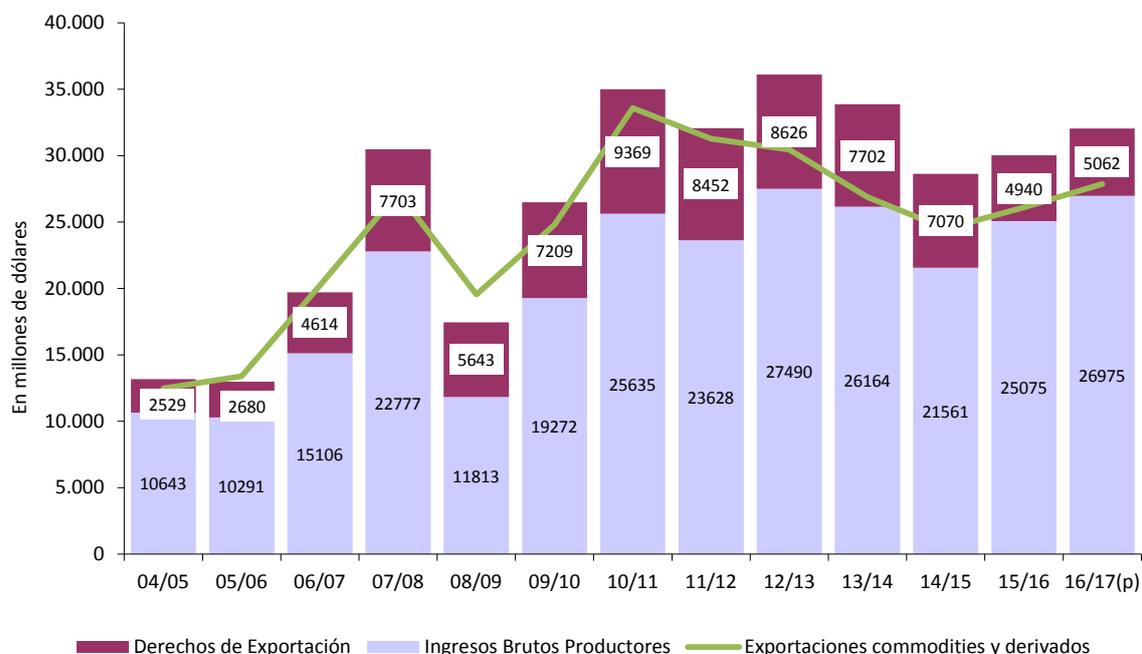
Una reacción mayor de la producción y/o una recuperación de precios internacionales mejoraría los ingresos de los productores. Lo contrario sucedería de haber complicaciones climáticas que afecten la cosecha (abril / mayo 2017) y/o de haber una recaída de precios.

Nótese que se prevé que siga creciendo la facturación de los productores, pero la tasa de crecimiento sería menor a la observada en el ciclo 2015/2016, dado que no se tendría ya el efecto "cambio de política comercial".

La recaudación de derechos de exportación del ciclo 2016/2017 se aproximaría a los US\$ 5.000 millones, una cifra muy parecida a la del ciclo 2015/2016 (US\$ 4.900 millones). Por su parte, las exportaciones de granos y sus principales derivados

industriales podrían ubicarse en el orden de los US\$ 28.000 millones, casi US\$ 2.000 millones (+7%) adicionales a las divisas estimadas para el ciclo 2015/2016.

**Ingresos brutos de productores, recaudación de derechos de exportación y exportaciones*.
Ciclo 2016/2017 proyectado. Escenario base.**



* Producción de trigo, maíz, sorgo, cebada, soja, girasol y maní valuada a precios FAS (Rosario). En el caso de las exportaciones se incluyen los envíos de los principales derivados industriales (harinas, aceites, etc.).

Fuente: Elaboración propia con datos MINAGRO, Bolsa de Cereales de Buenos Aires y otras fuentes.

En síntesis, de no haber complicaciones climáticas, la producción agrícola argentina crecerá en la próxima campaña, apuntalada por márgenes positivos de rentabilidad, la recuperación de la operatoria normal de los mercados de exportación y precios internacionales que se proyectan estabilizados en niveles intermedios (lejos de los valores picos del período 2012/2014 pero tampoco retornando a los valores bajos del fines de siglo XX y comienzos del siglo XXI).

Esta mayor producción incrementará los ingresos brutos de los productores (facturación) y las exportaciones de productos basados en la agricultura extensiva. También tendrá impacto sobre otros sectores, beneficiando directamente a aquellos que prestan servicios de cosecha, transporte y almacenamiento de granos y de manera indirecta a aquellos que elaboran bienes de consumo en el entorno rural y/o bienes de capital e inversión. Este efecto derrame será mayor mientras mayor poder de compra tengan los granos y más despejado esté el horizonte macroeconómico. En relación a esto último, será importante que la tasa de inflación continúe descendiendo y que el dólar preserve su poder de compra en términos de bienes domésticos.

En Foco 1

Los signos de rebote del nivel de actividad de noviembre lucen bastante más diseminados

- En el segundo mes del cuarto trimestre, surgen algunos “brotos verdes”: los despachos de cemento que reflotan (+2,1% interanual), los patentamientos de autos (+14,2%), la producción de O KM (+3,3%) y las exportaciones e importaciones con Brasil (+5,5% y +15% respectivamente)
- La recaudación de impuestos asociados al mercado interno, que había descendido 7,4% en términos reales en el tercer trimestre y 8% en Octubre, recortó significativamente la caída en Noviembre (-3,1% interanual)
- Sin embargo, los índices de confianza cayeron en noviembre, yendo en dirección contraria a los brotes verdes: la confianza del consumidor cayó 2,1 puntos porcentuales, mientras que la confianza en el gobierno 0,11 puntos porcentuales

Algunos indicadores Noviembre han resultado prometedores en términos de recuperación del nivel de actividad. Es el caso de los despachos de cemento, los patentamientos y la producción de autos, el comercio con Brasil, la recuperación de la recaudación real y las escrituras de CABA (correspondientes a octubre). Otro dato interesante es el de la obra pública: noviembre fue el mes con mayor consumo de asfalto de los últimos cinco años, marcando guarismos interanuales de 60%.

A diferencia de los “brotos verdes” de agosto, esta vez el fenómeno luce bastante más diseminado. Sin embargo, para decretar el “fin de la recesión” hay que ser cautelosos, porque en Noviembre los indicadores de confianza del consumidor han ido en la dirección contraria.

Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2016 I	2016 II	2016 III	oct-16	nov-16
Confianza Consumidor UTDT (índice)	49,3	42,9	43,9	46,0	43,9
Situación Personal (índice)	54,4	46,7	46,9	47,9	46,7
Situación Macro (índice)	65,9	61,0	61,6	62,1	58,4
Confianza en el Gobierno UTDT (índice)	3,0	2,65	2,60	2,63	2,52
Recaudación Real asociada al Consumo Interno	-0,1	-2,8	-7,4	-8,0	-3,1
Índice General de Actividad (OJF)	0,96	-3,8	-4,1	-4,7	sin datos
Índice de Producción Industrial (OJF)	2,9	-4,8	-4,9	-5,7	sin datos
Patentamientos	0,70	9,50	9,9	4,2	14,2
Producción de Autos	-20,5	-12,9	-15,9	-16,4	3,3
Ventas de Gasoil*	0,0	2,3	-1,0	-7,9	sin datos
Despacho de Cemento	-9,1	-19,3	-8,8	-17,7	2,1
Índice Construya	-3,6	-18,9	-18,4	-19,7	sin datos
Escrituras en CABA	13,8	13,8	13,6	18,0	sin datos
Exportaciones a Brasil	-27,9	-20,2	-3,4	-15,2	5,5
Importaciones desde Brasil	-0,3	1,9	2,4	-1,4	15,0

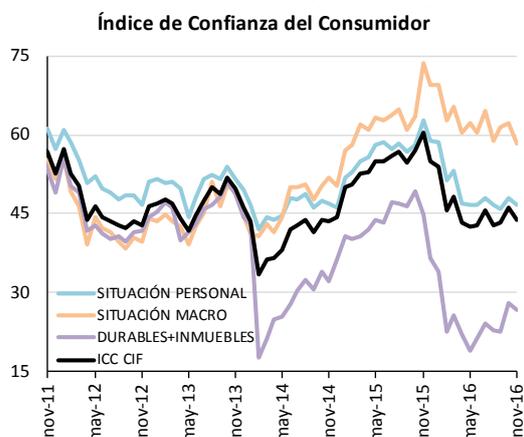
Fuente: IERAL en base a UTDT, CCR, OJF, ADEFA, DNRPA, AFCP, INDEC, Mecon, MDIC Brasil, ADIMRA, Grupo Construya, IERIC, Min. de comercio exterior de Brasil, Colegio de escribanos de CABA, Min. De Energía y datos de mercado

Índices de Confianza

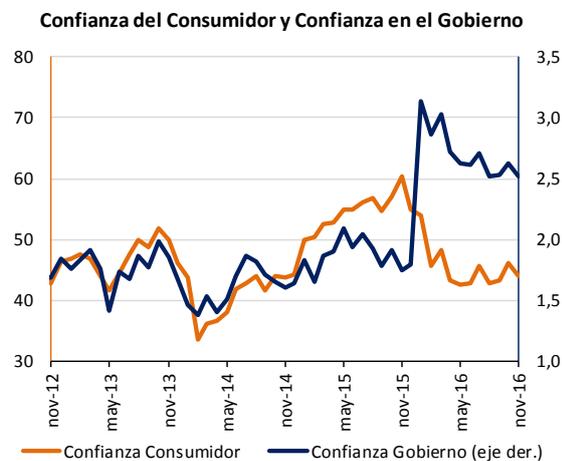
El índice de confianza del consumidor (ICC) calculado por el Centro de Investigación en Finanzas de la UTDT, bajó 2,1 puntos porcentuales en noviembre con respecto al mes de octubre (de 46,04 a 43,93), cayendo 27,2% respecto a igual mes del año pasado.

Respecto a octubre del corriente año, en noviembre los tres subíndices presentaron comportamientos declinantes: Situación Macroeconómica, Bienes Durables e Inmuebles y Situación Personal caen 3,7, 1,4 y 1,2 puntos porcentuales).

En línea con esto, el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) cayó 0,11 puntos porcentuales en noviembre (de 2,63 a 2,52 en una escala de 0 a 5 puntos). De esta manera, el índice vuelve a valores similares a los de agosto del corriente año. La Honestidad de los funcionarios del gobierno obtuvo, por cuarto mes consecutivo, el valor más alto de la medición (3,19).



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

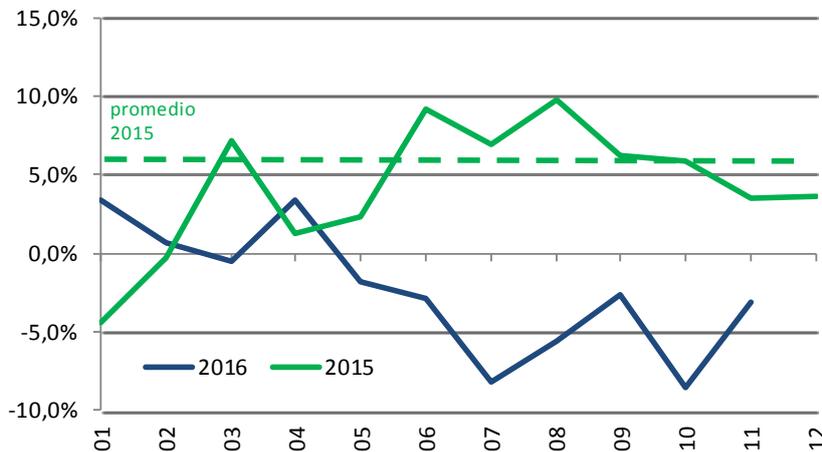
Recaudación

Al observar la evolución de un consolidado de impuestos relacionados al nivel de actividad y el nivel de precios (el mes de noviembre es estimado), se tiene un proxy real de las variables asociadas al mercado interno. Teniendo los datos hasta el undécimo mes del año de IVA, Aranceles a las importaciones, Combustibles, Créditos/Débitos y Aportes y Contribuciones, se tiene para el mes de noviembre de 2016 una suba nominal de 37,0%, y una caída de 3,1% interanual en términos reales, recortando en 5 puntos porcentuales la merma experimentada en el tercer trimestre y en Octubre que fluctuaba en torno al 8% interanual. Para pasar a términos reales se utilizan los IPC que relevan la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Córdoba, ponderando 40% y 60% respectivamente. Se elige arbitrariamente esta metodología con el fin de obtener la mayor representatividad nacional en cuanto al nivel de precios: el índice de la ciudad de buenos aires capta de forma plena los aumentos de tarifas, a diferencia del resto del país.

$$\text{Proxy Real} = \left[\frac{(1 + \text{Var a. a Consolidado de Impuestos})}{[0,40 * (1 + \text{Var a. a IPC CABA}) + 0,6 * (1 + \text{Var a. a IPC Cordoba})]} \right] - 1$$

Así, la merma en la recaudación real asociada al mercado interno de noviembre muestra indicios de una recesión que puede haber hecho piso entre el tercer trimestre y Octubre de este año.

Consolidado de impuestos asociados al nivel de actividad interna*
Variación Interanual real

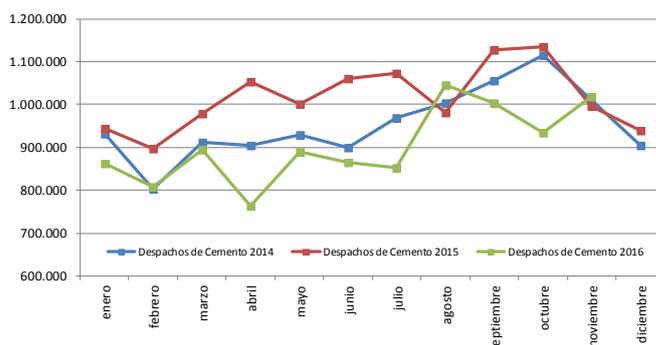


*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes.
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

Construcción

En materia de despacho de cemento, noviembre muestra el segundo guarismo positivo del año (después de agosto) en cuanto a variaciones interanuales. En particular, en noviembre se despacharon 1.017.870 toneladas (incluidas exportaciones), representando un incremento del 2,1% al compararlo con el mismo mes del año anterior.

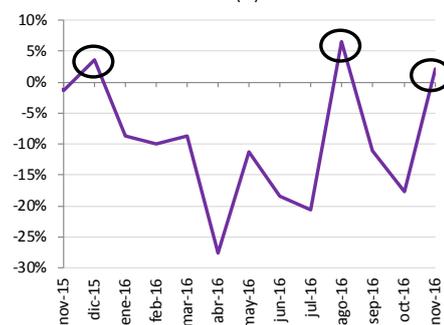
Despachos de Cemento - Toneladas mensuales



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

Despachos de Cemento

Variación interanual (%) trimestre móvil

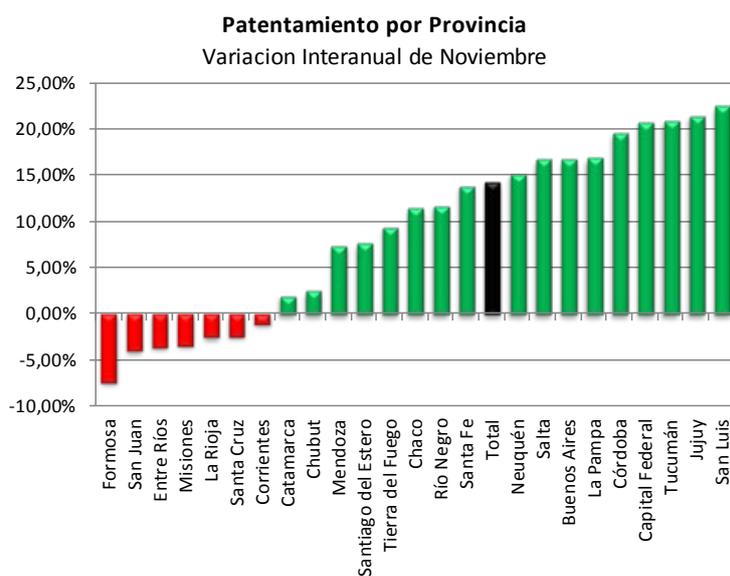


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

Por otro lado, en octubre, el índice construya todavía mostraba profundización de la caída respecto al mismo mes del año pasado (-19,7%), comparando con una caída de 18,4% en el tercer trimestre. Asimismo, el Indicador Sintético de la Actividad Económica (ISAC) que elabora el INDEC indicaba para Octubre un descenso de 19,2% interanual, superior a la baja promedio del año (-13,5%).

Patentamientos y Producción

En el mes de noviembre se registró una suba de 14,2% interanual en el patentamiento de autos 0 KM, valores superiores a los del primer semestre. Al analizar el desagregado por provincias se pueden observar comportamientos heterogéneos: San Luis y Jujuy presentan comportamientos muy por encima de la media (22%) mientras que en el otro extremo se encuentran Formosa y San Juan (-7,3% y -3,9%): la primer lleva tres meses estacionadas en la franja negativa.

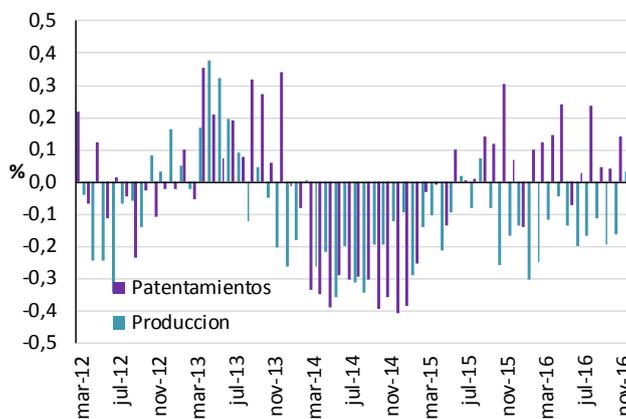


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA

En materia de producción de vehículos 0 KM, en noviembre anotaron el primer guarismo interanual positivo desde agosto del año pasado, marcando 3,3%. Otro dato relevante es el de las exportaciones de noviembre (+15,8%): desde diciembre de 2014 que la variación interanual no se situaba en terreno positivo.

Patentamientos vs Producción

Variación interanual



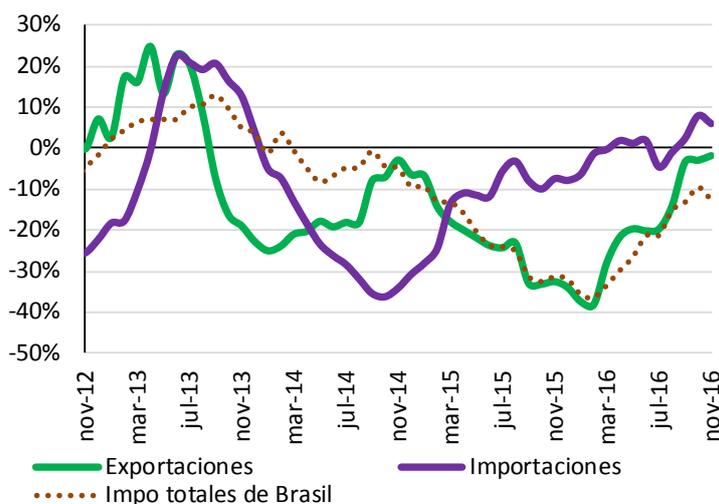
Fuente: IERAL en base a DNRPA y ADEFA

Comercio con Brasil

Los datos del intercambio con Brasil de noviembre muestran signos más positivos en materia de comercio exterior. Por un lado, las exportaciones al país vecino crecen en noviembre 5,5% interanual, siendo el tercer compute positivo del año. Por otro lado, las compras de Argentina con origen brasileño tuvieron una fuerte expansión, anotando 15% interanual, valores muy por encima a los de los tres trimestres de 2016.

Comercio con Brasil

Variación interanual, promedio móvil 3 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil

En Foco 2

Durante el tercer trimestre, se mantuvo estable el nivel de endeudamiento de las empresas industriales en términos del resultado operativo

- Para un conjunto de empresas vinculadas a la actividad industrial, se tiene que el monto de pasivos financieros representó 3,3 veces el resultado operativo durante el tercer trimestre del año, un nivel similar al registrado en el primer y segundo trimestre
- El nuevo andarivel para este ratio es significativamente inferior al pico (4,8) registrado en 2012. Aunque con el cepo no hubo crecimiento ni generación de empleos, al menos las firmas aprovecharon las tasas de interés reales negativas para moderar su apalancamiento
- El grado de endeudamiento no parece ser una traba para la salida de la recesión, aunque obviamente el contexto cambió y, con tasas reales positivas, se requiere seleccionar muy bien los proyectos de inversión

Los balances industriales del tercer trimestre del año reflejan que el nivel de pasivos financieros se mantiene prácticamente estable respecto de los primeros trimestres del año. La serie muestra un sustancial recorte de este indicador desde los niveles registrados en 2012 y 2013. Verificando que, si bien durante la vigencia de los cepos la economía no creció ni creó empleos productivos, al menos las firmas pudieron ir reduciendo el apalancamiento, gracias a la vigencia de las tasas reales negativas. Eso permite pensar en que el endeudamiento no es una traba para la salida de la recesión, aunque obviamente ahora el contexto cambió, y las tasas serán reales positivas, lo que obliga a seleccionar muy bien los proyectos de inversión.

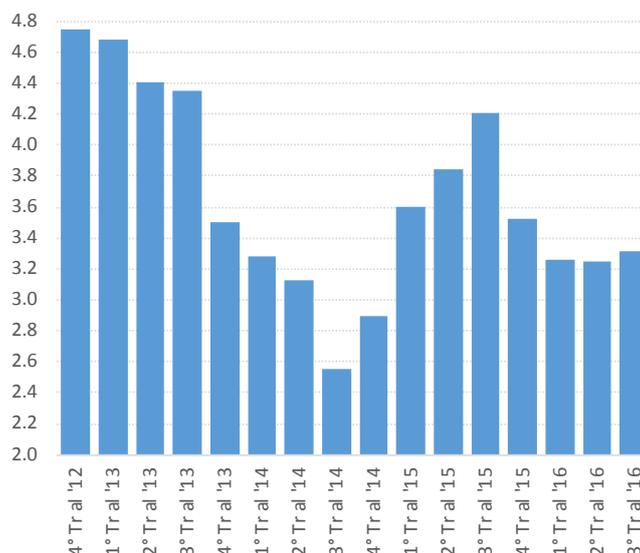
El presente informe se realizó en base a un panel fijo de 18 balances de empresas de primera línea, que remiten sus libros contables a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y, a su vez, están vinculadas con la actividad industrial. Dentro de este conjunto de firmas conviven una amplia gama de sectores; entre otros, empresas del sector alimenticio, del cementero, del metalmeccánico y siderúrgico. Cabe aclarar, para tener

un orden de magnitud, que la facturación anual de este panel fijo de empresas acumula más de \$117,7 mil millones.

Para el siguiente análisis, se construyó un “proxy” de la deuda financiera agregada de estas firmas, tomando el volumen total de los Pasivos (corrientes y no corrientes), netos de Cuentas a Pagar y Provisiones. A su vez, a este monto de pasivos financieros, se lo mensuro en términos del Resultado Operativo acumulado en 12 meses. De esta forma se obtuvo un indicador del nivel de endeudamiento de las empresas industriales.

Como muestra el grafico, el ratio deuda financiera de empresas industriales/resultado operativo, pasó de picos de 4,8 en 2013 y 4 en 2013 a un piso por debajo de 2,6 en el tercer trimestre de 2014, luego de la devaluación del peso registrada durante el primer mes de aquel año. A partir de allí, se observa un incremento del ratio hasta marcar un pico de 4,2 en el tercer trimestre del año pasado. Sin embargo, para 2016 se observa una clara estabilización algo por encima de 3: el indicador pasa de 3,2 en el segundo trimestre a 3,3 en el tercero, en línea con el nivel registrado desde principios de año.

Pasivos Financieros* / Rdo Operativo
en base a un panel fijo de 18 empresas industriales



(* Pasivo (Corr. + No Corr.), neto de Provisiones y Ctas a Pagar

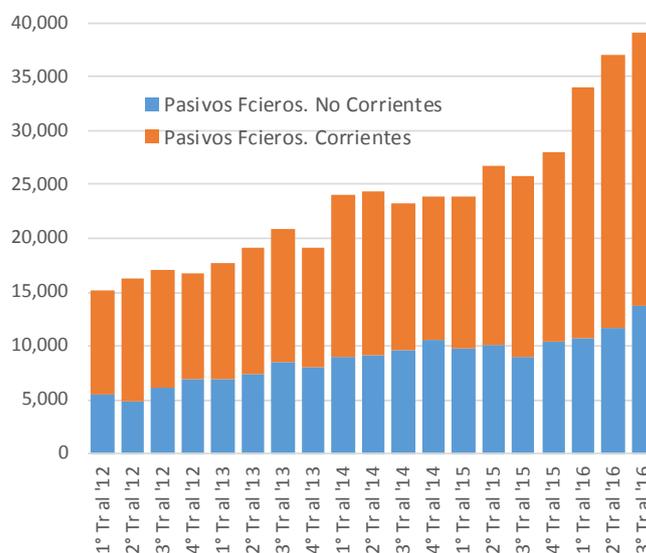
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCBA

Detrás de este comportamiento, se tiene que el stock de pasivos financieros ha crecido 51,4% a/a en el tercer trimestre, acelerando su ritmo de expansión (42% a/a en el primer trimestre y 38,8% a/a durante el segundo). Seguramente esta aceleración obedece, entre otros factores a la devaluación de principios de año -que expandió la parte dolarizada de la deuda- y, a la suba de tasas de interés activas que se registró este año -que ha encarecido el costo del financiamiento-. Por su parte, se debe tener en cuenta que el resultado operativo acumulado creció a un ritmo promedio de 71,2% a/a en los primeros tres trimestres del año. Esto permitió que en indicador se mantenga estabilizado en tono a 3,3.

Asimismo, se debe tener en cuenta que hoy los pasivos financieros corrientes representan el 65% del total, mientras que durante el periodo 2013-2015 significaron entre 60% y 62% del total. Si bien este tipo de empresas tiene la posibilidad de alargar sus plazos de endeudamiento en pesos a una tasa relativamente razonable, es dable pensar que hoy la tasa de interés de corto plazo incide en forma más onerosa el esquema financiero de estas firmas. Más aun, teniendo en cuenta que la tasa de interés real ha pasado a terreno positivo.

Empresas Industriales: Pasivos Financieros*

en base a un panel fijo de 18 empresas industriales, mill pesos



(* Pasivo (Corr. + No Corr.), neto de Provisiones y Ctas a Pagar

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCBA

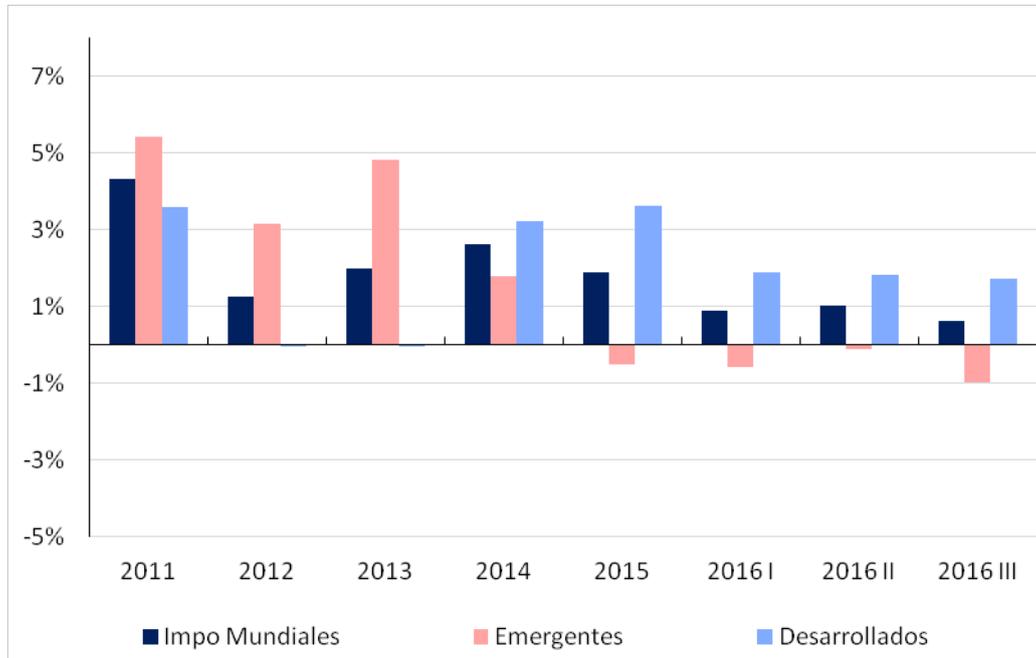
En Foco 3

Magro crecimiento del comercio mundial, con los países emergentes actuando como lastre

- En el tercer trimestre las importaciones mundiales crecieron a un ritmo de sólo 0,6% interanual con una contribución positiva de los desarrollados de 1,7% y una negativa de los emergentes de 1% interanual
- La Eurozona sigue destacándose en el grupo de desarrollados, con un crecimiento en sus compras al exterior de 5,5% interanual
- Dentro de los emergentes, África y Medio Oriente registran una merma de 12,5% interanual en sus importaciones, guarismo similar al del segundo trimestre

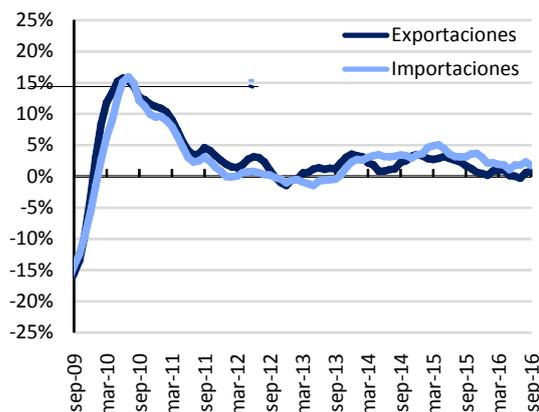
Con los datos de septiembre, se cierra el tercer trimestre del comercio mundial que, medido por volumen de importaciones, crece un 0,6% interanual luego de hacerlo un 1% en el segundo trimestre. La desaceleración se explica por un leve descenso en el ritmo de crecimiento de las importaciones de los países desarrollados (de 1,8% a 1,7% interanual) y por una mayor contracción del lado de los emergentes, cuyas importaciones cayeron 1% en el tercer trimestre, luego de hacerlo 0,1% en el segundo.

Comercio Mundial medido por volumen de importaciones
Variación interanual

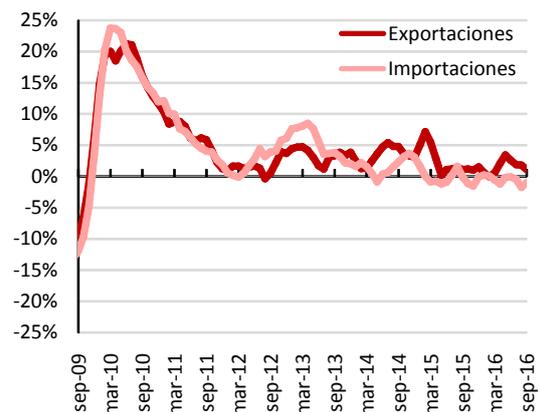


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CBP World Monitor.

Comercio mundial: Economías avanzadas
(Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



Comercio mundial: Economías emergentes
(Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CBP World Monitor.

Analizando por región, se observa que en los avanzados el crecimiento las importaciones fue de 1,7% interanual. Estados Unidos incrementó sus compras en volumen un magro 0,1% interanual en el tercer trimestre, luego de hacerlo 0,3% en el segundo. Para el caso de la Eurozona, que creció 1,7% interanual en el segundo trimestre, desaceleró a 1,3% en el tercero. "Otros países desarrollados" continúan resaltando en el grupo por su buen desempeño de 5,5% interanual en el tercer trimestre, después de anotar un alza de 4,1% en el segundo. Por otro lado, Japón fue en sentido contrario al grupo, recortando sus compras al exterior un 0,7% interanual en el tercer trimestre, luego de crecer 0,9% entre abril y mayo del 2016.

Comercio Mundial medido por volumen de importaciones
Variación interanual

	2016 II	2016 III	Diferencia
Importaciones mundiales	1,0	0,6	-0,4
Desarrollados	1,8	1,7	-0,1
Estados Unidos	0,3	0,1	-0,3
Japón	0,9	-0,7	-1,6
Eurozona	1,7	1,3	-0,4
Otros	4,1	5,5	1,4
Emergentes	-0,1	-1,0	-0,9
Asia emergente	2,3	0,4	-2,0
Europa del Este y Central	10,9	11,0	0,1
América Latina	-3,6	-0,6	3,0
África y Medio Oriente	-12,6	-12,5	0,2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CBP World Monitor.

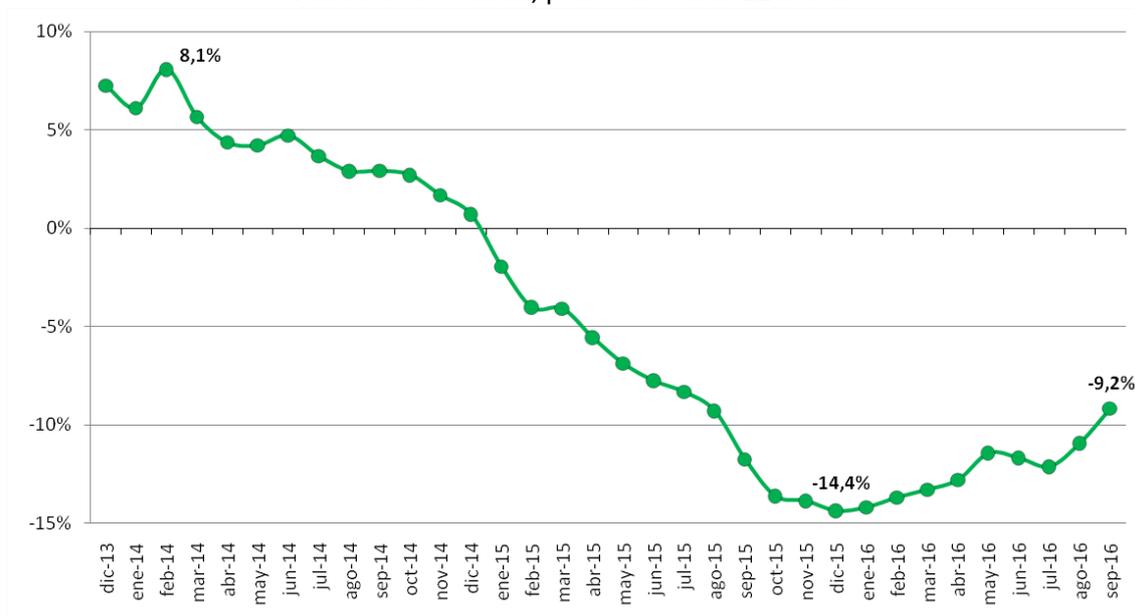
En cuanto a los emergentes, las importaciones cayeron 1% interanual en el tercer trimestre. Vemos un buen desempeño de Europa del Este y Central, cuyas compras al exterior aumentaron 11% interanual, luego de hacerlo a 10,9% en el segundo. En cambio, Asia emergente desacelera sus importaciones en volumen un 0,4% interanual en el período julio-septiembre, mientras que los tres meses anteriores este guarismo había sido de 2,3% interanual. Por otro lado, las compras al exterior de América Latina

desaceleran su caída a 0,6% interanual en el tercer trimestre, después de una merma de 3,6% en el segundo trimestre. África y Medio Oriente reflejan el impacto económico de los conflictos políticos y bélicos: donde sus compras al exterior se contraen 12,5% interanual en el tercer trimestre, similar al rojo de 12,6% del segundo

La evolución de las importaciones de China

Representando el 11% de las importaciones mundiales, es interesante analizar las compras que China realiza al exterior para poder entender la evolución del comercio internacional. En el gráfico vemos que, en el promedio móvil de doce meses, las importaciones chinas se contraen desde fin de 2013. Se adentran a terreno negativo a principios de 2015, y marcan su mayor caída en diciembre de 2015 (-14,4% interanual). Sin embargo, en lo que va del 2016, la tendencia parece comenzar a revertirse, recortando la caída a 9,2% interanual en septiembre.

Evolución de las importaciones de China
Variación interanual, promedio móvil 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a National Bureau Statistics of China.

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2016 II	762.231,5	13,1%	-3,4%	-1,7%
PIB en US\$ (\$ mm)	2016 II	566.554,4	20,2%	-13,6%	-15,6%
EMAE	sep-16	139,9	-0,4%	-3,7%	-2,6%
IGA-OJF (1993=100)	oct-16	163,9	-0,1%	-4,6%	-2,8%
EMI (2012=100)	oct-16	95,7	-0,1%	-8,0%	-4,9%
IPI-OJF (1993=100)	oct-16	174,6	1,2%	-5,6%	-3,5%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	nov-16	59.651,0	7,2%	14,2%	7,2%
Recaudación IVA (\$ mm)	nov-16	52.361,7	6,3%	34,6%	35,4%
ISAC	oct-16	178,4	-5,2%	-19,2%	-13,5%
Importación Bienes de Capital (volumen)	oct-16	-	-	11,9%	0,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2016 II	140.374,9	13,4%	-4,9%	-4,2%
		2016 II	2016 I	2015 IV	2015 III
IBIF como % del PIB		18,4%	18,4%	20,1%	21,0%

* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

** La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual período del año anterior

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2015 III	12.049	1,1%	1,3%	0,8%
PEA (% de la población total)	2015 III	44,8%	0,30 pp	0,10 pp	-0,20 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 III	5,9%	-0,70 pp	-1,60 pp	-0,83 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 III	42,2%	0,70 pp	0,90 pp	0,20 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 III	33,1%	0,00 pp	-0,50 pp	-0,47 pp
Recaudación de la Seguridad Social	oct-16	45.470	0,52%	32,8%	35,3%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2016 II	97,2	2,1%	-16,3%	-21,1%
Brasil	2015 IV	98,7	18,5%	-30,1%	-30,1%
México	2016 II	116,2	1,8%	-8,4%	-9,2%
Estados Unidos	2016 II	98,6	1,6%	4,1%	3,7%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	oct-16	167.196,3	-0,7%	24,4%	27,6%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	oct-16	46.504,9	-2,6%	28,2%	31,7%
Gasto (\$ mm)	oct-16	189.941,6	12,5%	51,5%	32,4%
		oct-16	Acum 16	oct-15	Acum 15
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-77.500,0	-261.460,3	-17.762,0	-157.313,1
Pago de Intereses (\$ mm)		60.079,2	471.683,8	6.801,9	87.036,7
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		289,5	2.608,8	9.639,0	66.880,4
ANSES (\$ mm) *		154,5	1.946,9	2.339,1	39.364,6
		oct-16	ene-oct 16	oct-15	ene-oct 15
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	44.280,0	0,0	40.900,0
		2016 II	2016 I	2015 IV	2015 III
Recaudación Tributaria (% PIB) **		24,1%	25,1%	25,5%	26,8%
Gasto (% PIB) **		22,0%	21,7%	25,1%	24,4%

* Los datos hacen referencia al flujo mensual

** El ratio toma el PIB publicado por las estadísticas oficiales

PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado	
Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 =100)	oct-16	371,1	2,9%	44,7%	41,1%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	sep-16	1295,3	1,7%	40,0%	39,7%	
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%	
TCR Bilateral (1997=1)	oct-16	1,2	-0,7%	14,3%	17,5%	
TCR Multilateral (1997=1)	oct-16	1,1	-1,2%	21,1%	14,1%	
			6-dic-16	oct-16	nov-15	31-dic-15
TCN Oficial (\$/US\$)		16,13		15,57	11,53	13,41
TCN Brecha		0,3%		0,9%	29,1%	6,8%
TCN Real (R\$/US\$)		3,41		3,19	3,79	3,96
TCN Euro (US\$/€)		1,07		1,10	1,07	1,09

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	02-nov-16	756.807,0	5,4%	24,1%	26,9%		
Depósitos (\$ mm)	02-nov-16	1.907.183,2	3,2%	42,4%	35,3%		
Sector Público No Financiero	02-nov-16	462.503,2	-10,4%	38,6%	24,5%		
Sector Privado No Financiero	02-nov-16	1.439.119,6	8,5%	43,8%	39,6%		
Créditos (\$ mm)	02-nov-16	1.098.565,2	4,0%	25,8%	31,1%		
Sector Público No Financiero	02-nov-16	49.628,4	0,0%	-12,3%	21,8%		
Sector Privado No Financiero	02-nov-16	1.025.428,6	4,1%	27,7%	31,5%		
			Fecha	Dato	nov-16	31-dic-15	dic-15
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	02-nov-16	37.536,0	37.676,5	25.563,0	24.823,9		
Ratio de cobertura de las reservas	02-nov-16	78,7%	80,2%	53,3%	45,5%		
Tasa de interés Badlar PF	05-dic-16	20,4%	21,1%	27,3%	23,4%		
Otras tasas de interés **							
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	28-oct-16	42,4%	42,6%	41,6%	37,0%		
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	28-oct-16	28,0%	32,4%	39,2%	28,8%		
Riesgo País							
EMBI+ Países emergentes	06-dic-16	377	373	410	407		
EMBI+ Argentina	06-dic-16	499	478	438	478		
EMBI+ Brasil	06-dic-16	341	331	523	487		
Tasa LIBOR	06-dic-16	0,65%	0,56%	0,42%	0,36%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	05-dic-16	0,41%	0,41%	0,20%	0,24%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	05-dic-16	0,00%	0,00%	0,38%	0,25%		
SELIC (Brasil)	05-dic-16	13,65%	14,04%	14,15%	14,15%		
			Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	07-dic-16	17.233,7	-4,29%	49,62%	30,04%		
Índice Bovespa	07-dic-16	61.317,0	-3,44%	11,09%	7,20%		

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

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

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

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	oct-16	4.715,0	-6,4%	-6,3%	-2,3%
Primarios	oct-16	1.094,0	-15,7%	0,1%	7,6%
MOA	oct-16	1.890,0	-1,8%	-11,1%	-7,5%
MOI	oct-16	1.523,0	-8,2%	-3,5%	-13,2%
Combustibles	oct-16	208,0	30,0%	-11,1%	-22,6%
Exportaciones (volumen)	oct-16	-	-	-7,8%	0,0%
Importaciones (US\$ mm)	oct-16	4.831,0	3,2%	-2,0%	-7,9%
Bienes Intermedios	oct-16	1.254,0	-3,7%	-17,2%	-14,7%
Bienes de Consumo	oct-16	648,0	-7,4%	7,8%	8,4%
Bienes de Capital	oct-16	1.176,0	7,4%	8,1%	-1,0%
Combustibles	oct-16	363,0	9,3%	20,2%	-26,4%
Importaciones (volumen)	oct-16	-	-	2,8%	0,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2016 III	139,9	5,4%	11,6%	6,5%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	sep-16	130,5	-1,6%	2,1%	-5,7%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	sep-16	93,6	-1,0%	8,6%	-0,3%
Energía	sep-16	58,1	0,9%	-2,6%	-24,0%
Petróleo (US\$/barril)	sep-16	45,2	1,0%	-0,6%	-19,1%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2016 II	18.436,5	0,3%	1,2%	1,7%
Brasil	2016 II	1.745,2	-0,6%	-3,8%	-4,6%
Unión Europea	2016 I	15.888,4	0,6%	1,9%	1,9%
China	2016 II	11.019,7	1,8%	1,8%	3,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	sep-16	114,6	-0,4%	1,0%	0,9%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	sep-16	117,0	-0,2%	1,5%	1,4%

* Se toma la variación real desestacionalizada

** La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	nov-16	29.636,0	34,7%	18,0%	2,1%
Región Pampeana	nov-16	12.509,0	31,4%	14,2%	0,6%
NOA	nov-16	4.578,0	-20,3%	17,6%	19,4%
NEA	nov-16	4.263,0	-18,1%	1,9%	8,7%
Cuyo	nov-16	3.538,0	-5,2%	6,6%	8,0%
Región Patagónica	nov-16	5.127,0	3,6%	7,5%	-5,8%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2016 III	1.143,1	14,0%	-8,3%	-11,3%
Región Pampeana	2016 III	696,2	20,5%	-6,5%	-11,8%
NOA	2016 III	265,7	21,2%	-9,7%	-12,2%
NEA	2016 III	288,4	14,2%	-9,8%	-12,0%
Cuyo	2016 III	296,2	23,1%	-10,6%	-16,8%
Región Patagónica	2016 III	195,8	0,7%	-17,9%	-15,5%