



Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

Departamento de Investigaciones

ECONÓMICO FINANCIERO

N° 328

JUNIO DE 2017





*Si se hace clic en uno de los siguientes renglones del Sumario Interactivo se pasa a la sección correspondiente. Para retornar al Sumario Interactivo debe hacerse clic en el título en azul de la sección que se estaba consultando.*

### **SUMARIO INTERACTIVO**

<b>SÍNTESIS EJECUTIVA</b>	<b>2</b>
<b>EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>3</b>
<b>CONTEXTO GENERAL – INTERNACIONAL Y NACIONAL</b>	<b>4</b>
<b>MONEDA, MERCADO FINANCIERO Y CAMBIARIO</b>	<b>11</b>
<b>SECTOR EXTERNO</b>	<b>13</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>20</b>

## SÍNTESIS EJECUTIVA

- Los flujos de capital hacia las economías emergentes se mantienen, pese a las noticias adversas que representan el endurecimiento monetario de China y la crisis política de Brasil; por el momento ambos hechos parecen “encapsulados”.
- De todas maneras para la Argentina son novedades adversas, por el efecto negativo de los problemas de China en los precios de las materias primas y el impacto económico (menores exportaciones); y político, si la crisis política de Brasil se prolonga y contamina su economía y por ende compromete la anémica recuperación que se esperaba para el año en curso.
- Precisamente, en el primer cuatrimestre las exportaciones de nuestro país se incrementaron levemente (1,8%), respecto a igual período del año pasado, con una mejor performance de las Manufacturas de origen industrial en cantidades. En cambio, las importaciones crecieron 9,1% en el referido cuatrimestre, generándose un saldo comercial de -1.017 millones de dólares.
- El déficit fiscal aumentó en abril impulsado por un crecimiento de 38% del gasto primario frente a 35% de los ingresos. La meta oficial de déficit primario para 2017, 4,2% del PIB, es alcanzable; pero la dominancia fiscal reduce los márgenes de la política monetaria, exigiendo al BCRA un gran esfuerzo de esterilización. En mayo (mes de bajo aumento de la recaudación) y junio, los desequilibrios fiscales tenderán a aumentar.
- Se habría producido en mayo una moderada desaceleración de la inflación, luego del resultado adverso de abril. La actividad económica mejora muy gradualmente, liderada por obra pública y en menor medida, por el consumo, luego de que comenzaran a incidir los niveles salariales que surgen de las negociaciones y los ajustes en jubilaciones.
- Se ingresa en un período de mayor volatilidad, ante la proximidad de las elecciones de medio término, que puede derivar en postergación de decisiones de inversión y también de gasto.

**Informe Mensual Económico Financiero** es una publicación del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. Tucumán 612, Piso 4° (C1049AAN), Buenos Aires, Argentina.  
Teléfono 4322-6222 - Fax 4322-4710 - *Website:* [www.iaef.org.ar](http://www.iaef.org.ar) - E-mail: [webmaster@iaef.org.ar](mailto:webmaster@iaef.org.ar)  
Producido por su Departamento de Investigaciones, integrado por los doctores Ricardo López Murphy, Alfredo Gutiérrez Girault y Rubén Vales. Editor Responsable: Dr. Oscar A. Mazza.  
Se autoriza la reproducción si es citada la fuente.

## EXECUTIVE SUMMARY

- Capital flows to emerging economies are maintained, the adverse news represents China's monetary tightening and Brazil's political crisis; at the moment both facts seem encapsulated.
- Anyway, they are adverse news for Argentina, due to the negative effect of China's problems on commodity prices and the economic impact (lower exports); and political, if Brazil political crisis continues and contaminates its economy and therefore compromises the anemic recovery that was expected for the current year.
- Precisely, in the first quarter our country's exports slightly (1.8%) compared to the same period last year, with a better execution of industrial Manufactures in quantities. In contrast, imports grew 9.1% in the four-month period, generating a trade balance of -1,017 billion dollars.
- The fiscal deficit increased in April driven by a 38% growth in primary expenditures, as opposed to 35% in revenues. The official primary deficit target for 2017, 4.2% of GDP, is attainable; but fiscal dominance reduces the margins of the monetary policy, demanding the Central Bank a great effort of sterilization. In May (with low increased in revenue) and June, fiscal imbalances will tend to increase.
- There would have been a moderate slowdown in inflation May, following the adverse results in April. Economic activity gradually improves, led by public works and, to a lesser extent, by consumption, after the salary levels arising from negotiations and adjustments in pensions began to influence.
- The economy has entered a period of greater volatility, given the proximity of midterm elections, which can lead to postponement of investment decisions and also expenditure.

*El IAEF agradece la colaboración de la Sra. Marta Álvarez – Executive English en la traducción de esta Síntesis Ejecutiva.*

## CONTEXTO GENERAL – INTERNACIONAL Y NACIONAL

1. La economía de Estados Unidos mantiene su dinamismo: se estima que en el segundo trimestre del año crecerá 3,0% respecto del primero (a ritmo anual) para cerrar el año con un crecimiento de 2,2%.

En este contexto, y con la tasa de desempleo cayendo a 4,4%, se espera que la Reserva Federal aumente en 25 puntos básicos la tasa de *Federal Funds* en su reunión de mediados de junio; esto empujaría el rendimiento anual de los bonos del Tesoro (10 años) al entorno de 2,5% y elevaría el piso de la deuda de los países emergentes en general y de la Argentina en particular

2. El Banco Central de China ha dado algunos pasos dirigidos a endurecer la política monetaria y aumentar el control sobre la paridad del yuan (reduciendo la flexibilidad), buscando además neutralizar el impacto adverso en los mercados de la reducción de la calificación de la deuda soberana de China realizada por Moody's.

Finalmente, el objetivo es proponer un cambio en la fijación de la tasa de referencia incorporando un componente contracíclico a fin de limitar la volatilidad. El mercado, sin embargo, ha interpretado esta medida como una mayor intervención y un alejamiento del camino iniciado de acercarse al mercado. Los funcionarios, en cambio, argumentan que, al ayudar a una mayor estabilidad, contribuyen al fortalecimiento del mercado financiero, tradicionalmente criticado por el riesgo potencial que implica el *shadow banking*.

Las proyecciones de J.P. Morgan anticipan un crecimiento de 6,5% del PIB de China para la segunda mitad del año, y de 6,7% y 6,2% para 2017 y 2018 como promedio anual. El temor a un freno en la economía china provocó una recaída de los precios de las materias primas.

En ese sentido, los productos más afectados fueron los metálicos básicos, el mineral de hierro, el petróleo y el efecto depresivo alcanza también a las acciones de empresas vinculadas a estos productos. Dentro de los productos agrícolas, la soja también está siendo afectada.

3. El proceso de mejora tecnológica en la producción de energía que hay en curso en muchos países, en particular Estados Unidos, potencialmente dará lugar a una reducción estructural en el costo de la energía. Por esta razón, el precio del petróleo adolece de una debilidad fundamental, que los intentos de algunos países productores de resolver mediante recortes en la producción no parece solucionar.

Obviamente, este contexto beneficiaría a las economías importadoras de petróleo, como China, India, Japón y muchos países de la Unión Europea, entre los más desarrollados. Entre las economías perjudicadas estarían Rusia, los países árabes e Irán.

Para la Argentina esta novedad tiene un aspecto positivo y dos negativos. El aspecto positivo se vincula al hecho de que hay una correlación tal que, a menores precios del petróleo, mayor actividad en la economía mundial; vía comercio internacional una economía mundial más dinámica beneficiaría las exportaciones argentinas.

Los aspectos negativos son dos, como se dijo: i) un bajo precio del petróleo desalentaría el desarrollo de yacimientos ubicados en nuestro país (Vaca Muerta); ii) las economías productoras de petróleo de la región se verían seriamente afectadas, ya no solo Venezuela sino también Ecuador y Bolivia (turbulencias económicas y políticas en este país serían particularmente complejas para la Argentina).

4. La crisis política de Brasil escaló en mayo, derivando en una readecuación de los portafolios de los inversores. Al concluir mayo la situación seguía siendo fluida, con el dólar cotizando a 3,24 reales (el nivel más depreciado desde enero pero todavía 19% apreciado en términos interanuales); y una baja en la Bolsa de San Pablo de 6% en el mes, pero con una mejora todavía de 26% interanual. Respecto de fin de abril, mientras la prima de riesgo aumentaba alrededor de 50 puntos básicos, impulsada por la recomendación de los analistas de retroceder de *overweight* a neutral en la exposición con bonos brasileños soberanos en moneda extranjera. El problema de este tipo de crisis, de honda raíz institucional, es la ausencia de un piso, lo cual hace peligrar la continuidad del programa de corrección de la economía vecina. En este contexto se esperaba que el Banco Central de Brasil redujera a fin de mayo la tasa de referencia.
5. La crisis brasileña se produce cuando los flujos de fondos hacia los mercados emergentes se profundiza. El aumento de los flujos, como se ha venido destacando en Informes Mensuales previos, abarca tanto bonos como acciones; en los primeros cuatro meses del año el flujo rondó los 70,0 miles de millones de dólares, según la estimación de J.P. Morgan.
6. Los analistas son optimistas en el sentido de que el episodio de Brasil y los temores sobre China queden encapsulados en esos países. Desde el punto de vista de los mercados, sería razonable que, si Brasil sufre una suerte de discriminación, en un contexto de alta liquidez, su “porción” se reparte entre otros jugadores. Sin embargo, este razonamiento optimista parece pecar de simplista, sobre todo si los mercados creen que otros países/economías podrían: i) sufrir un shock similar; ii) gobiernos verse involucrados en denuncias de corrupción; iii) el

efecto adverso de la crisis de Brasil sobre el crecimiento de la región (que ya iba a ser módico).

7. La resistencia de la tasa de inflación a converger con las metas del BCRA derivó en que la autoridad monetaria elevara en mayo la tasa pagada a las Lebac colocadas a 35 días en 25,5% anual, 125 puntos más que el mes anterior. La señal de alarma se disparó con la tasa de inflación de abril (2,6% respecto a marzo y 27,5% interanual según el INDEC) y, aunque el consenso de los analistas espera valores sustancialmente más bajos para mayo y junio (1,6% y 1,2% respectivamente), la autoridad monetaria prefirió enviar una vez más al mercado una señal elocuente de su compromiso con la estabilidad.

En el anterior Informe Mensual N° 327 se analizaron, desde diversos ángulos, los márgenes de la política monetaria. En breve resumen:

- a) En general, las tasas de referencia que fijan las autoridades monetarias los países en desarrollo son positivas en términos reales (en particular en América Latina).
  - b) La expansión monetaria, *ex ante* la esterilización que realiza el BCRA, crece a un ritmo de 45% anual que duplica largamente la meta de inflación.
  - c) Alrededor del 65% de la expansión monetaria es de origen fiscal (adelantos al Tesoro, transferencia de utilidades o compra de dólares por los bonos colocados por el Ministerio de Finanzas) y el resto corresponde a los intereses de las Lebac.
  - d) La participación de Lebac + Pases en el total de los Pasivos Financieros del BCRA llega ya a 53% y viene creciendo sostenidamente (36% en diciembre 2015).
8. Las cuentas fiscales de la Argentina generan cierta preocupación por las exigentes condiciones que impone la sustentabilidad del déficit proyectado para los próximos años.

En efecto, dicha sustentabilidad exige cuatro condiciones:

- a) Tasas de interés internacional muy bajas y una prima de riesgo que converja a los 250 puntos básicos. Si bien la prima de riesgo emergente ha bajado algo, está claro que la suba de la tasa de la Reserva Federal provocará una caída en el precio de los bonos del Tesoro y una suba de los rendimientos, como ya fue señalado.
- b) Que no exista *roll over risk*, es decir que, como mínimo, no haya un shock de expectativas que derive en un aumento generalizado en los inversores

internacionales en su aversión al riesgo, que reoriente los flujos de capital en contra de las economías emergentes.

- c) **Que exista de parte del gobierno la voluntad de encarar una aritmética de la corrección fiscal,** que por el momento no se percibe y que en el futuro mediano está condicionado por los compromisos de gasto de capital y de consumo (salarios públicos y jubilaciones); que, hasta las elecciones de octubre, estará condicionado por el clima electoral y que a partir de esa fecha estará influida por el resultado de las mismas. Se necesitaría congelar el gasto primario en términos reales, pero eso es inviable con la política social.
  - d) **Un crecimiento del PIB como mínimo del 3%** que permita ir licuando el gasto en términos del PIB; hoy los números de crecimiento para 2017 y aun para 2018 están por debajo de esta cifra.
9. Las cifras de abril ilustran este problema. El resultado financiero de abril, sin incluir ingresos extraordinarios de rentas de la propiedad, arrojó un déficit de 52,4 miles de millones de pesos, contra 20,4 miles de millones del mismo mes de 2016. De esta manera, en el primer cuatrimestre el déficit subió a 143,4 miles de millones (89,8 miles de millones en igual período de 2016).

**El dato clave de abril es el ritmo de crecimiento interanual del gasto primario, 38,1% versus el de los ingresos genuinos, 34,8%. De esa manera, la ventaja inicial de ingresos sobre gastos que aportó el sinceramiento se diluye.**

El salto del gasto es liderado por un aumento de 41,8% en el ítem de gasto de consumo y de 66% en gasto de capital. A tener en cuenta, el pago de intereses de deuda se triplicó respecto de abril de 2016.

La información de la recaudación de mayo, con un bajo aumento interanual de 21%, más allá de los problemas derivados del corrimiento de las fechas de vencimiento, sugiere que el déficit del mes será significativo.

10. El dilema fiscal se agudizará en junio y primeros días de julio, período en que habrá hechos positivos y otros no tanto.

La buena noticia será el ingreso del Impuesto a los Bienes Personales, ahora con una base ampliada por el sinceramiento.

Hay dos noticias negativas. Probablemente, la contribución de las presentaciones anuales de Ganancias tenga menos peso que otros años (suba del mínimo no imponible mediante). Desde el punto de vista del gasto, Anses y el Tesoro deberán pagar el medio aguinaldo a jubilados y empleados públicos.

Por lo tanto, la dominancia fiscal de la política monetaria sigue vigente y ello seguramente ha incidido en la estrategia del BCRA.

11. Con dificultades para controlar la oferta de dinero (emisión–creación de pesos), la estabilidad de la demanda de dinero pasa a tener un papel crucial, dado que con turbulencias en ambos frentes la situación para la autoridad monetaria se complicaría.

Durante los primeros cinco meses del año la demanda de pesos fue bastante alta, aunque los informes del BCRA indican que las compras de dólares de particulares se mantuvieron firmes. La cuestión es si este panorama se modificará al aproximarse las elecciones de medio término, cuando comiencen a circular encuestas ya con las candidaturas cerradas.

12. En los primeros cinco meses del año los depósitos crecieron moderadamente: 7,5%, o sea 18,9% a ritmo anual, por debajo del aumento del nivel de precios en ese período.

**Cuadro 1**  
**MEDIOS DE PAGO Y DEPÓSITOS**  
(En miles de millones de pesos y tasas de variación)

	Nivel	Variaciones (%)		
	Mayo 2017	Mayo/Abril	Mayo 2017/Diciembre 2016	Mayo 2017/Mayo 2016
1. Depósitos Vista	420,0	-0,2	4,2	31,2
2. Depósitos en Caja de Ahorro	330,6	2,2	1,0	43,8
3. Depósitos a Plazo	691,5	0,7	14,5	22,9
4. Otros	61,0	1,0	-2,6	31,7
5. Depósitos en pesos (1+2+3+4)	1.503,1	<b>0,7</b>	<b>7,5</b>	<b>29,6</b>
6. Depósitos Privados en pesos	1.149,1	0,0	4,6	24,8
7. Depósitos Oficiales en pesos (5-6)	354,0	3,2	19,2	44,5
8. Efectivo en Público	523,0	1,5	5,7	30,4
9. M1 Total (1+8)	943,0	0,7	5,0	30,8
10. M1 Privado	785,0	<b>1,8</b>	<b>5,4</b>	<b>29,5</b>
11. M3 Total (5+8)	2.026,0	0,9	7,0	29,5
12. M3 Privado (6+8)	1.672,0	<b>0,5</b>	<b>6,8</b>	<b>26,5</b>

FUENTE: Elaboración propia con datos del BCRA.

En particular, el dinero transaccional, sea el M1 Total o del Privado, crecieron alrededor del 5%, como surge.

Podría argumentarse que hay estacionalidad en el primer semestre, dado que el punto de partida, influido por el medio aguinaldo que se cobre en diciembre, es alto. De todas maneras, el crecimiento de M1 es lo suficientemente bajo como para que sea necesario monitorear la evolución de la demanda de dinero.

13. Claramente el exceso de pesos es absorbido por las Lebac y los Pases que, como se dijo, representan ya el 53% de los Pasivos Financieros del BCRA, con una tendencia que crece permanentemente.

Dentro de las Lebac también crece la proporción de aquellas en poder de instituciones no financieras, en parte alentadas por el *carry trade*. A mayo, sobre un monto total de 850 miles de millones de Lebac a mediados de mayo, 500 miles de millones estaban en poder de este grupo de agentes económicos; doce meses antes el monto era de 250 miles de millones, lo que indica una duplicación en los últimos doce meses.

Esta tendencia provoca una suerte de desintermediación financiera, dado que las Lebac compiten como opción financiera con los depósitos a plazo. Por lo tanto, reduce la faz crediticia y el volumen de negocios de las entidades financieras.

14. Una eventual mayor volatilidad de la demanda de dinero pondría presión en el mercado de cambios, dada la percepción de los agentes de cierto rezago cambiario vis-à-vis el dólar estadounidense.

Esto permitiría un deslizamiento de la cotización nominal que, para fin de 2017, J.P. Morgan ubica en 16,70 pesos por dólar, lo que implicaría una devaluación de 5,3% para el período diciembre 2016-diciembre 2017. El impacto de la corrección no debería tener demasiado impacto sobre los precios.

15. Tres datos importantes para entender la percepción de los agentes económicos frente a la cuestión del nivel del tipo de cambio y la tasa de interés.

- a) Las compras de dólares de particulares en el mercado de cambios siguen siendo elevadas, según lo indica el Balance Cambiario del BCRA. Por caso, en abril las compras brutas de billetes de particulares ascendieron a 2.065 millones y las ventas a 1.222 millones, lo que deja un saldo de 843 millones de acumulación neta, concentradas en compras de personas físicas. Entre el 3/5 y el 23/5 compró 1.100 millones a particulares, el 65% del total adquirió al sector privado en el año. El nivel de reservas ronda los 47,5 miles de millones de dólares.
- b) El drenaje de dólares en concepto de gasto de turismo sigue siendo importante. Esto además complica el turismo receptivo y afecta la actividad en las fronteras. Las salidas brutas en el primer cuatrimestre por Turismo, viajes y transporte ascendieron a 4.550 millones de dólares contra ingresos por 700.
- c) Los depósitos en dólares del sector privado han comenzado a caer luego de alcanzar un máximo de 24,8 miles de millones a mediados de abril; el 23/5 se ubicaban en 23,3 miles de millones. En parte esta caída puede

asociarse con el éxito de la colocación de Letras del Tesoro en dólares, pero de todas maneras es otra señal para monitorear, sobre todo por cuanto los depósitos oficiales en moneda extranjera no crecen, sino que acompañan la baja de los privados.

16. La actividad económica del primer trimestre terminó arrojando una variación interanual positiva de 0,1% según el EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica), merced a una mejora de 0,8% en marzo. Recuérdese que la variación interanual del cuarto trimestre de 2016 fue de -2,1%.

Si se efectúa otro tipo de comparación, del trimestre respecto del trimestre anterior, se observa que después de una baja de 2,6% en el segundo trimestre de 2016, en el tercero el EMAE creció 0,3%, en el cuarto 2,2% para volver a retroceder 0,5% en el primero de 2017; en otros términos, con una tendencia ascendente gradual y volátil, se estaría recuperando el nivel de actividad del primer trimestre de 2016.

El comportamiento de los indicadores de actividad industrial y de la construcción en abril permite ser moderadamente optimistas que la tendencia se profundice, lo que requiere, por cierto un marco de baja volatilidad de expectativas. El Índice de Producción Industrial de FIEL volvió a mostrar un retroceso interanual en abril, en este caso de 2,0%, y acumula un descenso de 2,1% en el cuatrimestre (siempre respecto de igual periodo de 2016); pero la comparación abril-marzo muestra un crecimiento de 1,3%, sugiriendo esa tendencia alcista moderada a la que se hacía referencia.

El desempeño del Índice de Confianza del Consumidor en mayo, estabilizando luego del salto observado en abril, indica la presencia de volatilidad en las expectativas.

## MONEDA, MERCADO FINANCIERO Y CAMBIARIO

1. En mayo y por tercer mes consecutivo, la Base Monetaria se mantuvo estabilizada, sin variaciones respecto del mes precedente; en rigor, la **variación acumulada en el “quinquemestre” fue de apenas 0,2%. Sin embargo, el aumento interanual es de 35,2%.**

Cabe señalar que existe una tendencia estacional a un bajo aumento de la Base en la primera parte del año, por cuanto la punta de diciembre es alta (por efecto del medio aguinaldo).

2. Pero los Pasivos Financieros aumentaron en mayo 3,8% respecto de abril, con un salto del orden del 7% en el stock de Lebac+Pases. **En otros términos, la expansión monetaria ex ante esterilización rondó los 65,0 miles de millones de pesos y fue esterilizada totalmente (por eso la Base Monetaria se mantuvo).**

Esta expansión monetaria estuvo alimentada por la monetización de los 1,1 miles de millones de dólares que el BCRA compró a particulares (unos 15,0 miles de millones de pesos), la remuneración de las propias Lebac y Pases (otros 18,0 miles de millones) y el resto asistencia al Tesoro. Los Pasivos Financieros han aumentado 15,8% en los primeros cinco meses y 55% en términos interanuales, muy por encima de los indicadores de precios; se trata de alrededor de 650,0 miles de millones de pesos, cifra consistente con la suma del déficit fiscal y cuasi fiscal anual de nuestro país.

3. Sin perjuicio del análisis efectuado en la primera sección del presente Informe Mensual, **los depósitos en pesos aumentaron 0,7% en mayo respecto de abril, impulsados por las colocaciones en caja de ahorro, que aumentaron 2,1%, y en menor medida los plazos fijo (0,7%), en un contexto de estabilidad de los depósitos vista.**

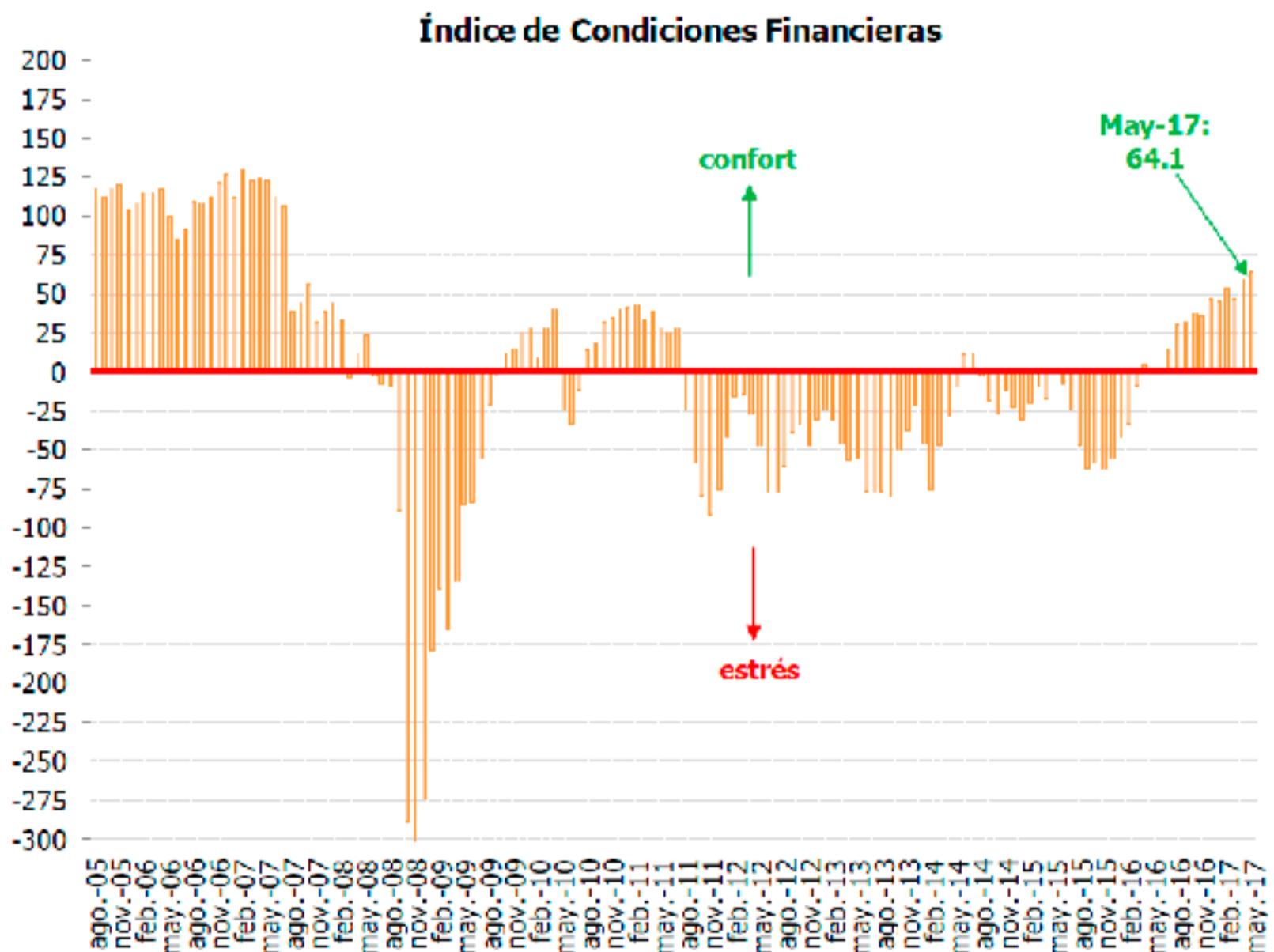
Las tasas de interés ofrecidas a los ahorristas se mantuvieron estables, pese al aumento de tasas de las Lebac.

4. El tipo de cambio peso/dólar se deslizó en mayo, con una variación mensual entre puntas de 4,6% nominal, como es sabido con un importante rezago cambiario frente al dólar estadounidense. El tipo de cambio real bilateral peso/dólar a fin de mayo se estimó en 0,99 (Diciembre 2001 = 1,00), contra 0,96 en abril. *(Véase el Anexo Estadístico, Cuadro III, Tipo de cambio real bilateral peso/dólar y peso/real)*

## Índice de Condiciones Financieras (ICF)

Presentado conjuntamente por IAEF y ECONVIEW – Mayo 2017

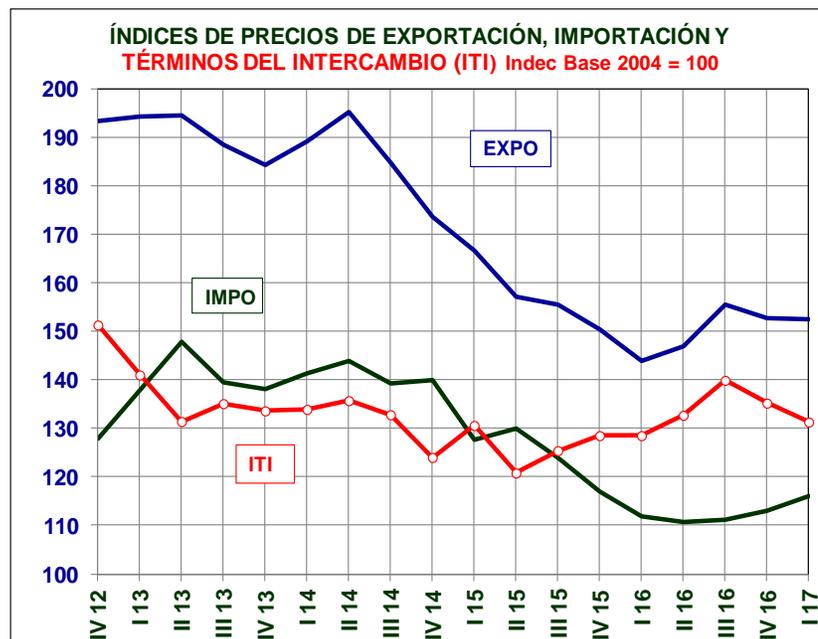
- En el mes de mayo el ICF mejoró levemente, avanzando 3,6 puntos respecto de abril, alcanzando los 64,1 puntos, superando anteriores valores y marcando el mejor registro desde julio de 2007.
- Las condiciones financieras se ubican en zona de confort hace once meses consecutivos, mientras la actividad económica prácticamente en el mismo período lleva acumulados tres trimestres seguidos con crecimiento respecto del trimestre anterior.
- Las condiciones locales tuvieron un leve deterioro mensual, tras una suave baja de los depósitos en dólares y la liquidez de largo plazo, en tanto las condiciones externas volvieron a mejorar, tal como viene sucediendo en forma consecutiva tras el triunfo de Trump, por una mejora en la liquidez global y mayor confianza en el mercado accionario de Estados Unidos.



## SECTOR EXTERNO

1. Como primer tema se hará mención al Índice de Términos del Intercambio, elaborado por INDEC, que surge del cociente de los índices de precios de exportación y de importación, como se ha hecho referencia en este Informe Mensual en varias oportunidades.

En el gráfico se destaca la fuerte baja de los precios de exportación a partir del pico del Trim. II 2014.



Debe tenerse en cuenta que en estos índices se aplican ponderaciones móviles, de modo que cuando se hacen comparaciones con períodos intermedios se reflejan además modificaciones en la ponderaciones; solo las comparaciones con la base de 2004 reflejan cambios puros de precios.

En este sentido, la variación contra la base en el pico del Trim. II 2014 fue 95% en las exportaciones, casi el doble, en tanto que en las importaciones del mismo trimestre fue solamente el 44% (ITI 36%).

La clave es que, si aumenta el ITI respecto del año base, será necesaria una menor cantidad de exportaciones para obtener determinado volumen de importaciones, dicho de otro modo, una mayor cantidad de importaciones sin que se modifique el volumen exportado. Además, la mejora en el ITI aumenta el poder de compra del Producto (a precios constantes) para elevar el gasto interno en consumo o inversión.

Por lo tanto, la fuerte caída de los precios de exportación desde el Trim. III 2014 y hasta el Trim. I 2016 significó un descenso del aquel poder compra, aunque las reducciones en los precios de importación mitigaron la baja del ITI.

- Con las limitaciones destacadas en el punto anterior, con un enfoque desde el Trim. I 2017, se van a analizar las variaciones interanuales de los índices de precios de exportaciones e importaciones, desagregadas por grandes rubros y usos, respectivamente.

**Cuadro 1**  
**PRECIOS DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN**  
Primer trimestre de 2017/Primer trimestre de 2016  
Base 2004 = 100 - Variación porcentual (%)

	Trim. I 2016	Trim. I 2017	I 2017/I 2016
<b>Precios de Exportación</b>	<b>143,8</b>	<b>152,4</b>	<b>6,0</b>
Productos primarios	138,5	141,6	2,2
Manufacturas de origen agrícola (MOA)	147,6	163,2	10,6
Manufacturas de origen industrial (MOI)	150,5	148,5	-1,3
Combustibles y energía	103,7	146,0	40,8
<b>Precios de Importación</b>	<b>111,9</b>	<b>116,1</b>	<b>3,8</b>
Bienes de capital	98,8	103,2	4,5
Bienes de uso intermedio	126,6	128,5	1,5
Combustibles y lubricantes	137,1	169,9	23,9
Piezas y accesorios para bienes de capital	94,8	98,0	3,4
Bienes de consumo	111,7	111,8	0,1
Vehículos automotores de pasajeros	151,5	149,9	-1,1

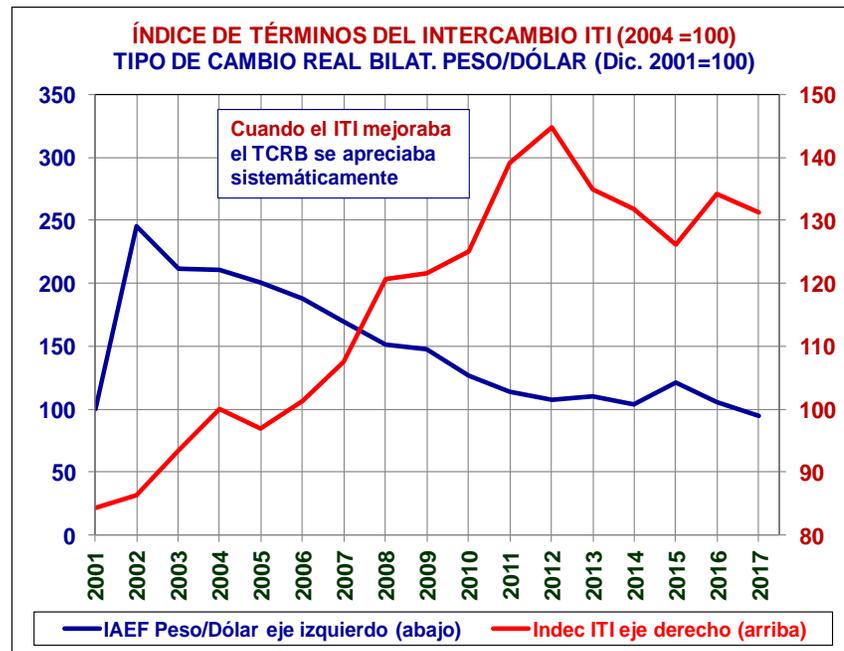
FUENTE: INDEC.

Tanto los precios de exportaciones como de importaciones resultaron globalmente positivos en el período en consideración, en mayor medida los primeros (6,0% y 3,8%). Los bienes MOA, Primarios y Combustibles exhibieron subas, excepto MOI con un leve retroceso. En el caso de importaciones predominaron los rubros positivos, salvo automotores.

- En el siguiente gráfico se actualizan las series Índice de Términos del Intercambio y Tipo de Cambio real bilateral (TCRB) peso-dólar desde 2001 y el Trim. I 2017

El ITI fue creciendo hasta el máximo de diciembre de 2012, para luego descender en función a la baja de los mercados. Por su parte, a partir del pico de 2002, el TCRB cruza al ITI en 2007-2008 y vuelve al entorno del nivel 100.

Lo cierto es que mientras el ITI crecía se compensaba la apreciación del TCRB, no así cuando el ITI descendía y se estabilizaba en un nivel más bajo, como puede verse en el gráfico.



- Pasando al tema de *commodities* agrícolas, comenzando por la soja, se exponen las proyecciones de las variables clave de los tres mayores productores.

**Cuadro 2**  
**PROYECCIONES DE ÁREA, RENDIMIENTO Y PRODUCCIÓN DE SOJA**  
**Estados Unidos, Brasil y Argentina**  
 (En millones de hectáreas, rendimiento y producción)

	USA	Brasil	Argentina
Área (millones de hectáreas)	35,86	34,70	19,10
Rinde (toneladas por hectárea)	3,23	3,08	2,98
Producción (millones de toneladas)	115,80	107,00	57,00

FUENTE: *United States Department of Agriculture (USDA)*, Mayo 2017.

Se destaca el mayor rendimiento en Estados Unidos, superando a Brasil en producción con un área en similar entorno. El rinde de nuestro país es prácticamente similar al de Brasil.

- Seguidamente se exponen las estimaciones de producción local de soja y maíz.

En general, no hay grandes diferencias en las estimaciones, tanto a nivel internacional como nacional, sea local del sector privado o del público, aunque hasta último momento el factor meteorológico puede cambiar los resultados en uno u otro sentido, como habitualmente se menciona en el Informe Mensual.

**Cuadro 3**  
**ESTIMACIONES DE COSECHA SOJA Y MAÍZ**  
**Campaña 2016/2017 y comparación con 2015/2016**  
**En millones de toneladas**

	2015/2016 BCR	2016/2017 BCR	Var. anual BCR %	2016/2017 Bol.Cereales	2016/2017 USDA	2016/2017 Min.Agroind.
Soja	55,3	57,0	3,0	57,5	57,0	58,0
Maíz	30,1	38,0	26,2	39,0	40,0	(*) 46,5

(\*) Sumando grano comercial y con destino forrajero.

FUENTE: Bolsa de Comercio de Rosario, Bolsa de Cereales, USDA (Dto. Agricultura) Ministerio de Agroindustria.

Nada mejor que comentar algunos aspectos en el tema climático, provenientes del Ministerio de Agroindustria (*Estimaciones agrícolas*, Informe mensual del 24 de mayo de 2017).

Al 18 de mayo se había cosechado el 71% del área de soja frente al 65% de la campaña anterior, pero el área cosechable disminuyó respecto de abril debido a excesos hídricos (lluvia o napas), con dificultades para transitar caminos rurales. En cuanto al maíz, el avance es del 41% versus el 29% del período anterior, estimando un ligero incremento en comparación con abril.

**Con estos caveats, puede esperarse una cosecha de soja levemente superior a la del año pasado y otra muy superior a la del maíz.**

- En materia de precios de cereales, de acuerdo con el *Newsletter Escenarios Granarios* del 15-5-2017, difundido por el Centro de Gestión Agropecuaria (Fundación Libertad – Rosario), *La competencia en el mercado del maíz y soja lleva a los valores FOB a estar presionados por la mayor oferta disponible...*

En el *Anexo Estadístico, Cuadro IV, Precios internacionales de soja, trigo, maíz y petróleo*, en el mes de abril los precios de soja y maíz bajaron -1,7% y -3,7%, respectivamente, de modo interanual; y en comparación con el Trim. I 2017 las variaciones fueron -7,4% y -2,5%, en cada caso.

Dado que a la fecha de cierre de este Informe Mensual no se disponía de los valores promedio de mayo, se calculó la variación entre puntas 31-5-2017/28-4-2017. Esto, a partir de la información del Ministerio de Agroindustria, sobre la base del mercado de Chicago, la posición más corta (julio). Así resulta que la variación mensual de la soja fue de -4,0% y la del maíz 1,4%.

7. En las siguientes secciones se evaluará el intercambio comercial argentino, comparando el período enero-abril del corriente año con igual tramo de 2016.

**Cuadro 4**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(En millones de dólares y variación interanual)

	Exportaciones FOB			Importaciones CIF			Saldo comercial	
	2017	2016	2017/2016	2017	2016	2017/2016	2017	2016
Enero	4.252	3.875	9,7	4.340	4.052	7,1	-88	-117
Febrero	3.881	4.143	-6,3	3.939	4.034	-2,4	-59	110
Marzo	4.537	4.424	2,6	5.468	4.698	16,4	-931	-274
Abril	4.825	4.743	1,7	4.964	4.371	13,6	-139	372
<b>4 m.</b>	<b>17.495</b>	<b>17.186</b>	<b>1,8</b>	<b>18.712</b>	<b>17.156</b>	<b>9,1</b>	<b>-1.217</b>	<b>30</b>
<b>Anual</b>		<b>57.733</b>			55.610			<b>2.124</b>

FUENTE: INDEC.

NOTA: Si se excluyeran las importaciones de Combustibles de los cuatro meses de 2017 y 2016, por 1.231 millones y 1.069 millones, respectivamente, el saldo de 2017 pasaría a un positivo de 14 millones y el de 2016 a 1.099 millones.

En el período enero-abril las exportaciones llegaron a 17.495 millones de dólares y las importaciones a 18.712 millones, lo que significó una leve suba de 1,8%, contra un crecimiento de 9,1% en las importaciones. De esta manera, el saldo de la balanza comercial fue de -1.217 versus los 30 millones de igual período del año pasado.

8. En el siguiente cuadro se desagregan las exportaciones según principales rubros y las importaciones por usos económicos.

**Cuadro 5**  
**EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DESAGREGADAS**  
(En tasas de variación % interanual)

	Valor	Precio	Cantidad
<b>Expo FOB</b>	<b>1,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,9</b>
Productos primarios	-5,2	4,1	-8,9
Manufac. de origen agropecuario	1,5	8,9	-6,8
Manufac. de origen industrial	7,1	-0,5	7,6
Combustibles y energía	17,1	34,9	-13,2
<b>Impo CIF</b>	<b>9,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>
Bienes de capital	17,2	5,6	11,0
Bienes de uso intermedio	1,4	4,2	-2,7
Combustibles y lubricantes	15,2	23,5	-6,8
Piezas bienes de capital	-5,0	2,8	-7,6
Bienes de consumo	16,7	0,5	16,1
Automotores de pasajeros	40,2	0,1	40,0
Resto	46,8	---	---

FUENTE: ídem anterior.

En las exportaciones, los Productos primarios sufrieron una baja de -5,2% en valores, impulsada por una caída en cantidades (-8,9%) que no alcanzó a ser compensada por los mayores precios. En cambio, en Manufacturas de origen agropecuario (MOA) los precios compensaron el descenso del volumen. Manufacturas de origen industrial (MOI) se destacaron con un 7,1% en valores, gracias a las cantidades exportadas, como también Combustibles.

En materia de importaciones, solamente quedaron en rojo Piezas y accesorios para bienes de capital (-5,0%), básicamente por efecto cantidades. El aporte positivo provino de Bienes de capital, Combustibles, Bienes de consumo y Vehículos automotores para pasajeros, este sector con un salto de 40,2%. Bienes de uso intermedio tuvo un pobre desempeño, salvando la posición el efecto precio, consistentemente con el nivel de actividad industrial del período.

9. En el cuadro siguiente se destacan los primeros diez productos que más crecimiento mostraron en las exportaciones de enero–abril de 2017, en comparación con igual período de 2016.

**Cuadro 6**  
**EXPORTACIONES**  
**Principales diferencias absolutas y porcentuales**  
**(Ranking en millones de dólares)**

	4 meses 2017	4 meses 2016	2017 menos 4 m. 2016	(%) 4 m. 2017/2016
<b>Exportaciones totales</b>	<b>17.495</b>	<b>17.186</b>	<b>309</b>	<b>1,8</b>
Harina y pellets extracción aceite de soja	3.126	2.781	345	12,4
Trigo, excluido duro y para siembra	1.125	868	257	29,6
Vehículos automotores para mercancías	866	667	199	29,8
<b>Participación 3 primeros 29,2% y 25,1%</b>	<b>5.117</b>	<b>4.316</b>	<b>801</b>	<b>18,6</b>
Porotos de soja	393	257	136	52,9
Calamar	136	37	99	267,7
Biodiesel	271	183	88	48,1
Tubos sin costura de hierro o acero	103	22	81	368,2
Garbanzos secos desvainados	115	38	77	202,6
Aluminio en bruto	166	123	43	35,0
Plata en bruto	84	44	40	90,9
<b>Subtotal</b>	<b>6.385</b>	<b>5.020</b>	<b>1.365</b>	<b>27,2</b>
<b>% del total</b>	<b>36,5</b>	<b>29,2</b>		

FUENTE: ídem anterior

La característica del cuatrimestre es que tres productos se acercan al 30% sobre el total exportado (25% en el anterior), un MOA, un Primario y un MOI. Si se agregan los siete productos restantes se acumula un 37%–29% en cada caso.

De ahí que pueda interpretarse que el sector exportador denota cierto grado de concentración. Por otro lado, la variación porcentual permite apreciar el potencial de crecimiento de los diferentes sectores seleccionados.

10. Un sector que debe ser analizado especialmente es el de la balanza comercial con Brasil.

**Cuadro 6**  
**INTERCAMBIO COMERCIAL ARGENTINA CON BRASIL**  
(En millones de dólares)

	Exportaciones		Importaciones		Saldo comercial	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016
Enero	690	503	1.026	851	-336	-348
Febrero	599	723	1.224	1.013	-624	-290
Marzo	794	759	1.557	1.185	-764	-426
Abril	761	831	1.395	1.164	-634	-333
<b>4 meses</b>	<b>2.844</b>	<b>2.816</b>	<b>5.202</b>	<b>4.213</b>	<b>-2.358</b>	<b>-1.397</b>
<b>Anual</b>		<b>9.034</b>		<b>13.674</b>		<b>-4.640</b>

FUENTE: ídem anterior.

En los primeros cuatro meses las exportaciones argentinas a Brasil totalizaron 2.844 millones de dólares y las importaciones desde ese origen a 5.202 millones.

El aumento interanual de las exportaciones fue prácticamente nulo (1,0%), contra un crecimiento de 23,5% en las importaciones. El saldo comercial fue de -2.358 millones versus -1.397 millones en similar cuatrimestre de 2016. A este ritmo, hipotéticamente el saldo anual se acercaría a -7.000 millones de dólares.

A nivel de los grandes rubros, el descenso en MOI fue de -7,1% en el período en consideración. Material de transporte terrestre exportó 944 millones (-9,3%) y Productos químicos y conexos 173 millones (-18,4%).

En cuanto a las importaciones desde Brasil, Bienes intermedios llegaron a 1.432 millones (7,6%) y por Vehículos automotores de pasajeros ingresaron 1.377 (31,5%). Si se computan Bienes de capital por 1.189 (61,1%) con Piezas y accesorios para bienes de capital por 764 millones, se acumulan 1.953 millones.

Los acontecimientos políticos de mayo en Brasil pueden complicar el panorama, que había comenzado a mejorar, de modo que deberá continuarse con el monitoreo de esta situación, ante la cual, por ejemplo, la industria automotriz venía orientándose a otros mercados de la región.

## ANEXO ESTADÍSTICO

### **Cuadro I. BASE MONETARIA AMPLIA Y RESERVAS DEL BCRA**

Año	Mes	Base Monetaria Amplia (\$ (a))	Reservas Líquidas (U\$S) (b)	$[(a)/(b)] \times 100$ %
2016	Mayo	612.170	31.630	1.935
	Junio	648.900	31.100	2.086
	Julio	706.460	33.325	2.120
	Agosto	708.460	31.600	2.242
	Septiembre	711.990	30.700	2.319
	Octubre	742.130	35.960	2.064
	Noviembre	769.500	37.500	2.052
	Diciembre	858.600	37.795	2.272
2017	Enero	888.690	40.650	2.186
	Febrero	962.540	48.775	1.973
	Marzo	985.700	51.425	1.917
	Abril	935.410	51.800	1.806
	<b>Mayo (1)</b>	<b>923.580</b>	<b>48.725</b>	<b>1.912</b>

Promedio mensual de saldos diarios, en millones; incluye pasivos pasivos.

(1) Estimación preliminar propia.

FUENTE: elaboración propia sobre información del BCRA.

### **Cuadro II. AGREGADOS MONETARIOS**

Año	Mes	Base Monetaria Amplia	M1	M3
2016	Mayo	1,1	2,3	1,5
	Junio	6,0	1,5	2,6
	Julio	8,9	2,4	4,0
	Agosto	0,3	1,4	0,1
	Septiembre	0,5	1,1	1,4
	Octubre	3,6	2,9	2,4
	Noviembre	3,7	3,9	3,6
	Diciembre	11,5	9,5	6,5
2017	Enero	4,1	6,0	3,5
	Febrero	8,3	-4,0	2,4
	Marzo	2,4	2,8	0,2
	Abril	-5,2	-0,2	-0,2
	<b>Mayo (1)</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>

Tasa mensual de variación %, calculada a partir de promedios mensuales de saldos diarios.

(1) Estimación preliminar propia.

FUENTE: elaboración propia sobre información del BCRA.

### **Cuadro III. TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL PESO/DÓLAR Y PESO/REAL**

<b>Periodos</b>	<b>Peso/dólar</b>	<b>Peso/real</b>
1980–1989	3,01	1,67
1956–2009	2,28	1,98
<b>Dic. 2001</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>
Dic. 2002	2,45	2,32
Dic. 2003	2,12	2,53
Dic. 2004	2,11	2,71
Dic. 2005	2,01	2,92
Dic. 2006	1,88	3,10
Dic. 2007	1,70	3,31
Dic. 2008	1,51	2,82
Dic. 2009	1,48	3,16
Dic. 2010	1,27	3,10
Dic. 2011	1,14	2,52
Dic. 2012	1,07	2,33
Dic. 2013	1,11	2,17
Dic. 2014	1,04	1,86
<b>2015</b>		
Marzo	1,00	1,53
Junio	0,99	1,57
Septiembre	0,95	1,24
Diciembre	1,22	1,68
<b>2016</b>		
Enero	1,25	1,69
Febrero	1,35	1,87
Marzo	1,21	1,90
Abril	1,11	1,81
Mayo	1,05	1,65
Junio	1,08	1,94
Julio	1,07	1,89
Agosto	1,06	1,84
Septiembre	1,08	1,86
Octubre	1,04	1,84
Noviembre	1,07	1,76
Diciembre	1,06	1,83
<b>2017</b>		
Enero	1,05	1,89
Febrero	1,00	1,81
Marzo	0,97	1,70
Abril	0,96	1,62
<b>Mayo (prelim.)</b>	<b>0,99</b>	<b>1,64</b>

*Tipo de cambio real del período anterior, multiplicado por la variación del tipo de cambio nominal y la de los precios mayoristas de Estados Unidos en el período, divididos por la variación del IPC en el período = Tipo de cambio real de fin del período. El deflactor utilizado hasta diciembre de 2006 fue el IPC de INDEC; desde diciembre de 2007 se tomaron como fuente otros indicadores de la evolución de los precios minoristas emanados de diversos organismos. En el caso del real se utiliza el índice IPA–DI (mayoristas) de la Fundação Getulio Vargas.*

*FUENTE: hasta diciembre de 2009, IAEF, Dpto. de Investigaciones, El dólar como reserva de valor en el mundo y su nivel de equilibrio en la Argentina en el largo plazo, cuadros 8 y 9, Abril de 2010, Trabajo de Investigación N° 36. Actualización desde enero de 2010, IAEF, Dpto. de Investigaciones.*

**Cuadro IV. PRECIOS INTERNACIONALES DE SOJA, TRIGO, MAÍZ Y PETRÓLEO**

	Soja	Trigo	Maíz	Petróleo
<b>Promedios anuales</b>				
2008	453	326	223	100
2009	379	223	166	62
2010	385	224	186	79
2011	484	316	292	95
2012	538	313	298	94
2013	517	312	259	98
2014	458	285	193	93
2015	347	199	170	49
2016	363	143	159	43
<b>Promedios trimestrales 2015</b>				
Trim. I	364	239	174	49
Trim. II	355	216	168	58
Trim. III	348	179	170	46
Trim. IV	323	162	167	42
<b>Promedios mensuales y trim. 2016</b>				
Enero	323	165	161	32
Febrero	320	159	160	30
Marzo	327	164	159	38
<b>Trim. I</b>	<b>323</b>	<b>163</b>	<b>160</b>	<b>33</b>
Abril	354	163	164	41
Mayo	389	158	168	47
Junio	421	157	180	49
<b>Trim. II</b>	<b>388</b>	<b>159</b>	<b>171</b>	<b>46</b>
Julio	390	134	162	45
Agosto	370	128	150	45
Septiembre	356	123	148	45
<b>Trim. III</b>	<b>372</b>	<b>128</b>	<b>153</b>	<b>45</b>
Octubre	358	123	153	50
Noviembre	368	123	151	46
Diciembre	375	123	153	52
<b>Trim. IV</b>	<b>367</b>	<b>123</b>	<b>152</b>	<b>49</b>
<b>Promedios mensuales y trim. 2017</b>				
Enero	380	137	160	53
Febrero	381	147	163	53
Marzo	366	146	159	47
<b>Trim. I</b>	<b>376</b>	<b>143</b>	<b>162</b>	<b>51</b>
Abril	348	138	158	51

NOTA: Ministerio de Agroindustria, datos Chicago, variación mensual de precios internacionales de soja, trigo y maíz, entre puntas, 31-5-2017/28-4-2017, posición julio, en cada caso -4,0%, -0,6%, 1,4%. U.S. Energy Information Administration (EIA), similar variación mensual en el precio del petróleo -2,0%.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del FMI, *Primary Commodity Prices*. Soja (Chicago Board of Trade), trigo (Kansas USDA) y maíz (FOB Golfo de México USDA); petróleo (West Texas Intermediate).





**Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas**

[www.iaef.org.ar](http://www.iaef.org.ar)

**Sede Central:** Tucumán 612, 4 Piso, C1049AAN, Buenos Aires Tel: (011) 4322-6222 Fax (011) 4322-4710 [webmaster@iaef.org.ar](mailto:webmaster@iaef.org.ar)

**Filial Córdoba:** Av. Maipú 51, 5 Piso - Oficina 7 | X5000IBA | Córdoba, Argentina - Tel.Fax: (0351) 5684100 | (0351) 5684101 [iaefcordoba@iaef.org.ar](mailto:iaefcordoba@iaef.org.ar)

**Filial Rosario:** Córdoba 1868, 1 Piso, Oficina 106, Rosario, Argentina - Tel: (0341) 527-1017/18 [iaefrosario@iaef.org.ar](mailto:iaefrosario@iaef.org.ar)

**Filial Mendoza:** Paso de Los Andes 1147 - Ciudad - Mendoza - Argentina - Tel./Fax: 54 261 4203733 | 4203912 [iaefmendoza@iaef.org.ar](mailto:iaefmendoza@iaef.org.ar)

**Filial Tucumán:** [iaeftucuman@iaef.org.ar](mailto:iaeftucuman@iaef.org.ar)