



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 26 - Edición N° 1081 – 9 de Noviembre de 2017

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón

Se demora el despegue de las exportaciones agroindustriales

En Foco 1 – Mariano Devita

¿Puede la suba de tasas de las Lebacs dañar la dinámica de recuperación de la inversión?

En Foco 2 – Carla Calá

Con un nivel de empleo que ya supera en 5,9% el promedio del último quinquenio, el sector de la construcción se enfrenta con costos en dólares que han subido 28,6% en el período

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El NOA lidera la recuperación del sector construcciones, con un aumento del empleo de 13,7 % interanual

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*****Se demora el despegue de las exportaciones agroindustriales***

- Según INDEC el envío total de productos al exterior, medido en dólares corrientes, se ubica este año prácticamente al mismo nivel que en el año previo (+0,7% interanual, en el acumulado 9 meses), y levemente por debajo de 2015 (-0,8%)
- De 22 cadenas agroindustriales que se monitorean (14 economías regionales, 4 encadenamientos de producción animal, 4 encadenamientos de granos pampeanos), se encuentra que en 11 las exportaciones caen respecto al año anterior, en 10 suben y se mantienen sólo en un caso. Como ponderan más las primeras que las restantes, en el consolidado las exportaciones agroindustriales se reducen un 3,6%
- En términos generales, las exportaciones agroindustriales parecen estar más condicionadas por factores locales (competitividad, clima, etc.) que afectan negativamente las cantidades colocadas, que por un problema de precios internacionales o de condiciones externas. En 14 de las 22 cadenas bajo análisis el volumen físico de productos enviados disminuye en lo que va del año respecto al previo
- En materia de precios de exportación los valores medios del 2017 son bastante similares a los del 2016 en un promedio grueso, aunque los matices al interior de los distintos grupos y cadenas productivas son importantes. Hay productos con precios medios de exportación más altos en lo que va del año (azúcar, porotos, papas procesadas, aceite de soja, lácteos, etc.), y otros con precios más bajos (arándanos, hortalizas varias, pasta de madera, harina de soja, harina de trigo, carne bovina, etc.)

En Foco 1:**10*****¿Puede la suba de tasas de las Lebacs dañar la dinámica de recuperación de la inversión?***

- Las tasas de corto plazo afectan la demanda agregada y pueden postergar el inicio de nuevos proyectos. Pero, en la medida en que no se espere una recesión, la inversión debería seguir creciendo, aunque lo haga a un ritmo más moderado. Es clave que el mayor rendimiento de las Lebacs sea percibido como un fenómeno transitorio, que se habrá de revertir cuando la inflación esté más controlada
- En el ciclo que comenzó en 2016, la locomotora de la recuperación de la inversión ha sido la caída tendencial del riesgo país, que influye sobre las tasas de interés de largo plazo. Para que este fenómeno se consolide, el cumplimiento de la meta fiscal, con recorte progresivo del déficit, es el indicador más relevante
- Es importante también la percepción generalizada de un 2018 en el que se habrá de romper la "maldición de los años pares" en materia de crecimiento. Hace tiempo que no se cuenta con dos años seguidos de variación positiva del PIB, y esta novedad favorece la ejecución de ciertos proyectos

En Foco 2:**15**

Con un nivel de empleo que ya supera en 5,9% el promedio del último quinquenio, el sector de la construcción se enfrenta con costos en dólares que han subido 28,6% en el período

- Con 417,9 mil puestos, se tiene una mejora de 12,6% interanual el empleo registrado del sector, aunque todavía 1,05% debajo de igual período 2015
- El índice del costo de la construcción en dólares alcanza a 160,3 para el acumulado de 2017 (base 100=2006), que compara con 124,7 que es el promedio del período 2012/2017 (para la etapa del cepo se tomó el tipo de cambio informal)
- El consumo de cemento del tercer trimestre de 2017 subió 13% interanual y ya supera (2,9%) los datos de igual período de 2015. El número de escrituras en CABA sube (septiembre) un 42,8% interanual y ahora el crédito hipotecario explica 28,9% de las operaciones, cuando un año atrás esa participación era de 12,8%

En Foco 3:**21**

El dato regional de la semana: El NOA lidera la recuperación del sector construcciones, con un aumento del empleo de 13,7 % interanual

- El Noroeste supera en 6 puntos porcentuales al promedio nacional (7,5%), tomando los datos de los primeros ocho meses del año. Levemente por encima del promedio se ubica la región Pampeana, con una variación de 8,1 % interanual. Por debajo están Cuyo (4,8% interanual), NEA (3,6%) y la Patagonia (1,0%)
- El ranking por provincias está liderado por La Rioja (63,1% interanual), seguida de Catamarca (36,9%), Chaco (25,1%), Jujuy (15,8%), Santa Fe (12,5%) Y Mendoza (12,3%)
- En cambio, el empleo de la construcción registra caída respecto de 2016 en La Pampa (-13,6 %), Formosa (-12,4%), Santa Cruz (-7,3%), Corrientes (-4,2%), San Luis (-3,8%), Tierra del Fuego (-3,5%) y Neuquén (-0,7%)

Selección de Indicadores**24**

Editorial

Se demora el despegue de las exportaciones agroindustriales

- Según INDEC el envío total de productos al exterior, medido en dólares corrientes, se ubica este año prácticamente al mismo nivel que en el año previo (+0,7% interanual, en el acumulado 9 meses), y levemente por debajo de 2015 (-0,8%)
- De 22 cadenas agroindustriales que se monitorean (14 economías regionales, 4 encadenamientos de producción animal, 4 encadenamientos de granos pampeanos), se encuentra que en 11 las exportaciones caen respecto al año anterior, en 10 suben y se mantienen sólo en un caso. Como ponderan más las primeras que las restantes, en el consolidado las exportaciones agroindustriales se reducen un 3,6%
- En términos generales, las exportaciones agroindustriales parecen estar más condicionadas por factores locales (competitividad, clima, etc.) que afectan negativamente las cantidades colocadas, que por un problema de precios internacionales o de condiciones externas. En 14 de las 22 cadenas bajo análisis el volumen físico de productos enviados disminuye en lo que va del año respecto al previo
- En materia de precios de exportación los valores medios del 2017 son bastante similares a los del 2016 en un promedio grueso, aunque los matices al interior de los distintos grupos y cadenas productivas son importantes. Hay productos con precios medios de exportación más altos en lo que va del año (azúcar, porotos, papas procesadas, aceite de soja, lácteos, etc.), y otros con precios más bajos (arándanos, hortalizas varias, pasta de madera, harina de soja, harina de trigo, carne bovina, etc.)

Uno de los componentes de la demanda agregada que muestra aún poca respuesta a las nuevas políticas, programas y acciones de gobierno es la exportación. Si bien en algunos sectores, como se mostrará a continuación, se observan "brotes verdes" en los envíos, en otros continúa un proceso de ajuste en las colocaciones que no ha podido ser revertido.

Las estadísticas oficiales (INDEC) revelan que el envío total de productos al exterior, medido en dólares corrientes, se ubica este año en un nivel prácticamente igual al del año previo (+0,7% interanual, en el acumulado 9 meses) y levemente inferior al del 2015 (-0,8%).

Este *status quo* de las exportaciones totales se entiende mejor si se repara en el hecho que los sectores de mayor competitividad e inserción en el mundo, que son aquellos que producen a partir de los abundantes recursos naturales que se disponen, no están mostrando el despegue exportador que probablemente se esperaba de ellos (con algunas excepciones). Más aún, puede decirse que el desempeño exportador del gran sector agroindustrial con que cuenta el país está siendo poco satisfactorio.

El IERAL monitorea más de 20 cadenas agroindustriales, distinguiendo a grandes rasgos entre tres grandes grupos de encadenamientos a los efectos de simplificar el análisis:

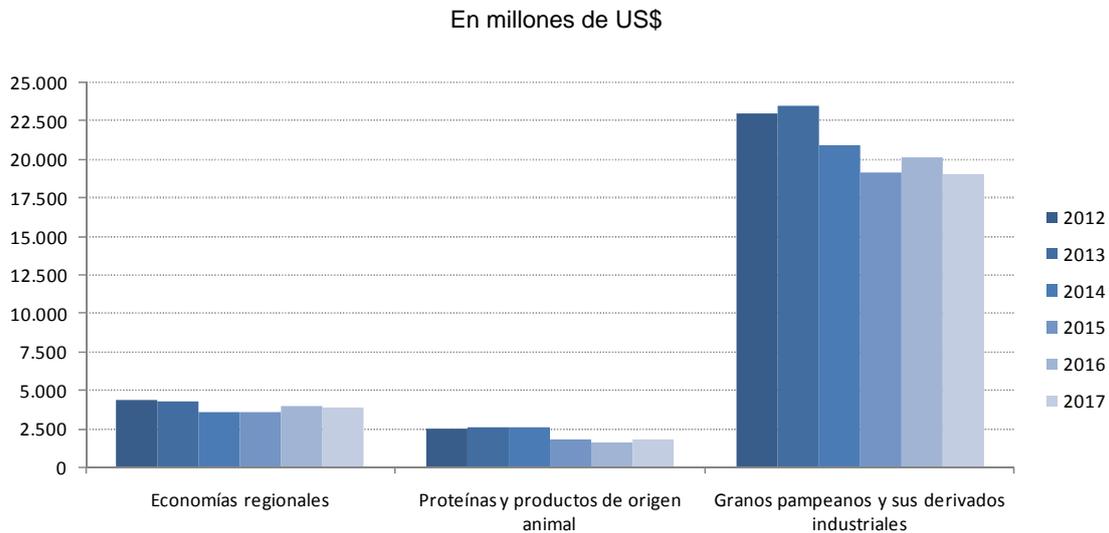
- a) Economías regionales, donde se incluyen enclaves productivos muy focalizados en determinados espacios geográficos del país, en general alejados de los puertos o puertas de salida de la exportación, que elaboran una gama diversa de bienes intermedios (insumos para la producción de otros bienes, caso de azúcar o madera aserrada) o bienes finales de consumo masivo (frutas, infusiones, bebidas, etc.);
- b) Economías vinculadas a la cría de animales y la generación de alimentos y otros productos a partir de ellos (cadenas de proteínas animales), con mayor presencia en las provincias que ocupan el centro del país;
- c) Economías vinculadas a los granos “pampeanos”¹ y sus productos derivados industriales, actividades donde se producen cereales (trigo, maíz) o semillas oleaginosas a gran escala (soja, girasol), los que luego serán destinados a su exportación “en bruto” o a su transformación y posterior exportación como productos intermedios (harinas, biocombustible) o finales (pastas, panificados).

Cuando se analizan 22 de estas cadenas productivas (14 Economías regionales, 4 Encadenamientos pecuarios, 4 Encadenamientos de granos pampeanos) surge que las colocaciones totales alcanzaron un valor de US\$ 24.682 millones en los primeros 9 meses de este año, marcando un retroceso del 3,6% respecto al 2016 y del 11,6% respecto la media del período 2012/2015; además, dos de los tres grupos muestran retrocesos en sus envíos: granos pampeanos y economías regionales, con variaciones de -5,3% y -1,6% (en relación a 2016), sólo el grupo de actividades vinculado a la

¹ Las comillas son necesarias para advertir que el término simplifica la realidad, dado que actualmente se siembran cereales y oleaginosas en muchas regiones del país.

producción de proteínas animales, el de menor ponderación a nivel del total, expande sus exportaciones (+12,8%).

Gráfico 1: Evolución de exportaciones agroindustriales. Primeros 9 meses de cada año.



Nota: Economías regionales incluye cadenas de frutas (de carozo, pepita, finas y cítricos), foresto industria, infusiones, miel, verduras (hortalizas), legumbres, papas, maní, olivos, vitivinicultura y azúcar. Proteínas y productos de origen animal a las cadenas de carnes aviar, bovina, porcina y lácteos. Granos pampeanos y sus derivados a los productos de las cadenas de maíz, soja, trigo y girasol.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos de INDEC.

Al interior de cada grupo surgen también divergencias en el desempeño exportador. En las economías regionales destacan para bien los envíos de las cadenas de frutas finas, hortalizas y productos vinculados a los olivos; en estos casos las exportaciones 2017 superan a las del año previo y también a las promedio 2012/2015. También hay economías regionales que destacan por lo contrario, vienen exportando menos que el año pasado y que los años previos, entre otras, las cadenas de frutas de carozo, frutas de pepita y viticultura.

En las cadenas vinculadas a animales hay un muy buen desempeño de la cadena bovina, con envíos en los niveles más altos de los últimos años y exactamente lo contrario en la cadena láctea, cuyas exportaciones todavía no hacen pie y se siguen contrayendo este año. Los envíos de la cadena aviar muestran recuperación en 2017, aunque se encuentran todavía bastante por debajo de los del período 2012/2015. Dentro de los encadenamientos agrícolas “pampeanos”, las exportaciones de las cadenas de soja y maíz están generando menos divisas que el año pasado, mientras que lo contrario en el caso de las colocaciones de la cadena del trigo.

Tabla 1: Evolución de exportaciones agroindustriales (valor). Comparativa 2017 vs 2016 y 2017 vs promedio 2012/2015. Primeros 9 meses de cada año

En millones de US\$

	Período 2012/2015	2016	2017	2017 vs 2016	2017 vs 2012/15
Economías regionales	3.925	3.909	3.847	● -1,6%	● -2,0%
Cadena de cítricos	507	629	585	● -7,0%	● 15,3%
Cadena de frutas de carozo	63	55	41	● -26,0%	● -34,8%
Cadena de frutas de pepitas	485	335	320	● -4,6%	● -34,1%
Cadena de frutas finas	14	18	22	● 25,0%	● 63,9%
Cadena de hortalizas	150	138	167	● 21,4%	● 11,5%
Cadena de la forestoindustria	378	252	308	● 22,1%	● -18,4%
Cadena de la miel	167	138	149	● 7,8%	● -10,5%
Cadena de la papa	143	162	141	● -13,1%	● -1,7%
Cadena de las infusiones	158	126	138	● 9,3%	● -12,6%
Cadena de legumbres	244	383	368	● -3,8%	● 50,7%
Cadena del azúcar	67	136	101	● -25,7%	● 50,4%
Cadena del maní	593	699	646	● -7,6%	● 9,0%
Cadena olivícola	115	109	171	● 57,7%	● 49,4%
Cadena vitícola	843	730	690	● -5,5%	● -18,2%
Proteínas y productos de origen animal	2.324	1.570	1.771	● 12,8%	● -23,8%
Cadena aviar	395	187	222	● 19,2%	● -43,7%
Cadena bovina	926	893	1.099	● 23,0%	● 18,6%
Cadena láctea	999	485	442	● -9,0%	● -55,8%
Cadena porcina	4	5	9	● 59,5%	● 102,4%
Granos pampeanos y sus derivados industriales	21.657	20.125	19.065	● -5,3%	● -12,0%
Cadena de la soja	15.738	14.473	13.383	● -7,5%	● -15,0%
Cadena del girasol	629	649	653	● 0,6%	● 3,8%
Cadena del maíz	3.833	3.362	3.051	● -9,2%	● -20,4%
Cadena del trigo	1.457	1.640	1.977	● 20,6%	● 35,7%
Todas	27.907	25.604	24.682	● -3,6%	● -11,6%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos de INDEC.

La generación de divisas asociada a cada cadena depende del volumen de envíos y de los precios que se logran en el mercado. Una caída de exportaciones puede asociarse a un ajuste en las cantidades, en los precios o en ambas variables.

En términos generales, las exportaciones agroindustriales parecen estar más condicionadas por la dinámica de las cantidades que por lo que está sucediendo con los precios.

Respecto a la evolución de las cantidades, se observa una menor colocación de productos de economías regionales, con excepción de tres cadenas: frutas finas, infusiones y olivícola. Por el contrario, hay un buen desempeño de las cadenas pecuarias con mayores envíos en los casos de carne aviar, carne bovina y carne porcina; sólo lácteos muestran ajuste de cantidades. Finalmente, en el caso de las agrícolas pampeanas hay una menor colocación en soja, girasol y maíz, lo contrario en trigo. En este último grupo estarían influyendo factores varios: a) el importante flujo de

granos que se exportó luego del cambio de gobierno (primer trimestre 2016), operaciones que seguramente se venían postergando a la espera de cambios de política económica; b) demoras en la cosecha de soja y maíz en el ciclo 2016/2017 por problemas climáticos; c) demoras en la comercialización de la soja del mismo ciclo.

La comparación de volúmenes colocados este año da mejor en perspectiva al período 2012/2015. En este caso, 13 de las 22 cadenas muestran mayores envíos, hay cambios en economías regionales (la mitad en positivo) y en granos pampeanos (todos en verde).

Tabla 2: Evolución de exportaciones agroindustriales (volúmenes). Comparativa 2017 vs 2016 y 2017 vs promedio 2012/2015.

Primeros 9 meses de cada año

En toneladas

	Período 2012/2015	2016	2017	2017 vs 2016	2017 vs 2012/15
Economías regionales					
Cadena de cítricos	416.758	442.885	404.693	● -8,6%	● -2,9%
Cadena de frutas de carozo	35.928	34.699	21.804	● -37,2%	● -39,3%
Cadena de frutas de pepitas	510.773	378.289	335.365	● -11,3%	● -34,3%
Cadena de frutas finas	1.688	2.225	3.110	● 39,8%	● 84,2%
Cadena de hortalizas	220.831	146.786	111.242	● -24,2%	● -49,6%
Cadena de la forestoindustria	431.649	296.688	385.298	● 29,9%	● -10,7%
Cadena de la miel	49.696	63.612	57.109	● -10,2%	● 14,9%
Cadena de la papa	134.519	214.678	167.565	● -21,9%	● 24,6%
Cadena de las infusiones	89.052	80.286	83.753	● 4,3%	● -6,0%
Cadena de legumbres	297.623	531.559	440.480	● -17,1%	● 48,0%
Cadena del azúcar	122.410	360.354	207.099	● -42,5%	● 69,2%
Cadena del maní	414.245	610.519	463.095	● -24,1%	● 11,8%
Cadena olivícola	57.655	61.060	69.431	● 13,7%	● 20,4%
Cadena vitícola	356.505	303.837	231.071	● -23,9%	● -35,2%
Proteínas y productos de origen animal					
Cadena aviar	232.385	137.445	156.639	● 14,0%	● -32,6%
Cadena bovina	176.142	190.602	237.964	● 24,8%	● 35,1%
Cadena láctea	258.386	203.581	145.742	● -28,4%	● -43,6%
Cadena porcina	3.265	5.459	6.699	● 22,7%	● 105,2%
Granos pampeanos y sus derivados industriales					
Cadena de la soja	30.714.146	36.123.949	33.932.845	● -6,1%	● 10,5%
Cadena del girasol	944.200	1.456.166	1.422.245	● -2,3%	● 50,6%
Cadena del maíz	15.387.831	19.798.842	18.210.305	● -8,0%	● 18,3%
Cadena del trigo	4.972.256	8.234.115	10.204.160	● 23,9%	● 105,2%

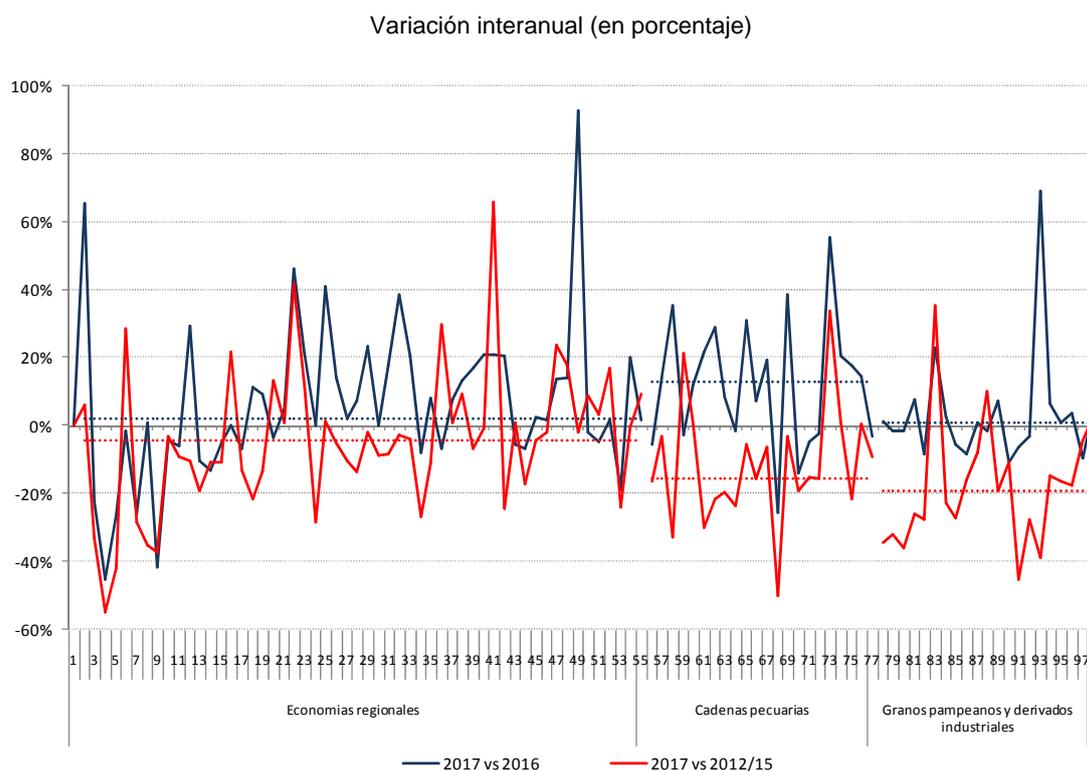
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos de INDEC.

En materia de precios de exportación y a nivel de grupos, no se observan diferencias significativas en los valores medios 2017 vs 2016 en las Economías regionales o en los Granos pampeanos. Por el contrario, se encuentran mejores precios este año en el grupo de Cadenas Pecuarias. La perspectiva respecto a los valores del período 2012/2015 es desfavorable en todos los casos, en particular en granos pampeanos y

sus derivados industriales, con precios que en aquel momento eran considerablemente mayores a los actuales.

A nivel de productos hay una variabilidad importante al interior de cada grupo. Hay economías regionales con precios medios de exportación más altos este año (azúcar, porotos, papas procesadas, etc.), mientras que otras con valores más bajos (arándanos, hortalizas varias, pasta de madera). En el grupo de granos pampeanos se visualiza algo parecido, productos con valores más altos (aceite de soja, pastas, galletas) y más bajos (harina de soja, harina de trigo). Finalmente, en las cadenas pecuarias se observan mejores precios en productos lácteos y carne aviar, y precios levemente más bajos en carne bovina.

Gráfico 2: Precios medios de exportación* para conjunto de productos / posiciones seleccionadas. Primeros 9 meses de cada año.



*Precios estimados a partir de cociente valor / volumen de exportación. Se seleccionaron 97 productos / posiciones (de mayor valor exportado) vinculados a las cadenas agroindustriales bajo análisis.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos de INDEC.

En Foco 1

¿Puede la suba de tasas de las Lebacs dañar la dinámica de recuperación de la inversión?

- Las tasas de corto plazo afectan la demanda agregada y pueden postergar el inicio de nuevos proyectos. Pero, en la medida en que no se espere una recesión, la inversión debería seguir creciendo, aunque lo haga a un ritmo más moderado. Es clave que el mayor rendimiento de las Lebacs sea percibido como un fenómeno transitorio, que se habrá de revertir cuando la inflación esté más controlada
- En el ciclo que comenzó en 2016, la locomotora de la recuperación de la inversión ha sido la caída tendencial del riesgo país, que influye sobre las tasas de interés de largo plazo. Para que este fenómeno se consolide, el cumplimiento de la meta fiscal, con recorte progresivo del déficit, es el indicador más relevante
- Es importante también la percepción generalizada de un 2018 en el que se habrá de romper la “maldición de los años pares” en materia de crecimiento. Hace tiempo que no se cuenta con dos años seguidos de variación positiva del PIB, y esta novedad favorece la ejecución de ciertos proyectos

Las decisiones de inversión surgen de la comparación entre los costos y los beneficios esperados. Hay una gama amplia de variables en juego como por ejemplo los impuestos, los costos laborales (salariales y no salariales) y la propia situación del sector en que se está pensando invertir. Aparte de éstos, hay factores macro como las expectativas de inflación, tasas de interés, expectativas de devaluación y de crecimiento.

En el presente artículo nos enfocaremos en lo que pueda ocurrir en materia de ingresos. La cuestión de los costos, fue analizada ampliamente en las Novedades de la semana pasada, a propósito del paquete de medidas lanzado por el gobierno.

Prima de riesgo

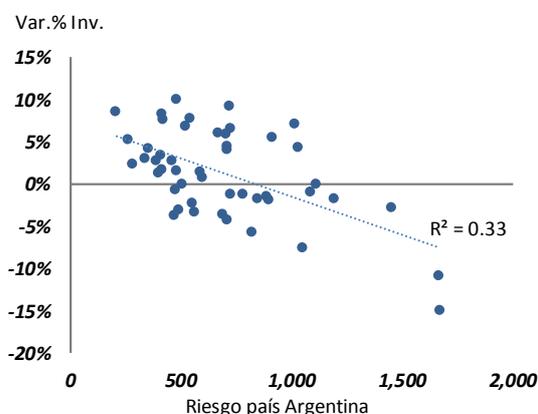
Uno de los indicadores más importantes para evaluar la conveniencia de invertir o no, es la tasa de interés. Si es alta, la inversión se resiente porque el costo de invertir es alto. Pero no se trata de la tasa de corto plazo, que maneja el BCRA, sino de la de largo plazo. Por ende, para predecir la evolución de la inversión no hay que mirar tanto

las Lebac, sino el riesgo país. Cuanto menor sea, mejores son las expectativas y las condiciones para invertir son mejores. En el gráfico a continuación, se ve que, de hecho, cuando sube la prima de riesgo, se estanca o se retrae la inversión. Además, se puede ver que desde la salida del default y del cepo cambiario, la prima de riesgo ha tenido un papel más determinante. Esto es compatible con las políticas económicas: para que la inversión aumente, debe aumentar el financiamiento externo, y con cepo y en default, no podría existir dicho financiamiento.

Inversión y riesgo país

Inv. sin estac. Var. % trimestral.

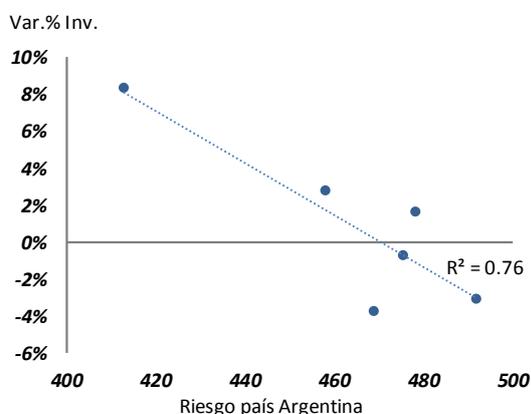
Fuente: IERAL basado en INDEC.



Inversión y riesgo país desde 2016

Inv. sin estac. Var. % trimestral.

Fuente: IERAL basado en INDEC.



Considerando únicamente la prima de riesgo, la inversión crecería como mucho a un 8% trimestral (sin estacionalidad).

La clave de la dinámica del riesgo país es la confianza en el gobierno. Si el gobierno incumpliese con sus metas de déficit fiscal, una mayor parte del financiamiento externo se la llevará éste y menor parte se la llevarán el consumo y la inversión, complicando su dinámica. En economía, a este hecho se le llama "efecto desplazamiento". Este efecto se da, justamente, por la tasa de interés de largo plazo. Si el gobierno incumple con las metas de déficit, la prima de riesgo sube.

Tasa de interés de política monetaria

También puede ocurrir que las tasas de corto plazo (política monetaria) constituyan un freno para las inversiones. Este aumento de tasas se da porque el sendero de desinflación no es deseado por el BCRA. Esto significa que cuando la inflación esté más controlada, las tasas habrán de ir bajando. Así, el freno de la inversión se puede dar por dos vías, o bien retrasando el momento "ideal", o bien, mediante la postergación

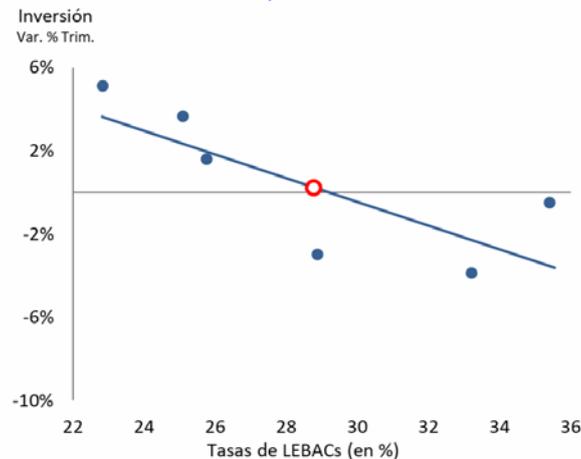
de inversiones que están marcha (por ejemplo, postergar el comienzo de la próxima etapa en una obra).

Considerando únicamente la tasa de las LEBACs, a la tasa del 28,75 %, el crecimiento de la inversión estaría cercano a 0,3 %.

Crecimiento de la inversión y tasa de LEBACs

Var. % trimestral sin estac.

Fuente: IERAL basado en INDEC y BCRA



Esto no contradice las conclusiones anteriores. Por el contrario, hemos “encontrado” un piso y un techo para la inversión. Probablemente, el resultado se ubique en algún punto en el medio.

Lo importante de este hecho es que la suba de tasas parecería no inducir una contracción de la economía por parte del BCRA. Por lo tanto, si se descarta una recesión, la inversión debería seguir creciendo aunque a un ritmo menor.

Expectativas sobre el desempeño macro

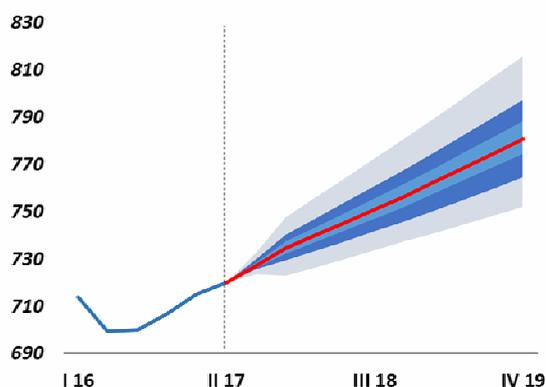
Las expectativas sobre el desempeño macro juegan un papel fundamental porque dan una idea global de cuánto pueden crecer los ingresos en el futuro.

Las expectativas en materia de actividad son buenas aún para los más pesimistas. Lo mismo se observa para el caso de la inflación. Estas dos variables son determinantes en las decisiones de inversión. La primera, porque está relacionada con el flujo de ingresos, la segunda, porque está relacionada con mayor previsibilidad. Cuando la tasa de inflación es elevada, hay una alta volatilidad en los precios relativos y eso tiende a desincentivar la inversión. Con inflación cayendo, eso no debería ocurrir.

Nivel de actividad esperado

En MM\$ de 2004. Sin estac.

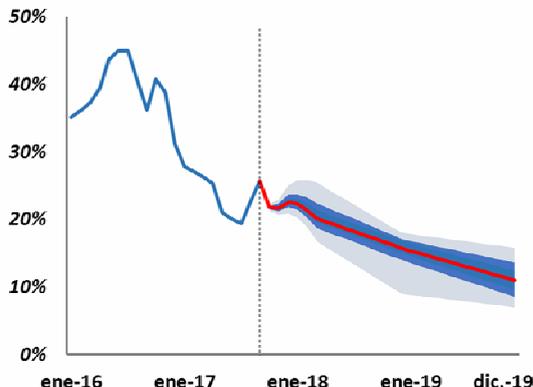
Fuente: IERAL basado en INDEC y BCRA.



Inflación esperada

12 meses

Fuente: IERAL basado en BCRA.



En cuanto a otra variable relevante, el tipo de cambio, podemos decir que no se esperan movimientos bruscos a pesar de que su valor luce retrasado

1. Dada la política monetaria del banco central para bajar la inflación utilizando las altas tasas de interés como instrumento, no hay expectativas de una depreciación fuerte. Por lo tanto, no es conveniente encausar los fondos a la inversión en moneda extranjera y por ello el tipo de cambio no sube.

Conclusiones

Los factores macro que impulsan a la inversión muestran señales positivas para los próximos años.

En cuanto a la prima de riesgo del país, actualmente en valores históricamente bajos, se puede decir que ha sido determinante desde la salida del cepo y del problema con los holdouts. Esto es consistente con las políticas actuales que requieren de un alto financiamiento externo.

En materia de ingresos, las expectativas son buenas, tanto en precios como en cantidades, aún para los analistas más pesimistas. La idea de que el 2018 será un año de crecimiento está muy arraigada en los analistas, tanto para Argentina como para nuestros principales socios comerciales. En la medida que existan altas tasas de interés para bajar la inflación, es probable que la inversión crezca un poco más lento pero no se espera que la suba de tasas tenga efectos recesivos. Por el contrario, considerando la tasa actual, la inversión, a lo sumo, se moderaría.

¹ Reyes, "Después del salto del dólar, ¿Argentina está cara o barata?" *Informe de coyuntura del IERAL*. 7 de septiembre de 2017, edición N° 1.069.

Por último, y no obstante lo anterior, es necesario ver qué ocurre con las finanzas públicas para determinar la sustentabilidad del proceso de inversión.

En Foco 2

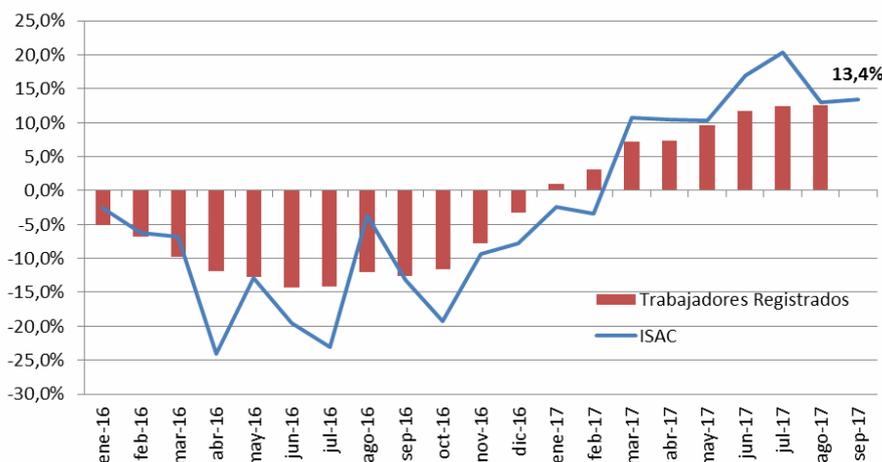
Con un nivel de empleo que ya supera en 5,9% el promedio del último quinquenio, el sector de la construcción se enfrenta con costos en dólares que han subido 28,6% en el período

- Con 417,9 mil puestos, se tiene una mejora de 12,6% interanual el empleo registrado del sector, aunque todavía 1,05% debajo de igual período 2015
- El índice del costo de la construcción en dólares alcanza a 160,3 para el acumulado de 2017 (base 100=2006), que compara con 124,7 que es el promedio del período 2012/2017 (para la etapa del cepo se tomó el tipo de cambio informal)
- El consumo de cemento del tercer trimestre de 2017 subió 13% interanual y ya supera (2,9%) los datos de igual período de 2015. El número de escrituras en CABA sube (septiembre) un 42,8% interanual y ahora el crédito hipotecario explica 28,9% de las operaciones, cuando un año atrás esa participación era de 12,8%

El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) publicado por el INDEC, que muestra la evolución de la demanda de un conjunto de insumos del sector, registró en septiembre un incremento interanual de 13,4%, alcanzando el séptimo mes consecutivo al alza, aunque todavía se encuentra 1,5% por debajo de septiembre 2015.

A excepción de enero y febrero que anotaron variaciones en terreno negativo, el resto de los meses marcaron subas por encima de 10% interanual, situación que dista del escenario observado para 2016 cuando el ISAC presentó guarismos negativos para los doce meses. Así, el tercer trimestre se ubica 15,3% por encima de julio-septiembre 2016 pero 0,23% por debajo de igual período de 2015.

Construcción: Nivel de actividad y Empleo Variación Interanual (%)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC e IERIC

Empleo

Con datos hasta agosto, el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC) registra un significativo aumento en el nivel de empleo del sector, habiéndose creado en el mes 7.639 puestos (1,9% mensual). En efecto, se alcanza en agosto la mayor variación interanual del año (+12,6%), con un total de 417.955 puestos de trabajo. No obstante, la cantidad de trabajadores presenta una leve caída (-1,05%) respecto a agosto 2015.

Haciendo foco en el impacto de la macroeconomía argentina sobre el sector construcciones en los últimos 10 años, es posible distinguir dos periodos. El primero de ellos data de 2007 a 2011, que si bien se caracteriza por altos costos de construcción, presenta un promedio de empleo registrado de 408.096 trabajadores (sin considerar el año de la crisis internacional de 2009). El periodo posterior, incluido agosto del año corriente, anota un promedio inferior, de 398.994. A su vez, el último dato es de 5,89% superior al del último quinquenio y también está por encima del registro de 2007 a 2011. Cabe recordar que se trata de la parte registrada del empleo en el sector.

Costos

El Índice del Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires (ICC) registra la evolución promedio del costo de la construcción privada de edificios destinados a vivienda en la CABA y en 24 partidos del conurbano bonaerense. A partir de este, se obtiene para septiembre un costo de la construcción en dólares, base 100 en 2006, cercano a 172 (32,2% interanual). A su vez el índice del acumulado del año alcanza a 160,3. Cabe destacar que éste cálculo se elaboró con el precio del dólar oficial, a excepción de los años en donde se implementó el cepo cambiario, para los cuales se utilizó el precio del dólar *blue*.

Si comparamos el último dato con el promedio del período 2012/2017, se tiene que el costo de la construcción en dólares actual supera en 28,6% al valor del índice del último quinquenio.



* A precios corrientes

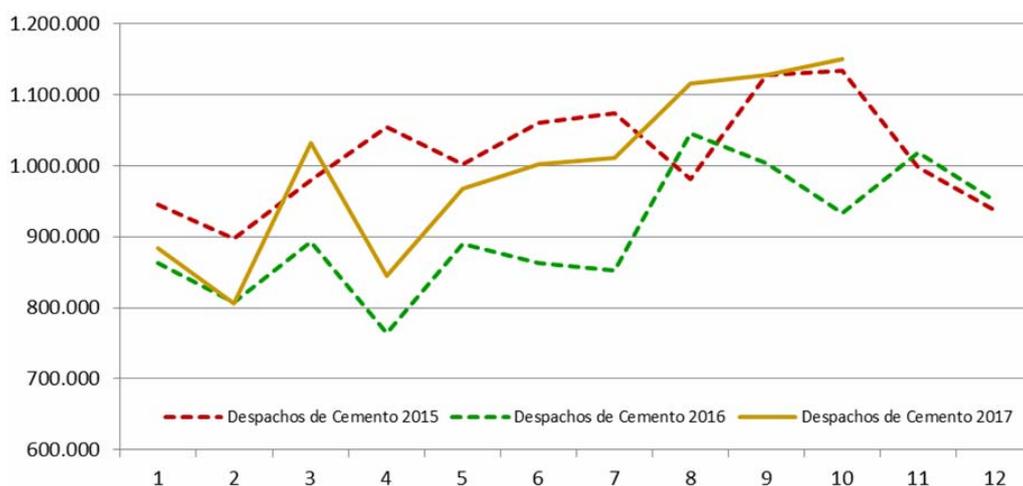
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC e IERIC

Despacho y Consumo de cemento

En el mes de octubre, los despachos de cemento totales anotaron una expansión de 23,2% interanual. Teniendo en cuenta únicamente el consumo interno, se observa un incremento de 23,3% interanual, mientras que con destino al exterior, los despachos anotaron una variación interanual de 14,5%.

Ante estos guarismos, se observa en el gráfico adjunto que este año, hasta julio, los despachos se ubicaban por debajo de 2015, pero en los últimos tres meses la situación se revirtió, registrándose un alza de 4,5% respecto a agosto-octubre del 2015.

Despachos de Cemento – Toneladas mensuales

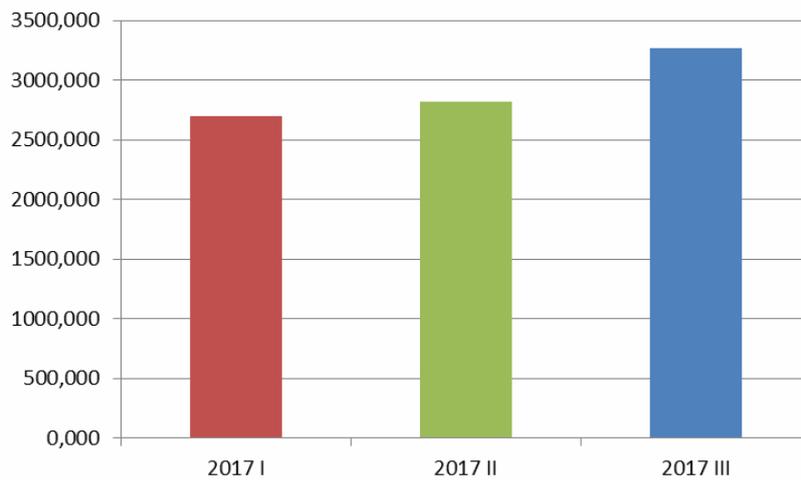


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

En lo que concierne al consumo de cemento trimestral, todas las provincias registraron niveles superiores en el tercer trimestre en comparación al segundo, siendo el Noreste la región con el mayor incremento (41,35%) y la Patagonia la de menor (1,63%).

A nivel nacional, se observa un escenario similar al descrito para las provincias, registrándose para el tercer trimestre un consumo total de 3.270,2 miles de toneladas, 16% y 21,1% por encima del segundo y primer trimestre, respectivamente.

Consumo de Cemento 2017 – Miles de toneladas



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

Asimismo, como se observa en el gráfico adjunto, el tercer trimestre del año corriente muestra un aumento de 13% del consumo de cemento en relación a julio-septiembre 2016, superando en 2,9% la demanda de igual período de 2015.

Consumo de Cemento – Miles de toneladas



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

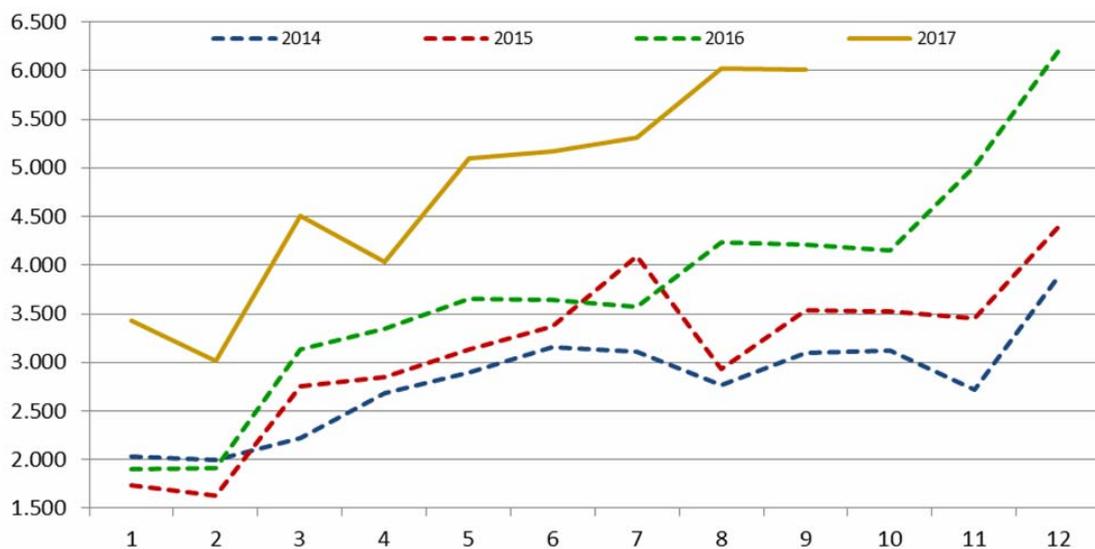
Escrituras

Con una expansión de 42,8% interanual, la cantidad de actos de compraventa de inmuebles en la Capital Federal anotó en septiembre 6011 registros, la segunda mejor performance del año (6022 actos en agosto).

El crecimiento de la actividad de compraventa de inmuebles de 2017 continúa ampliamente por encima de los guarismos de 2014, 2015 y 2016. Para los primeros nueve meses de 2017, los actos de compraventa de inmuebles ascendieron a 42.599, aumentando 44% en relación a igual periodo de 2016 y 63,7% respecto de 2015.

En el noveno mes del año, se observa que las escrituras con hipoteca bancaria crecieron en 222% interanual y 8,7% mensual, representando el 28,9% del total de compraventas, que compara con el 12,8% del año anterior.

Escrituras en CABA – Cantidad de Actos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

En Foco 3

El dato regional de la semana: El NOA lidera la recuperación del sector construcciones, con un aumento del empleo de 13,7 % interanual

- El Noroeste supera en 6 puntos porcentuales al promedio nacional (7,5 %), tomando los datos de los primeros ocho meses del año. Levemente por encima del promedio se ubica la región Pampeana, con una variación de 8,1 % interanual. Por debajo están Cuyo (4,8% interanual), NEA (3,6%) y la Patagonia (1,0%)
- El ranking por provincias está liderado por La Rioja (63,1% interanual), seguida de Catamarca (36,9%), Chaco (25,1%), Jujuy (15,8%), Santa Fe (12,5%) y Mendoza (12,3%)
- En cambio, el empleo de la construcción registra caída respecto de 2016 en La Pampa (-13,6%), Formosa (-12,4%), Santa Cruz (-7,3%), Corrientes (-4,2%), San Luis (-3,8%), Tierra del Fuego (-3,5%) y Neuquén (-0,7%)

El total de empleo registrado en el sector de la construcción en los primeros ocho meses del año 2017 alcanzó los 398.679 puestos de trabajo en promedio, con una variación interanual positiva del 7,5%, según los datos publicados por el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC).

Todas las regiones argentinas mostraron variaciones interanuales positivas, aunque con gran variabilidad entre ellas. Esta situación difiere del observado en el año 2016 cuando todas ellas se encontraban en una situación desfavorable con caídas en el empleo registrado en el sector de la construcción.

El **Noroeste** argentino fue el destacado con una suba interanual del 13,7%, la mayor observada entre las regiones. Entre las provincias que componen la región, La Rioja fue la del mayor aumento (+63,1%), seguida por Catamarca (+36,9%). El resto de las provincias que forman la región aumentaron, en promedio, un 10,4% con respecto al año 2016.

La región **Pampeana** fue la segunda con mayor suba interanual, pero con una diferencia de más de 5pp con respecto a la región Noroeste (+8,1%). Dentro de dicha región, se observó gran variabilidad en los incrementos de puestos de trabajo en el sector de la construcción: varían entre un mínimo de -13,6% en La Pampa y un máximo de 12,5% alcanzado por Santa Fe, interanual en el promedio enero-agosto del año 2017. Las provincias sin mencionar, aumentaron, en promedio, un 8% interanual.

Construcción – Empleo registrado

Empleo total y Var. i.a. – Promedio enero-agosto 2017

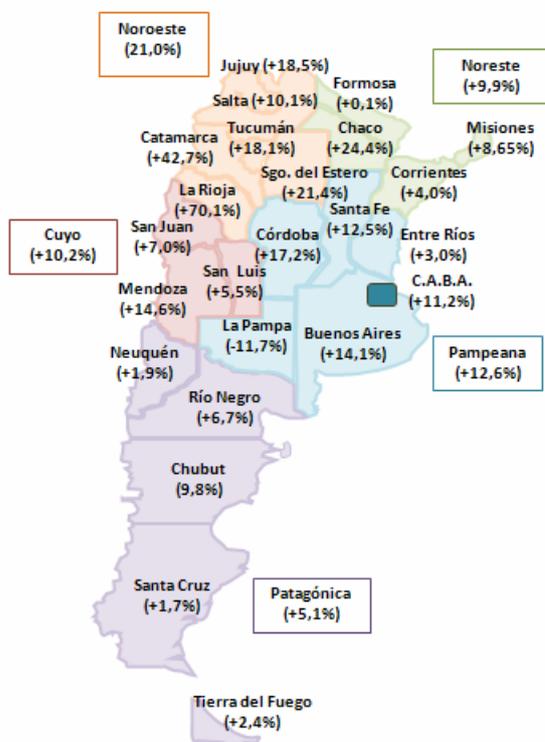
Total	398.679	7,5%	Cuyo	27.231	4,8%
Noroeste	34.157	13,7%	San Juan	9.374	0,4%
La Rioja	2.218	63,1%	Mendoza	12.792	12,3%
Santiago del Estero	7.156	8,4%	San Luis	5.065	-3,8%
Catamarca	2.770	36,9%	Noreste	28.902	3,6%
Tucumán	10.356	8,3%	Chaco	8.336	25,1%
Salta	8.322	9,2%	Formosa	5.105	-12,4%
Jujuy	3.336	15,8%	Misiones	9.247	3,7%
Pampeana	268.459	8,1%	Corrientes	6.213	-4,2%
Santa Fe	37.017	12,5%	Patagónica	34.396	1,0%
CABA	75.762	7,0%	Santa Cruz	4.750	-7,3%
Buenos Aires	113.895	8,0%	Tierra del Fuego	1.905	-3,5%
Entre Ríos	9.121	8,0%	Chubut	9.739	7,6%
Córdoba	29.393	8,9%	Río Negro	7.640	2,4%
La Pampa	3.271	-13,6%	Neuquén	10.362	-0,7%

Fuente: IERAL en base a IERIC sobre datos del SIJP

En la región de **Cuyo**, donde el incremento alcanzó el 4,8% interanual, la provincia de Mendoza se destaca con un aumento interanual del 12,3%, mientras que San Luis disminuyó un 3,8%. San Juan aumentó apenas en un 0,4% la cantidad de puestos de trabajo en el sector, con respecto al promedio enero-agosto 2016.

La región **Noreste**, penúltima en el ranking, aumentó, en el lapso considerado, un 3,6% interanual, explicado principalmente por la provincia de Chaco (+25,1%). La provincia de Formosa y Corrientes distorsionaron el promedio regional con caídas interanuales equivalentes al 12,4% y 4,2%, respectivamente.

Finalmente, la región **Patagónica**, con la variación positiva más pequeña (+1,0%), presentó también gran variabilidad entre las provincias parte: los incrementos interanuales varían entre un mínimo del -7,3% (Santa Cruz) y un máximo del 7,6% (Chubut) para el promedio de los primeros ocho meses del año.



Comparando únicamente el mes de agosto del año 2017 (último mes con datos disponibles) con el mismo mes del año anterior, el total de empleo registrado en la construcción en Argentina aumentó un 12,4%. Dicho aumento fue acompañado por todas las regiones del país: Noroeste (+21,0%), Pampeana (+12,6%), Cuyo (+10,2%), Noreste (+9,9%) y Patagónica (+5,1%).

Entre las provincias que superaron el aumento observado a nivel nacional (+12,4%) se encuentran: La Rioja (+70,1%), Catamarca (+42,7%), Chaco (+24,4%), Santiago del Estero

(+21,4%), Jujuy (+18,5%), Tucumán (+18,1%), Córdoba (+17,2%), Mendoza (+14,6%), Buenos Aires (+14,1%) y Santa Fe (+12,5%).

Por otro lado, La Pampa fue la única provincia que disminuyó el empleo registrado en la construcción (-11,7%), comparando el mes de agosto 2017 con el mismo mes del año previo.

Selección de indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2017 II	781.780,4	0,7%	2,7%	1,6%
PIB en US\$ (\$ mm)	2017 II	652.546,0	17,6%	14,9%	16,5%
EMAE	ago-17	149,5	0,3%	4,4%	2,4%
IGA-OJF (1993=100)	sep-17	174,6	0,3%	5,2%	3,1%
EMI (2012=100)	sep-17	98,0	-1,5%	2,3%	1,5%
IPI-OJF (1993=100)	sep-17	169,7	0,1%	3,8%	1,8%
Patentes	oct-17	76.607,0	17,5%	20,2%	27,6%
Recaudación IVA (\$ mm)	sep-17	68.471,0	-2,1%	27,1%	28,7%
ISAC	sep-17	213,3	0,8%	13,4%	10,0%
Importación Bienes de Capital (volumen)	sep-17	-	-	20,8%	17,1%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2017 II	152.704,5	8,3%	3,9%	5,2%
		2017 II	2017 I	2016 IV	2016 III
IBIF como % del PIB		19,5%	19,1%	19,2%	19,8%

* La variación con respecto al último periodo toma datos desestacionalizados

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

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2017 II	12.483	0,0%	-0,2%	s/d
PEA (% de la población total)	2017 II	45,4%	-0,10 pp	-0,16 pp	0,31 pp
Desempleo (% de la PEA)	2017 II	8,7%	-0,50 pp	-6,50 pp	0,63 pp
Empleo Total (% de la población total)	2017 II	41,5%	0,20 pp	-0,05 pp	0,03 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2017 II	33,7%	0,40 pp	0,30 pp	0,07 pp
Recaudación de la Seguridad Social	oct-17	59.842	3,54%	31,6%	31,6%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2016 III	98,2	-1,2%	-18,7%	-19,5%
México	2017 II	104,9	5,1%	-1,8%	-3,9%
Estados Unidos	2017 III	100,0	1,5%	0,7%	0,9%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	oct-17	219.713,3	-1,9%	31,4%	31,4%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	oct-17	64.349,2	-1,7%	38,4%	34,2%
Gasto (\$ mm)	sep-17	217.878,7	8,9%	29,1%	38,2%
		sep-17	Acum 17	sep-16	Acum 16
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-51.176,6	-736.157,4	-21.878,9	-409.597,1
Pago de Intereses (\$ mm)		63.587,4	1.152.360,0	51.896,8	532.444,2
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		704,6	16.521,5	37,9	88.230,6
ANSES (\$ mm) *		1.765,6	22.248,0	173,1	55.185,6
		2017 II	2017 I	2016 IV	2016 III
Recaudación Tributaria (% PIB) **		24,1%	26,6%	28,4%	24,9%
Gasto (% PIB) **		25,7%	24,0%	29,1%	24,3%

* 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 (INDEC, Abril 2016 = 100)	sep-17	130,8	1,9%	17,7%	s/d
Inflación (CABA, julio 2011-Junio 2012 = 100)	sep-17	455,0	1,6%	26,2%	28,6%
Inflación (San Luis, 2003=100)	sep-17	1580,8	1,8%	22,0%	23,7%
Salarios (abril 2012=100) *	ago-17	124,0	2,4%	4,3%	#iDIV/0!
TCR Bilateral (1997=1)	oct-17	1,2	0,4%	-4,5%	-9,7%
TCR Multilateral (1997=1)	oct-17	1,1	-1,3%	-2,6%	-7,0%
		8-nov-17	oct-17	nov-16	31-dic-16
TCN Oficial (\$/US\$)		17,85	17,74	15,57	16,17
TCN Brecha		0,3%	1,3%	0,9%	4,3%
TCN Real (R\$/US\$)		3,25	3,19	3,34	3,29
TCN Euro (US\$/€)		1,16	1,18	1,08	1,04

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	03-nov-17	917.840,0	3,6%	26,6%	31,8%
Depósitos (\$ mm)	03-nov-17	2.317.181,8	2,2%	25,4%	40,5%
Sector Público No Financiero	03-nov-17	536.598,3	0,6%	7,4%	45,8%
Sector Privado No Financiero	03-nov-17	1.766.794,9	3,0%	31,6%	38,2%
Créditos (\$ mm)	03-nov-17	1.553.244,9	3,5%	44,5%	35,5%
Sector Público No Financiero	03-nov-17	31.553,1	-6,7%	-36,8%	-41,7%
Sector Privado No Financiero	03-nov-17	1.478.785,4	3,8%	47,7%	39,8%
	Fecha	Dato	oct-17	30-dic-16	nov-16
Reservas Internacionales BCRA (us\$ mm)	03-nov-17	52.066,0	51.631,6	38.772,0	37.702,3
Ratio de cobertura de las reservas	03-nov-17	99,6%	101,5%	53,3%	80,3%
Tasa de interés Badlar PF	03-nov-17	22,1%	21,6%	19,9%	21,1%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	01-oct-17	37,7%	38,7%	41,6%	42,1%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	01-oct-17	24,2%	27,2%	39,2%	32,4%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	08-nov-17	354	318	410	373
EMBI+ Argentina	08-nov-17	383	354	438	478
EMBI+ Brasil	08-nov-17	253	241	523	331
Tasa LIBOR	08-nov-17	1,25%	1,24%	0,42%	0,56%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	07-nov-17	1,16%	1,16%	0,20%	0,41%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	07-nov-17	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%
SELIC (Brasil)	08-nov-17	7,40%	8,30%	14,15%	13,89%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	07-nov-17	28.081,6	9,16%	103,03%	54,87%
Índice Bovespa	09-nov-17	73.591,7	-5,01%	39,55%	27,50%

* 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)	sep-17	5.198,0	-0,9%	3,1%	0,9%
Primarios	sep-17	1.389,0	0,7%	7,1%	-7,5%
MOA	sep-17	1.970,0	-5,4%	2,4%	-1,1%
MOI	sep-17	1.661,0	4,2%	0,1%	9,8%
Combustibles	sep-17	178,0	4,1%	11,3%	7,8%
Exportaciones (volumen)	sep-17	-	-	8,9%	-0,6%
Importaciones (US\$ mm)	sep-17	5.963,0	-5,5%	27,4%	17,9%
Bienes Intermedios	sep-17	1.576,0	6,8%	21,0%	10,1%
Bienes de Consumo	sep-17	876,0	1,5%	25,1%	18,3%
Bienes de Capital	sep-17	1.411,0	-4,3%	28,9%	24,7%
Combustibles	sep-17	434,0	-17,6%	30,7%	11,3%
Importaciones (volumen)	sep-17	-	-	20,5%	11,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2017 III	128,2	0,6%	-7,9%	-3,5%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	jun-17	138,6	-0,2%	2,3%	10,1%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	oct-17	91,0	-0,1%	-2,0%	0,1%
Energía	oct-17	70,8	3,3%	11,1%	24,4%
Petróleo (US\$/baril)	oct-17	51,6	3,5%	3,3%	18,0%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2017 III	19.251,0	0,0%	1,5%	1,9%
Brasil	2017 II	2.094,4	0,3%	0,3%	0,0%
Unión Europea	2017 II	16.697,4	0,7%	2,4%	2,3%
China	2017 III	12.800,4	1,7%	1,7%	4,8%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	ago-17	121,3	1,2%	4,8%	4,4%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	ago-17	118,3	0,8%	0,6%	1,7%

* 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	oct-17	36.729,0	4,0%	17,6%	36,4%
Región Pampeana	oct-17	16.117,0	1,9%	17,4%	38,7%
NOA	oct-17	6.297,0	-1,7%	30,1%	24,6%
NEA	oct-17	6.416,0	5,2%	36,8%	22,4%
Cuyo	oct-17	4.930,0	0,9%	23,6%	31,1%
Región Patagónica	oct-17	6.118,0	5,0%	17,2%	22,4%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2017 III	1.316,5	10,3%	15,2%	13,9%
Región Pampeana	2017 III	767,0	16,4%	10,2%	10,0%
NOA	2017 III	332,2	31,4%	25,0%	17,9%
NEA	2017 III	346,6	41,3%	20,2%	8,9%
Cuyo	2017 III	298,2	15,3%	0,7%	3,2%
Región Patagónica	2017 III	202,2	1,6%	3,3%	1,5%