



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 27 - Edición N° 1103 – 8 de Marzo de 2018

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón

La sequía golpea y no sólo a los productores de granos

En Foco 1 – Carla Calá

Nivel de actividad: confianza del consumidor resentida en el primer trimestre; construcción mantiene el buen ritmo, mientras la industria mejora en exportaciones y producción

En Foco 2 – Mariano Devita

Monitor financiero internacional: los aprestos de la guerra comercial

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

La recuperación del crédito al sector privado alcanzó a todas las regiones del país

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

La sequía golpea y no sólo a los productores de granos

- La ausencia de lluvias y las elevadas temperaturas observadas han afectado la producción agrícola 2017/2018. La zona productiva núcleo, la región que más granos aporta a la canasta nacional, sufre una sequía inédita, con pocos antecedentes recientes. Como referencia de esta escasez, en la localidad cordobesa de Marcos Juárez, pleno corazón de la pampa húmeda, ha llovido sólo el 13% de la media histórica durante el primer bimestre del año
- De acuerdo a las últimas estimaciones de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires (fines de febrero), la sequía se había llevado ya 10 millones de toneladas de soja (-19%) y 5 millones de toneladas de maíz (-12%) en relación a una situación de condiciones climáticas y rindes normales. El ajuste de la producción podría ser aún mayor considerando que los problemas climáticos se extienden en lo que va de marzo, que los pronósticos no son muy alentadores y que se agota la ventana temporal en la que un cultivo puede recuperarse
- Si bien los precios internacionales han ajustado al alza en respuesta a los problemas locales, en particular la harina de soja, no lo han hecho con la suficiente intensidad para compensar el impacto macro que genera la reducción de los volúmenes
- De acuerdo a las estimaciones (basadas en 44 millones de toneladas de soja y 37 millones de toneladas de maíz), el balance entre lo que se gana y pierde por el "efecto sequía" da negativo en US\$ 1.589 millones, una cifra equivalente a 0,3 puntos porcentuales del PIB 2017. El balance se deteriora rápidamente con un supuesto de menor producción. Por caso, el rojo sube a US\$ 2.871 millones (0,5 puntos del PIB), si los volúmenes se terminan ubicando un escalón más abajo (42 millones soja y 35 millones maíz, a precios constantes)
- El hecho que las tenencias de soja de campañas anteriores sean elevadas y que éstas muy probablemente se reduzcan en el transcurso del año, podría amortiguar el impacto negativo de la sequía, en particular sobre la generación de divisas. Por el lado del nivel de actividad la situación luce más compleja, los ingresos que se resignarían en la actual campaña serían bastante superiores a los que estaría generando la revalorización de las existencias (entre US\$ 560 millones y US\$ 830 millones)

En Foco 1:

16

Nivel de actividad: confianza del consumidor resentida en el primer trimestre; construcción mantiene el buen ritmo, mientras la industria mejora en exportaciones y producción

- El índice de confianza del consumidor de la UTDT promedia 44,5 en el primer bimestre del 2018, ubicándose 4 puntos porcentuales del cuarto trimestre de 2017. A su vez, la confianza en el gobierno, con 2,3 puntos (sobre un máximo de 5) en lo que va del año compara con la puntuación de 2,7 alcanzada en la última parte de 2017
- Pese a este deterioro, la recaudación de impuestos asociada al mercado interno subió 8,2% interanual en el primer bimestre en términos reales, un guarismo que mantiene el elevado nivel del cuarto trimestre de 2017
- Los despachos de cemento suben 15,5% interanual en el primer bimestre (14,5% en el cuarto trimestre de 2017). La diferencia es más positiva en el caso de la producción de autos, que se incrementa un 20% interanual en el primer bimestre que compara con una merma de 1,6% en el cuarto trimestre y en las exportaciones a Brasil (12,3% interanual vs una caída de 2,9% en el cuarto trimestre)

En Foco 2:**28*****Monitor financiero internacional: los aprestos de la guerra comercial***

- Esta semana no tuvo nada que ver con la anterior. Muy por el contrario, luego de los anuncios de imposición de tarifas al aluminio y al acero por parte de Estados Unidos (se desconocen el alcance y los detalles), los mercados internacionales mostraron una alta volatilidad. Los temores a nivel global no están infundados: esta decisión ¿se aplicará únicamente a estos dos rubros o se extenderán a otros bienes? ¿Cuáles serán los efectos de una guerra internacional del comercio en el desempeño de la economía (actividad, inflación, etc.)? Esta guerra del comercio, ¿se transformará en una guerra financiera?
- La salida de Gary Cohn, asesor económico de Trump bastante cerca del libre comercio, daría la señal de que esta decisión será extensiva a otros bienes de la economía norteamericana. Hay que ver qué ocurre con el NAFTA, es decir, los acuerdos de EEUU con Canadá y México porque será uno de los primeros acuerdos comerciales que firmará Estados Unidos. En cuanto al desempeño de la economía, el presidente de la FED y el secretario del Tesoro, salieron a tranquilizar las aguas, aunque las expectativas de inflación aumentaron
- Para Argentina, estas siguen siendo malas noticias. Cuanto mayor volatilidad exista en los mercados internacionales, mayor será el efecto por el que los inversores “vuelan” hacia instrumentos de mayor calidad (“flight to quality”). Esto presenta riesgos en cuanto a la suba de las tasas de interés de los bonos argentinos. De hecho, no sólo Argentina es uno de los países con mayor riesgo país que otros emergentes, además, esa diferencia se viene agrandando

En Foco 3:**33*****El dato regional de la semana: la recuperación del crédito al sector privado alcanzó a todas las regiones del país***

- En 2017, el stock de préstamos aumentó 21,6% interanual en términos reales, con el NOA (24,4%) y el NEA (24,0%) liderando la estadística, aunque con guarismos significativos también para la zona pampeana (21,5%), la Patagonia (21,2%) y Cuyo (18,7%)
- Por provincias, este indicador refleja mayores diferencias, ya que hay un pelotón que registra variaciones en torno al 30 % (siempre en términos reales), entre las que figuran Córdoba, Corrientes, Neuquén y Río Negro, mientras que San Luis, San Juan, Chubut y Santa Cruz anotan incrementos en torno al 10 %
- El stock de depósitos subió 13,9% interanual en moneda constante en el país, destacándose el incremento registrado en el NOA (20,0%) y en el NEA (21,7%), ubicándose el resto muy cerca de la variación promedio

Selección de Indicadores**37**

Editorial

La sequía golpea y no sólo a los productores de granos

Juan Manuel Garzón

- La ausencia de lluvias y las elevadas temperaturas observadas han afectado la producción agrícola 2017/2018. La zona productiva núcleo, la región que más granos aporta a la canasta nacional, sufre una sequía inédita, con pocos antecedentes recientes. Como referencia de esta escasez, en la localidad cordobesa de Marcos Juárez, pleno corazón de la pampa húmeda, ha llovido sólo el 13% de la media histórica durante el primer bimestre del año
- De acuerdo a las últimas estimaciones de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires (fines de febrero), la sequía se había llevado ya 10 millones de toneladas de soja (-19%) y 5 millones de toneladas de maíz (-12%) en relación a una situación de condiciones climáticas y rindes normales. El ajuste de la producción podría ser aún mayor considerando que los problemas climáticos se extienden en lo que va de marzo, que los pronósticos no son muy alentadores y que se agota la ventana temporal en la que un cultivo puede recuperarse
- Si bien los precios internacionales han ajustado al alza en respuesta a los problemas locales, en particular la harina de soja, no lo han hecho con la suficiente intensidad para compensar el impacto macro que genera la reducción de los volúmenes
- De acuerdo a las estimaciones (basadas en 44 millones de toneladas de soja y 37 millones de toneladas de maíz), el balance entre lo que se gana y pierde por el "efecto sequía" da negativo en US\$ 1.589 millones, una cifra equivalente a 0,3 puntos porcentuales del PIB 2017. El balance se deteriora rápidamente con un supuesto de menor producción. Por caso, el rojo sube a US\$ 2.871 millones (0,5 puntos del PIB), si los volúmenes se terminan ubicando un escalón más abajo (42 millones soja y 35 millones maíz, a precios constantes)
- El hecho que las tenencias de soja de campañas anteriores sean elevadas y que éstas muy probablemente se reduzcan en el transcurso del año, podría amortiguar el impacto negativo de la sequía, en particular sobre la generación de divisas. Por el lado del nivel de actividad la situación luce más compleja, los ingresos que se resignarían en la actual campaña serían bastante superiores a los que estaría

generando la revalorización de las existencias (entre US\$ 560 millones y US\$ 830 millones)

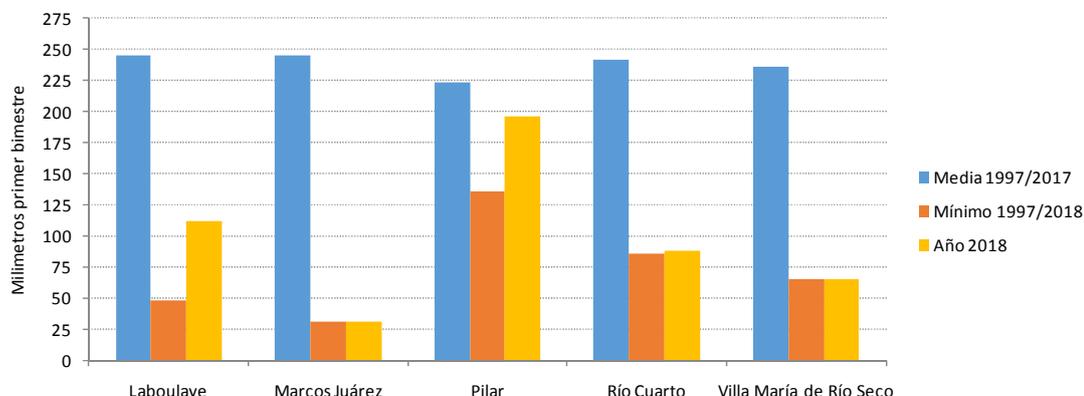
La ausencia de lluvias y las elevadas temperaturas observadas en los meses de enero y febrero han afectado la producción esperada del ciclo agrícola 2017/2018, particularmente de soja y maíz. La zona productiva núcleo, la región que más granos aporta a la canasta nacional y que abarca el sudeste de Córdoba, el centro sur de Santa Fe y el centro - norte de Buenos Aires, sufre una sequía inédita, con pocos antecedentes recientes.

El fenómeno climático adverso no sólo castiga a los granos sino también, en menor o mayor medida, a todas las actividades agropecuarias. Por caso, la sequía ha reducido la disponibilidad esperada de materias primas para la alimentación de animales (granos, subproductos, pasturas, forrajes), incrementando el valor en el mercado de estos productos; en establecimientos de producción de hacienda bovina para carne, leche y en todos los que operan bajo sistemas extensivos o intensivos de producción animal (cerdos, aves) la sequía se introduce vía mayores costos operativos, modificando planes productivos e incrementando requerimientos financieros.

Las lluvias registran niveles históricamente bajos

La falta de precipitaciones, fenómeno que cubre todo el centro del país, resulta altamente inusual particularmente en la *pampa húmeda* (sur, centro y este de Córdoba, Santa Fe, Entre Ríos, centro y norte de Buenos Aires, noreste de La Pampa), cuyo nombre responde al hecho que usualmente recibe volúmenes de agua por encima de los 750 milímetros año, con una importante concentración de las lluvias en los dos primeros meses (entre el 25% y 30%). La pampa no está húmeda sino bien seca.

Gráfico 1: Registro de precipitaciones en localidades de Córdoba. Primer bimestre de cada año. Período 1997/2018.

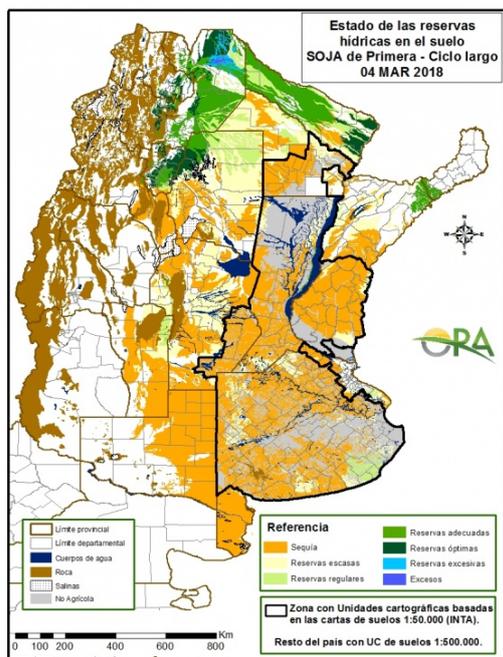


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos del SMN (1997/2017) y la Bolsa de Cereales de Córdoba (2018).

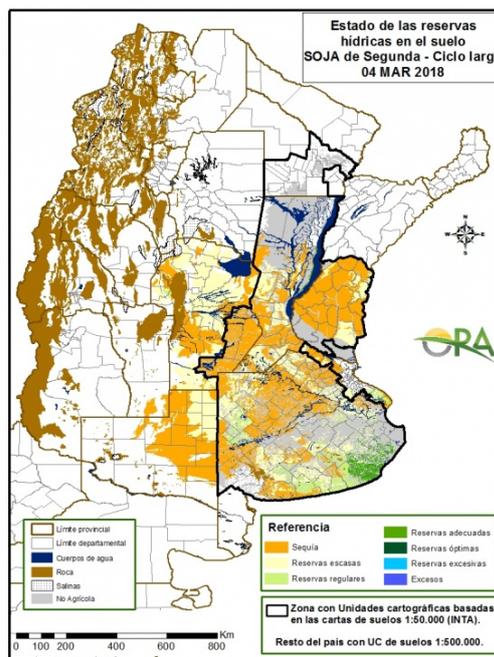
Como referencia de la inédita escasez del insumo más vital para las producciones en secano, la situación de Marcos Juárez, localidad cordobesa ubicada en el corazón de la pampa húmeda, es ilustrativa. En los dos primeros meses del año sólo ha llovido 31 milímetros, para una precipitación media observada de 245 milímetros en los últimos 21 años (1997/2017); es decir, el agua caída en el arranque del año ha sido sólo el 13% de la media histórica reciente, el menor registro del período.

La falta de lluvias percute sobre las reservas hídricas de los suelos, que han prácticamente desaparecido y se encuentran muy por debajo de lo que se consideran condiciones adecuadas u óptimas para el desarrollo de los cultivos (Mapas 1 y 2 con referencias de la situación al 4 de marzo, caso de la soja).

Mapa 1: Estado de las reservas hídricas en área sembrada con Soja de Primera



Mapa 2: Estado de las reservas hídricas en área sembrada con Soja de Segunda



Fuente: ORA, Ministerio de Agroindustria.

Escenarios de producción

Sin agua cuando más se necesitaba, los cultivos se deterioraron en forma acelerada. En su más reciente informe, la Bolsa de Cereales de Buenos Aires (ECC, Bolsa de Cereales Buenos Aires, 1 de marzo de 2018) advierte que el 45% del área sojera se encontraba en mala condición y el 31% en condición regular hacia fines de febrero; en maíz los porcentajes eran similares, 43% en mala condición y 34% en condición regular.

Tanto los cultivos adelantados como los tardíos atraviesan dificultades, aunque estos últimos, particularmente en maíz, tienen un poco más de margen de recuperación. De todos modos, hay áreas que ya se han perdido y se descuenta que en muchas otras, incluso si las condiciones mejorasen en las próximas semanas, los rindes que se logren quedarán por debajo de los valores normales.

Dos factores estarían amortiguando parte del daño que genera la sequía. En primer lugar, el aprendizaje hecho por los productores en materia de manejo de cultivares, fechas de siembra (con mayor protagonismo de los cultivos tardíos) y otras variables que hacen a la gestión productiva, probablemente luego de la última gran sequía del ciclo 2008/2009. Segundo, el aporte de las napas de agua. Por caso, en la propia localidad de Marcos Juárez que ya fuera antes mencionada, la disponibilidad de napas

de agua a baja profundidad esta siendo un hándicap importante para los cultivos; según las mediciones del INTA, la profundidad de la napa ha aumentado en 1,6 metros respecto a la que se observaba en febrero de 2017 (de estar a 1,0 metro ha pasado a 2,6 metros).¹

Las proyecciones de producción han ido ajustando a la baja a medida que el fenómeno climático adverso se fue consolidando.

En su último informe, la Bolsa de Cereales de Buenos Aires estimó 44 millones de toneladas de soja y 37 millones de toneladas de maíz. Pero debe recordarse que el ciclo había arrancado con una estimación de 54 millones de toneladas y 42 millones de cada grano, respectivamente. Es decir, a fines de febrero la sequía ya se había llevado 10 millones de toneladas de soja (19%) y 5 millones de toneladas de maíz (12%) respecto de una campaña normal.

La Bolsa de Cereales de Rosario, por su parte, en sus últimas comunicaciones (caso del Informativo Semanal, 2 de marzo), refiere a 46,5 millones de toneladas de soja y 35 millones de toneladas de maíz, y en relación a la oleaginosa aclara que *"aún no se descartan nuevos ajustes para la próxima publicación del informe mensual de GEA-BCR"*.²

Los pronósticos climáticos no son muy alentadores. En general anticipan precipitaciones escasas durante al menos la primera quincena de marzo, limitando la posibilidad de recuperación de los cultivos. Frente a este panorama la producción final para el ciclo 2017/2018 luce incierta y no deberían descartarse escenarios de soja por debajo de los 44 millones de toneladas y de maíz de menos de 35 millones de toneladas.

El Cuadro 1 presenta distintos escenarios posibles para la producción de los dos principales granos en el ciclo en curso. Están basados en la situación de los cultivos a fines de febrero / comienzos de marzo.

¹ Boletín Agrometeorológico Febrero 2018, Áreas Suelo y Producción Animal, INTA EEA Marcos Juárez.

² Sofia Corina y Emilse Terré, "Soja 2017/2018, sin piso de rendimiento ni techo de precio", Informativo Semanal, Edición Nº1849, 2 de marzo de 2018.

Cuadro 1: Producción soja y maíz ciclo 2016/2017 y escenarios ciclo 2017/2018, antes y luego de la sequía

En miles de toneladas

Grano	Ciclo 2016/2017*	Escenario 17/18 previo a sequía**	Escenarios 17/18 post sequía***			
			Pesimista / Moderado	Moderado	Moderado / Optimista	Optimista
Soja	57,000	54,500	40,000	42,000	44,000	46,000
Maíz	39,000	42,000	33,000	35,000	37,000	39,000

* Estimación Bolsas de Cereales.

** En función de área sembrada y bajo supuesto de rindes normales.

*** Al 1 de marzo de 2018.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos de Bolsas de Cereales de Buenos Aires y Rosario.

Precios internacionales

A diferencia de lo sucedido durante la sequía de 2009, en esta oportunidad el mercado internacional ha tomado nota de los problemas productivos de Argentina y de la menor oferta de granos y materias primas que dispondrá el país para abastecer la demanda mundial durante el ciclo 17/18.

La retracción esperada en la oferta mundial fue anticipada impactando en los precios internacionales, particularmente en productos vinculados al complejo sojero, y dentro de estos últimos, en la harina de soja. Argentina es el primer exportador mundial de harina de soja, proteína que se ha hecho vital en las dietas de alimentación de animales a nivel global (representa más del 70% del comercio mundial de harinas de oleaginosas). Entre diciembre de 2017 y el presente el precio FOB en puertos argentinos de la harina de soja ha subido 26%, pasando de los US\$ 340 que se esperaban a los US\$ 430 que se observan actualmente. Un recorrido también alcista pero menor han mostrado la soja (+12%) y el maíz (+14%). En el mercado del aceite de soja, donde Argentina también es un actor protagonista, los valores se muestran más estabilizados; a diferencia de lo que acontece en el mercado de harinas, el aceite de soja tiene competidores muy fuertes en el mercado³, que además cuentan con buena provisión en el ciclo, particularmente el aceite de palma.

³ El aceite de soja representa sólo el 15% del comercio mundial de aceites vegetales.

Cuadro 2: Precios de exportación de soja, subproductos de soja y maíz. Ciclos 2016/2017 y 2017/2018, antes y post sequía.

En US\$ / Ton

Producto	Cosecha 16/17	Cosecha 17/18		Evolución %	
		Antes de sequía (AS)*	Post sequía (PS)**	17/18 PS vs 16/17	17/18 PS vs 17/18 AS
Soja	367.0	370.0	415.0	13.1%	12.2%
Maíz	162.0	160.0	182.0	12.3%	13.8%
Harina de Soja	320.0	340.0	430.0	34.4%	26.5%
Aceite de Soja	748.0	730.0	746.0	-0.3%	2.2%

* Precios esperados a cosecha de fines de diciembre 2017.

** Precios esperados a cosecha de comienzos de marzo 2018.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos de MATBA y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

La cosecha 2017/2018 se beneficiará entonces de mayores precios internacionales, respecto a los que se esperaban hace unos pocos meses atrás y también en relación a los valores medios de la cosecha pasada. Ahora bien, no toda la producción se comercializará a los nuevos valores; debe recordarse que a medida que un ciclo avanza se van concretando operaciones de venta a futuro donde los precios quedan definidos (precio cerrado). Es decir, hay productores que ya hace unos meses fijaron su precio de venta, para parte de su producción, precios que seguramente habrán sido menores a los que actualmente se observan. Como referencia, a la tercera semana de febrero se contabilizaban unas 5,2 millones de toneladas de soja del ciclo 17/18 vendidas con precio cerrado. También había una cifra similar (5,7 millones) de maíz vendido.

Finalmente, no está claro que los precios internacionales hayan tocado un techo. Si las proyecciones de producción local se siguen deteriorando no sería ilógico pensar que haya una nueva respuesta de los precios frente al escenario de mayor escasez.

Impacto económico

No es sencilla la medición del impacto económico de la sequía. Una primera pregunta es el impacto sobre quién: ¿Los productores? ¿Los proveedores o clientes locales de los productores? ¿La economía del país? ¿El fisco? ¿Los clientes externos? A su vez cada una de estas categorías tiene sus divisiones (productores que arriendan vs productores propietarios; proveedores de insumos dolarizados vs de servicios; establecimientos primarios que operan en mercados altamente competitivos vs industrias de transformación con mayor poder de mercado o que se desenvuelven en mercados regulados, caso de los biocombustibles). Si la sequía no es pareja, si no se distribuye en forma más o menos homogénea entre regiones, la dimensión regional pasa a ser también muy relevante y objeto de estudio. Otra cuestión es la temporalidad, si bien el efecto de corto plazo es el más importante, también puede

haber efectos de mediano / largo, por caso, ¿no se vería afectada la productividad en la próxima campaña si se reduce hoy la inversión en maquinarias? En la propia medición del impacto aparecen también desafíos, ¿se incluyen sólo los efectos directos o se extiende hasta abarcar efectos de segunda y tercera vuelta?

En este apartado se hace una estimación, una aproximación cuantitativa, del posible impacto de la sequía sobre la economía como un todo; también se discuten algunos efectos sectoriales, aquellos que son relativamente más sencillos de advertir o donde la información disponible permite realizar algunos cálculos.

El punto de partida son los ingresos que genera la producción agrícola; estos dependen de volúmenes y precios. La sequía está reduciendo volúmenes (toneladas) pero en paralelo y como ya se refiriera, incrementando precios internacionales, lo que a su vez aumenta los precios locales. Según la intensidad de cada uno de estos fenómenos contrapuestos, un productor podría quedar peor, igual o mejor que en la situación sin sequía o en perspectiva a la campaña previa.

Una diferencia entre el enfoque "sectorial" vs el "nacional" es que a nivel país puede haber "compensación" sólo en los granos y/o subproductos que se exportan, que si bien son un alto porcentaje, fundamentalmente en el complejo sojero, no son todos los que se producen. Nótese que en los granos y/o sus materias primas derivadas que van a mercado interno, la suba de precios internacionales significa un alivio para un sector (los productores de granos) pero una complicación para las actividades locales que utilizan estos productos como insumos, por ejemplo, establecimientos de engorde intensivo o tambos, cuyos procesos productivos se hacen más costosos; estos establecimientos deben reducir sus márgenes o intentar un traslado a precios (en la medida que el mercado lo permita) de sus mayores erogaciones;⁴ en el caso de las ventas al mercado interno, si se termina efectivizando un traslado (hacia delante) de los mayores costos, ello implica que una parte del costo de la sequía lo terminan asumiendo los consumidores locales de productos finales elaborados en base a esos insumos (caso de los consumidores de carnes o lácteos).

Si no hay compensación entre volúmenes con destino exportación (que caen) y precios internacionales (que suben), se reduce el valor de la producción agrícola para el país. El ajuste de ingresos lo sufren básicamente los actores que participan de la cadena, todos ellos, en menor o mayor medida. Los mayores costos recaen sobre los productores, aunque como puede deducirse, no sobre todos sino sólo en aquellos

⁴ Por ejemplo, se estima que sólo la suba de precios de granos y materias primas derivadas observada entre los meses de diciembre 2017 y febrero 2018 ha incrementado entre un 10% y un 12% los costos de producción de cerdos en granjas intensivas.

afectados “más que la media” por el evento climático.⁵ De hecho, los productores que logren sortear el efecto adverso del clima tendrán una gran campaña, aunque serán los menos por supuesto. Pero también hay costos que se extienden sobre los establecimientos primarios de transformación, las industrias vinculadas, los prestadores de servicios y el propio Estado. El gasto en servicios que ajusta (y por ende el ingreso de ese actor), sencillo de visualizar, es el vinculado al transporte y movimiento de la mercadería. Si los volúmenes se reducen hay menos granos para transportar y difícilmente las tarifas puedan subir mucho en un contexto donde la demanda de servicios de carga se está reduciendo (ergo, el gasto en el servicio se reduce). El Estado también asume parte del costo al resignar ingresos por menor recaudación de derechos de exportación o de otros impuestos que pesan sobre la cadena de granos (caso de los impuestos a los combustibles).

Los efectos de primera vuelta son los más importantes, pero también hay de segunda y tercera vuelta. Si se reducen los ingresos del sector agrícola, éste reducirá sus gastos de consumo y de inversión, y esta menor demanda disparará a su vez nuevos ajustes en las actividades que se vean más afectadas. Un ejemplo sencillo es el de la compra de maquinaria agrícola; la sequía seguramente reducirá la demanda de maquinarias para reemplazo, ampliación o actualización tecnológica, por su parte, la industria de la maquinaria responderá ajustando su demanda de insumos, de factores productivos, su uso de bienes de capital y revisando planes de inversión, más aún, los propios empleados del sector de la maquinaria podrían también reformular sus planes de consumo e inversión (al prever que no harán “tantas” horas extras, al no estar “tan seguros” de la dinámica que seguirán los salarios o de qué tan estables serán ahora sus empleos).

De acuerdo a estimaciones propias, y desde una perspectiva país, la suba de precios internacionales esta compensando sólo una parte del costo que genera la sequía vía menor producción esperada con destino exportación.

En efecto, si se toma la última estimación de producción de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires (PAS, 01/03/2018) para los dos cultivos de verano principales (44 millones de toneladas de soja y 37 millones de maíz) y se consideran los precios FOB esperados a cosecha de granos y principales derivados industriales (harina de soja y aceite de soja), ajustando también según destino de la producción (mercado interno vs externo), el balance entre lo que se gana y se pierde por el “efecto sequía” da negativo

⁵ A su vez, del conjunto de productores más afectados por la sequía, los mayores problemas económicos y financieros recaerán sobre productores que operan bajo campo alquilado y asumen todo el riesgo productivo (alquileres fijos).

en US\$ 1.589 millones en términos de valor bruto de la producción.⁶ A su vez si la comparación es contra el ciclo 2016/2017 (y no contra la producción esperada 17/18 dada área sembrada y rindes normales), el balance también es negativo y de un monto similar (US\$ 1.572 millones). En ambos casos, se trata de una cifra equivalente a 0,3 puntos porcentuales del PIB 2017.⁷

Cuadro 3: Estimación del impacto económico de la sequía según producción agrícola final del ciclo 17/18*

En millones de US\$ y en % del PIB 2017

Balance	Escenarios productivos 17/18 (volúmenes)			
	Pesimista / Moderado	Moderado	Moderado / Optimista	Optimista
VBP que se resigna por volúmenes (millones de US\$)	-7,254	-6,132	-5,010	-3,888
VBP adicional por mayores precios (millones de US\$)	3,101	3,261	3,421	3,581
Balance neto (millones de US\$)	-4,153	-2,871	-1,589	-307
Balance neto (% del PIB 2017)	-0.7%	-0.5%	-0.3%	0.0%

*Todos los escenarios productivos suponen precios internacionales estabilizados en los niveles de inicios de marzo 2018. Toda la producción que se resigna tiene destino de exportación. En el caso de los beneficios que genera la suba de precios internacionales, se consideran sólo aquellos asociados a producción que va a mercado externo.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

El ajuste en el valor bruto de la producción se distribuye entre menor retribución a los factores (tierra, capital y excedente empresario), menor gasto en servicios que se demandan en el proceso de producción, transporte y comercialización, y menor recaudación impositiva. Por ejemplo, y como ya se mencionara, el menor volumen de cosecha reducirá la demanda de servicios de transporte. Bajo un escenario de 44 millones de toneladas de soja y 37 millones de maíz, se estima que la demanda (potencial) de transporte de carga en camión se reduce en unos 535 mil viajes en relación al ciclo 2016/2017; como se supone que la mercadería no producida tenía destino de exportación, si se considera un recorrido medio de 300 km, el mercado de transporte se reduce en un monto equivalente a US\$ 440 millones de dólares, a tarifas del 2018.⁸ El Estado también “aporta” al ajuste, dado que resigna recaudación; en el caso de los derechos de exportación, la caída en el valor de la producción exportable

⁶ La metodología de estimación estaría incluyendo básicamente efectos de “primera vuelta” de la sequía, el impacto sobre el propio sector, sus proveedores (ej.: transportistas), el Estado (ej.: derechos de exportación) y los transformadores de granos (para estos últimos, la suba de precios internacionales es un “costo” que reduce márgenes a corto plazo).

⁷ Se trabaja con un PIB corriente en dólares de US\$ 619.000 millones.

⁸ Supone una tarifa de US\$ 29 por tonelada para esa distancia.

“cuesta” aproximadamente US\$ 330 millones en menor recaudación de impuestos sobre la exportación de soja y sus derivados industriales.⁹

Ahora bien, la producción efectiva podría ser incluso menor a la que se supone en el ejercicio anterior. Ya sea porque la “seca” continúa, porque las lluvias llegan pero no logran revertir los daños o simplemente porque cuando entran las cosechadoras los rindes son menores a los hoy previstos, no debe descartarse un ajuste mayor en los volúmenes del ciclo 17/18.

Puede deducirse fácilmente que escenarios de menor producción derivan, *ceteris paribus* los precios internacionales,¹⁰ en un costo mayor de la sequía. De acuerdo a las simulaciones, una campaña de soja de 42 millones y de 35 millones de toneladas de maíz (escenario “moderado” en el Cuadro 3), dejaría un rojo de US\$ 2.871 millones respecto al valor bruto esperado en el arranque de la campaña, un monto equivalente a 0,5 puntos del PIB 2017.

Valorización de existencias

La suba de precios internacionales ha valorizado las existencias de soja en manos de la cadena. Respecto del nivel actual de tenencias, no hay un número de consenso entre las instituciones vinculadas al sector que monitorean el tema.

El Departamento de Agricultura de Estados Unidos¹¹ estima 18,5 millones de toneladas en existencias hacia fines de marzo de este año, una cifra muy superior a la que proyecta el Ministerio de Agroindustria (12,8 millones).¹² La Bolsa de Cereales de Rosario se ubicaba en una posición similar a la del Ministerio local, con una estimación de 12,5 millones de toneladas.¹³ Si se considera que el precio de exportación de soja ha subido unos 45 dólares entre diciembre y la actualidad, la revalorización del activo se encontraría en un rango de entre US\$ 560 millones y US\$ 830 millones según volúmenes estimados por las distintas fuentes. Nótese que la mayor valorización de los activos (ganancia de capital, riqueza neta generada) no alcanza a compensar un ajuste en los ingresos de la cadena (perspectiva macro) que, como se estimó en el apartado anterior, tendría hoy un piso de US\$ 1.500 millones / US\$ 1.600 millones.

Por la necesidad de muchos productores de cancelar los pasivos que dejará la campaña, el incentivo de efectivizar la ganancia de capital que generan los mayores

⁹ Supone una alícuota media de retenciones 2018 de 27% para soja y de 24% para harina / aceite de soja.

¹⁰ Este es un supuesto que puede ser “fuerte”, considerando que el mercado viene respondiendo con precios al alza frente a la escasez argentina.

¹¹ *Oilseeds: World Market and Trade*, USDA, FAS, febrero de 2018.

¹² Estimaciones Agrícolas, *Informe Mensual*, Ministerio de Agroindustria, febrero de 2018.

¹³ Emilce Terré, “Balance de oferta y demanda de soja en Argentina”, *Informativo Semanal*, Bolsa de Cereales de Rosario, enero de 2018.

precios internacionales (que puede ser temporal) y/o el apremio que tendrá la industria aceitera por mantener sus niveles de molienda, es de esperar que bajen las existencias finales de soja al cierre del ciclo 2017/2018 (marzo 2019), aunque, a priori, es difícil saber en cuanto.

Como referencia, en un escenario donde salen al mercado entre 4 y 5 millones de estas toneladas de soja hoy “guardadas”, a precios de exportación actuales de la oleaginosa, significan una inyección de entre US\$1.600 y US\$ 2.000 millones, un flujo adicional que se sumaría a las ventas de la nueva campaña.

Mientras más existencias de soja salgan de los depósitos y entren al circuito comercial, más chances de compensar los efectos negativos de la sequía, particularmente sobre la generación de divisas y la balanza comercial. Por el lado del nivel de actividad, la situación luce más compleja dado que los ingresos que se estarían perdiendo son, de acuerdo a las estimaciones, bastante superiores a los que estaría generando la revalorización de estos activos.

En Foco 1

Nivel de actividad: confianza del consumidor resentida en el primer trimestre; construcción mantiene el buen ritmo, mientras la industria mejora en exportaciones y producción

Carla Calá

- El índice de confianza del consumidor de la UTDT promedia 44,5 en el primer bimestre del 2018, ubicándose 4 puntos porcentuales del cuarto trimestre de 2017. A su vez, la confianza en el gobierno, con 2,3 puntos (sobre un máximo de 5) en lo que va del año compara con la puntuación de 2,7 alcanzada en la última parte de 2017
- Pese a este deterioro, la recaudación de impuestos asociada al mercado interno subió 8,2% interanual en el primer bimestre en términos reales, un guarismo que mantiene el elevado nivel del cuarto trimestre de 2017
- Los despachos de cemento suben 15,5% interanual en el primer bimestre (14,5% en el cuarto trimestre de 2017). La diferencia es más positiva en el caso de la producción de autos, que se incrementa un 20% interanual en el primer bimestre que compara con una merma de 1,6% en el cuarto trimestre y en las exportaciones a Brasil (12,3% interanual vs una caída de 2,9% en el cuarto trimestre)

Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2016 IV	2017 I	2017 II	2017 III	2017 IV	ene-18	feb-18
Confianza Consumidor UTDT (índice)	44,8	42,0	44,7	47,0	48,5	45,2	43,8
Situación Personal (índice)	47,4	46,0	47,8	48,9	49,2	46,6	43,8
Situación Macro (índice)	59,8	55,1	58,7	59,7	57,6	54,5	51,5
Confianza en el Gobierno UTDT (índice)	2,6	2,4	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3
Recaudación Real asociada al Consumo Interno	-4,8	-1,4	3,4	5,8	8,2	7,7	8,7
Producción de papel y cartón (EMI - INDEC)	-3,0	-4,2	-3,4	4,5	2,9	4,0	s/d
Estimador Mensual de la Actividad Económica (INDEC)*	-1,9	0,4	2,9	4,2	3,6	s/d	s/d
Índice General de Actividad (OJF)	-2,2	0,2	2,9	5,4	4,9	4,5	s/d
Índice de Producción Industrial (OJF)	-3,3	-3,0	2,9	4,0	1,6	2,8	s/d
Patentamientos	15,1	42,1	26,0	19,8	19,3	26,4	14,4
Producción de Autos	0,3	2,5	2,7	5,1	-1,6	-18,3	62,6
Ventas de Gasoil	-2,9	-2,4	-5,7	3,3	6,8	s/d	s/d
Despacho de Cemento	-4,7	5,9	11,9	12,2	14,5	17,3	13,7
Índice Construya	-17,5	-0,8	12,7	21,2	21,2	14,3	s/d
Actividad de la Construcción (ISAC)	-12,1	1,7	12,6	15,6	20,5	19,0	s/d
Empleo en la Construcción (IERIC)*	-7,6	3,7	9,6	12,6	12,7	s/d	s/d
Escrituras en CABA	34,8	60,5	34,1	44,7	36,5	30,9	s/d
Exportaciones a Brasil	9,3	10,4	7,4	2,1	-2,9	6,8	17,7
Importaciones desde Brasil	16,3	24,4	28,6	34,3	36,3	16,3	15,2

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

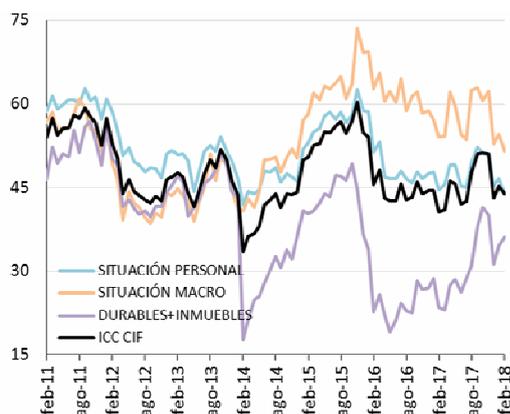
Índices de Confianza

Según el Centro de Investigación en Finanzas de la UTDT, la medición de febrero del Índice de confianza del consumidor (ICC) fue de 43,82 puntos, registrando una variación de -4,6 puntos porcentuales respecto al cuarto trimestre. A partir de la encuesta mensual sobre la situación económica personal y de la economía general, se registra una merma en todos los componentes del ICC, a excepción del ítem Durables e Inmuebles (+0,86 puntos porcentuales), en comparación con el último trimestre de 2017: el subíndice de Situación Macroeconómica lo hace en 6 puntos porcentuales y el de Situación Personal en 5,4 puntos.

A propósito, en el primer bimestre de 2018, el índice general se ubica 4,0 y 2,5 puntos porcentuales por debajo del cuarto y del tercer trimestre de 2017, respectivamente. Haciendo foco en los componentes del ICC, se observa un retroceso en todos los subíndices si se los compara con el cuarto trimestre: el subíndice de Situación

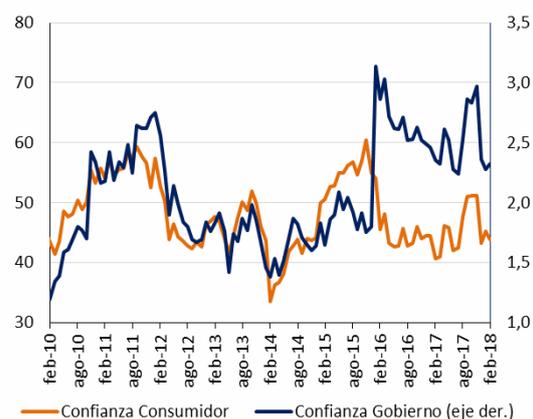
Macroeconómica lo hace en 4,6 puntos porcentuales, el de Situación Personal en 4,1 puntos y el de Durables e Inmuebles en 2,26 puntos.

Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

Confianza del Consumidor y Confianza en el Gobierno



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

Basándose en una encuesta de opinión pública a nivel nacional, la Escuela de Gobierno de la UTDT asigna al Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) un valor de 2,32 puntos (sobre 5) para el mes de febrero. Tras una caída acumulada en los últimos dos meses de 0,69 puntos porcentuales, la medición general de febrero registra una variación mensual de 0,04 puntos, léase como un estancamiento en la imagen del gobierno más que una mejora.

En términos interanuales, el ICG de febrero presenta una caída de 0,03 puntos, mientras que en comparación a noviembre de 2015 (último mes de gestión de Cristina Kirchner) anota una variación al alza de 0,57 puntos porcentuales. No obstante, respecto al cuarto trimestre de 2017, se observa en el índice general una desaceleración de 0,4 puntos porcentuales. Haciendo foco en los componentes del ICG, se observa un retroceso en todos los ítems respecto al último trimestre del año pasado, destacando la merma de 0,54 y 0,51 puntos porcentuales de los subíndices “Evaluación general” y “Honestidad de los funcionarios”, respectivamente.

Recaudación

Al observar la evolución de un consolidado de impuestos relacionados al nivel de actividad y la variación de los precios, se tiene un proxy real de las variables asociadas al mercado interno. Considerando los datos de IVA, Aranceles a las importaciones, Combustibles, Créditos/Débitos y Aportes y Contribuciones, se tiene para el mes de

febrero de 2018 un aumento nominal de 37,6% en términos interanuales, situándose por encima de la inflación interanual (+26,6%) y, por lo tanto, la recaudación vuelve a registrar una suba en términos reales (+8,7%).

Recaudación Real asociada al Nivel de Actividad Interna*

ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18
-6,0%	-2,9%	-8,7%	-3,2%	-2,5%	-1,5%	-0,1%	-2,8%	1,3%	4,7%	4,4%	6,5%	7,4%	3,4%	10,2%	10,3%	4,1%	7,7%	8,7%

* Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

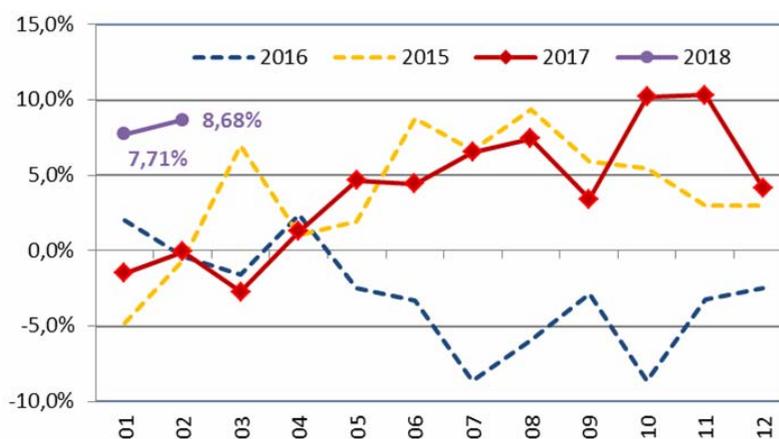
$$\text{Proxy Real} = \left[\frac{(1 + \text{Var a. a Consolidado de Impuestos})}{[0,44 * (1 + \text{Var a. a IPC CABA}) + 0,34 * (1 + \text{Var a. a IPC Cba}) + 0,22 * (1 + \text{Var a. a IPC SL])} \right] - 1$$

Para pasar a términos reales se utilizan los IPC que relevan la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Córdoba y San Luis, ponderando 44%, 34% y 22% respectivamente. Estas ponderaciones se utilizan de acuerdo a la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGHo), tomando como referencia la distribución del gasto por regiones.

Se elige esta fórmula, replicando la metodología del Banco Central, 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.

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

Entre los componentes con mayor crecimiento se destaca el Impuesto al Valor Agregado (IVA), referente de la evolución del consumo, con una variación interanual de 46,3%, ubicándose 15,6% por encima de la inflación y registrando una suma de \$77.705 millones.

Asimismo, resulta pertinente destacar la recaudación en concepto de derechos de exportación, que presentaron una suba nominal interanual de 424,7%, explicado principalmente por un incremento en la exportación de pallets de soja (666,2% interanual). Según explica el administrador federal de ingresos públicos, Alberto Abad: “en la dinámica del cobro de los derechos de exportación, que están prácticamente concentrados en el complejo sojero, gravitan cuatro factores: la variación del tipo de cambio; el resultado de la cosecha, el movimiento de los precios internacionales; y las necesidades financieras de los exportadores y productores”.

En términos reales, la recaudación de impuestos asociados al mercado interno registró en el primer bimestre de 2018 un incremento de 8,2% interanual, mejorando con respecto a los primeros tres trimestres de 2017 e igualando el guarismo registrado para el último.

Recaudación real asociada al Mercado Interno

Variación interanual real

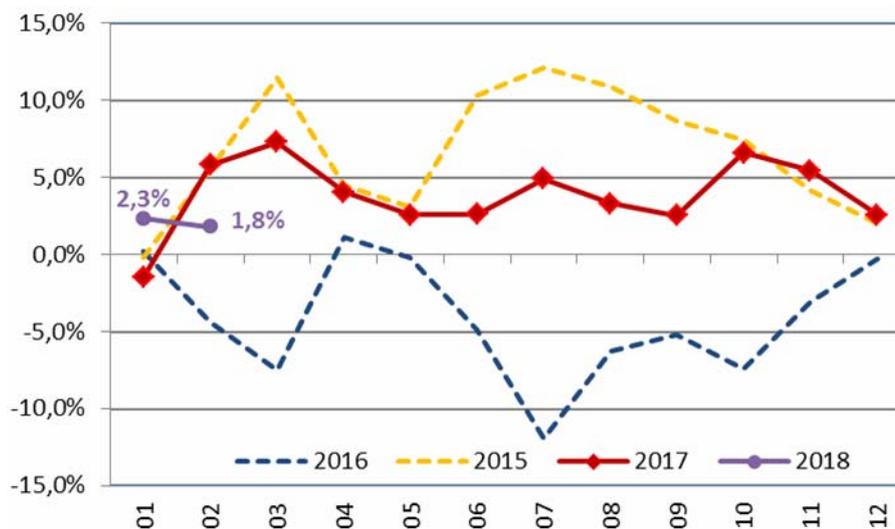


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

En el caso de la evolución de los impuestos relacionados a la seguridad social, para el mes de febrero se registra un incremento real interanual de 1,8%, ubicándose 3,1 puntos porcentuales por debajo de la variación registrada en el cuarto trimestre de 2017 (+4,9%). En lo que va del 2018, estos impuestos asociados a la masa salarial

formal, registran un crecimiento mensual promedio de 2,1% en términos reales, dato que compara con 3,9% y 4,1% para 2017 y 2016 respectivamente.

Consolidado de impuestos asociados al mercado de trabajo Variación Interanual real



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

Construcción

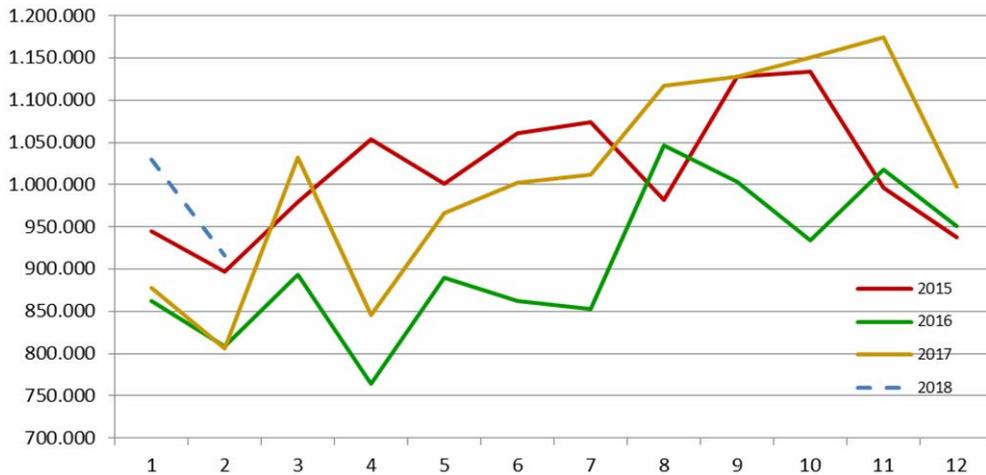
Sector Construcción	2016 IV	2017 I	2017 II	2017 III	2017 IV	ene-18	feb-18
Despacho de Cemento	-4,7	5,9	11,9	12,2	14,5	17,3	13,7
Índice Construya	-17,5	-0,8	12,7	21,2	21,2	14,3	s/d
Actividad de la Construcción (ISAC)	-12,1	1,7	12,6	15,6	20,5	19,0	s/d
Empleo en la Construcción (IERIC)*	-7,6	3,7	9,6	12,6	12,7	s/d	s/d
Escrituras en CABA	34,8	60,5	34,1	44,7	36,5	30,9	s/d

Fuente: IERAL en base a AFCP, INDEC, Grupo Construya, IERIC, Colegio de escribanos de CABA

En el mes de febrero, los despachos de cemento totales anotaron una expansión de 13,7% interanual, guarismo que difiere en 3,7 puntos porcentuales de la variación registrada para enero (+17,3% interanual). Teniendo en cuenta únicamente el consumo interno, se observa un incremento de 13,7% interanual, mientras que con destino al exterior, los despachos anotaron una variación interanual de 13%.

Obsérvese en el gráfico adjunto que los datos registrados para el primer bimestre de 2018 se encuentran considerablemente por encima de las cifras de años anteriores. Para ser exactos, en enero-febrero de este año se despacharon un total de 1.946.380 toneladas, superando el máximo alcanzado para igual periodo de 2015 (1.842.041 toneladas).

Despachos de Cemento – Toneladas mensuales.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

Con una expansión de 30,9% interanual, la cantidad de actos de compraventa de inmuebles en la Capital Federal anotó en enero un total de 4.484 registros.

En comparación a años anteriores, se registra la mayor cantidad de actos de compraventa correspondiente al mes de enero, superando en 159%, 136% y 31% a los guarismos registrados en enero de 2015, 2016 y 2017, respectivamente.

En el primer mes del año, se observa que las escrituras con hipoteca bancaria crecieron en 141% interanual, representando el 41,4% del total de compraventas, que compara con el 22% del año anterior.

Escrituras en CABA – Cantidad de Actos

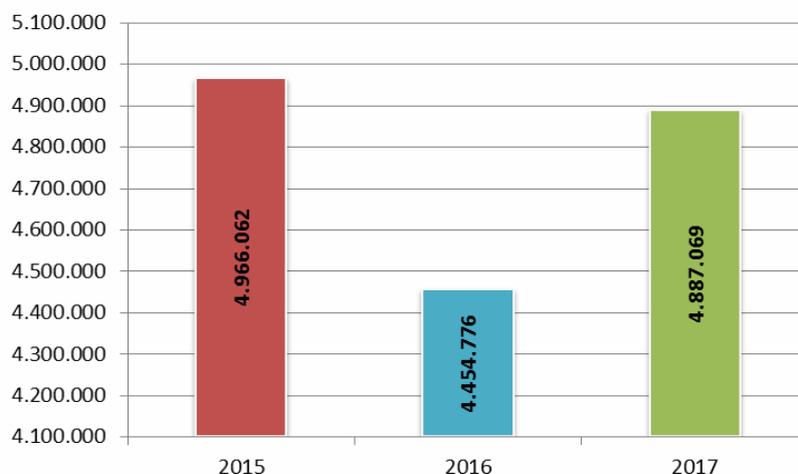


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Colegio de Escribanos CABA

Con datos hasta diciembre, el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC) registra un total de 418.456 puestos de trabajo en el sector construcciones, es decir 12% por encima de los guarismos anotados en diciembre de 2016, cifra que desciende a 8,3% si se lo compara para igual periodo de 2015. En tanto, el cuarto trimestre de 2017 revierte la situación observada en el último trimestre de 2016 (-7,6% interanual), y supera en 0,1 y 3,1 puntos porcentuales a las cifras registradas en el tercer y segundo trimestre de 2017, respectivamente.

En efecto, en 2017 se registran 4.887.069 trabajadores en el sector, presentando una variación al alza de 9,7% respecto a 2016 y una merma de 1,6% respecto a 2015.

Sector Construcción: cantidad de trabajadores registrados



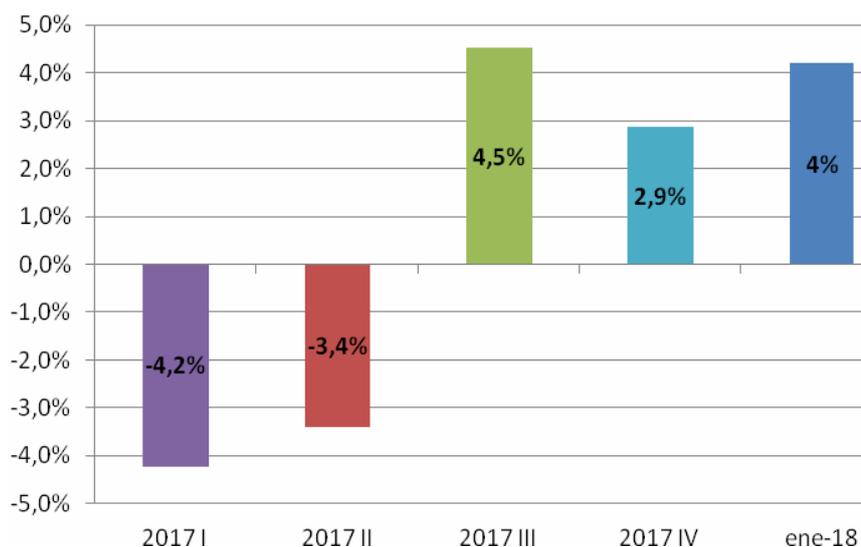
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IERIC

Producción de papel y cartón

Según informa el INDEC, la industria papelera anotó en enero una variación interanual de 4%, mejorando respecto al 2,9% registrado en el cuarto trimestre.

Producción de Papel y Cartón

Variación interanual

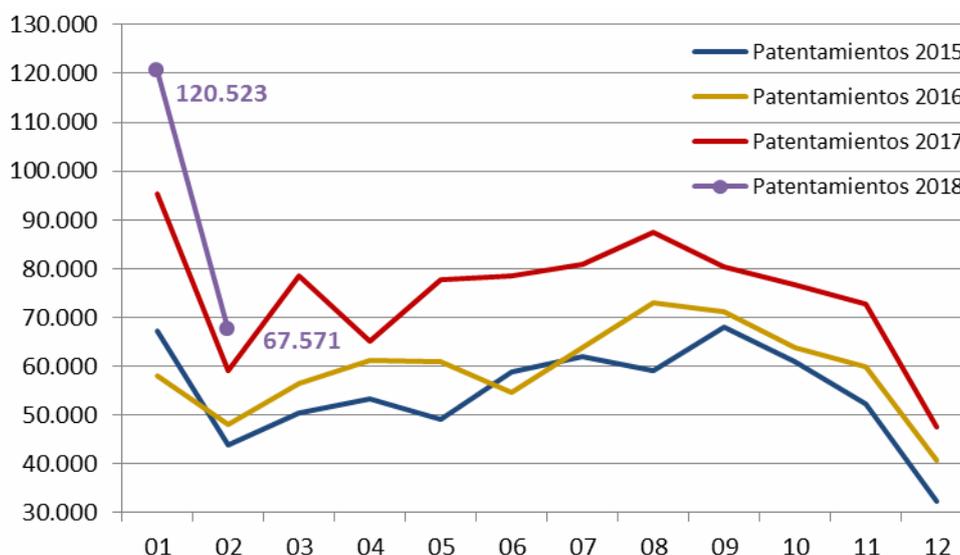


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Patentamientos

En febrero de 2018, el patentamiento de autos 0 KM anotó un alza interanual de 14,4%, desacelerando respecto a enero (+26,4%), y ubicándose 4,9 y 5,4 puntos porcentuales por debajo del cuarto y del tercer trimestre del año pasado, respectivamente.

Argentina: Patentamientos 0 KM

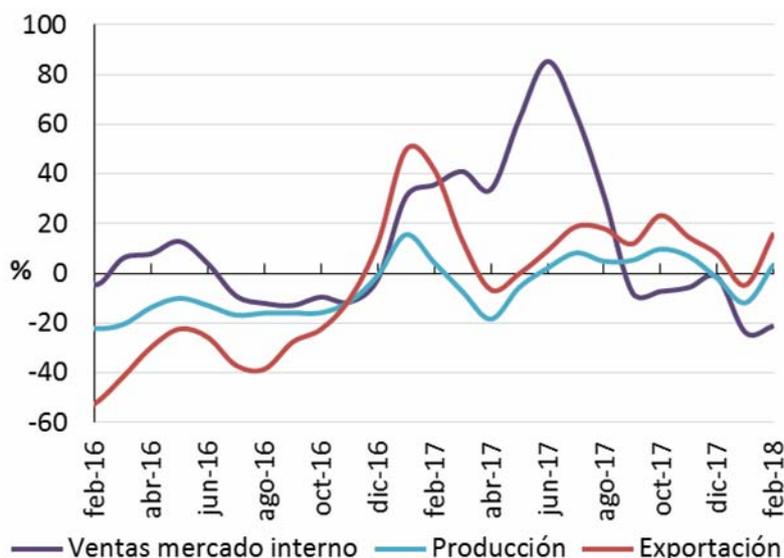


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA

Según datos informados por la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFSA), la producción nacional de automóviles y utilitarios retorna en el primer bimestre a terreno positivo en comparación al cuarto trimestre de 2017 (-1,6%), anotando una variación interanual de 20%. En línea con esto, las ventas al exterior anotan en el primer bimestre una variación interanual de 32,8%, o sea 35,4 puntos porcentuales por encima de la marca del cuarto trimestre. En tanto, en el caso de las ventas al mercado interno, se registra una merma de 31,5% para el primer bimestre del año, guarismo que compara con una variación negativa de 18,6% para el último trimestre del año pasado.

Industria Automotriz: Autos y Camionetas

Variación interanual, promedio móvil 3 meses

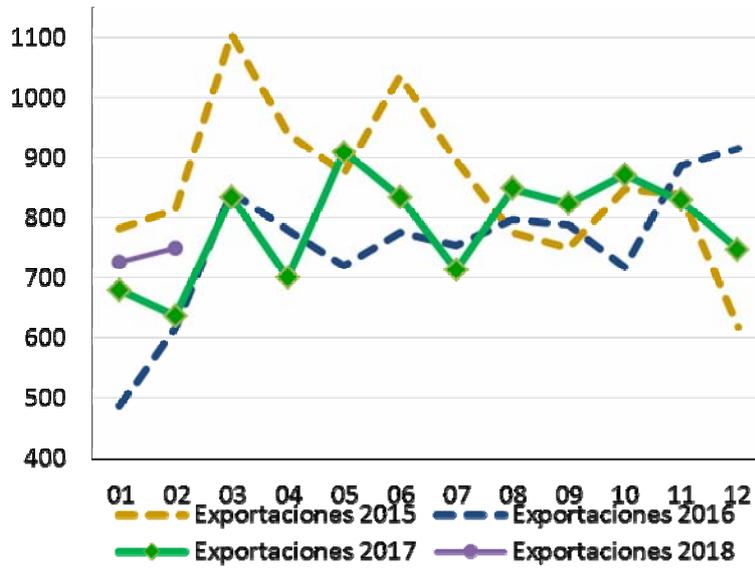


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a ADEFA

Comercio con Brasil

Los datos de intercambio con Brasil para febrero registran US\$ 1,465 mil millones de importaciones argentinas de ese origen, que compara con US\$ 1,271 mil millones para igual mes de 2017, una variación de 15,23%. Las exportaciones hacia el vecino del Mercosur se mantienen en terreno positivo (+17,7%), pero acelerando su crecimiento respecto a enero (+6,8%) y dejando atrás la merma interanual de 18,4% en diciembre. En tanto, en el arranque de 2018 el saldo comercial bilateral acumula un rojo de US\$ 1,193 mil millones.

Exportaciones a Brasil
en millones de US\$ FOB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil

En Foco 2

Monitor financiero internacional: los aprestos de la guerra comercial

Mariano Devita

- Esta semana no tuvo nada que ver con la anterior. Muy por el contrario, luego de los anuncios de imposición de tarifas al aluminio y al acero por parte de Estados Unidos (se desconocen el alcance y los detalles), los mercados internacionales mostraron una alta volatilidad. Los temores a nivel global no están infundados: esta decisión ¿se aplicará únicamente a estos dos rubros o se extenderán a otros bienes? ¿Cuáles serán los efectos de una guerra internacional del comercio en el desempeño de la economía (actividad, inflación, etc.)? Esta guerra del comercio, ¿se transformará en una guerra financiera?
- La salida de Gary Cohn, asesor económico de Trump bastante cerca del libre comercio, daría la señal de que esta decisión será extensiva a otros bienes de la economía norteamericana. Hay que ver qué ocurre con el NAFTA, es decir, los acuerdos de EEUU con Canadá y México porque será uno de los primeros acuerdos comerciales que firmará Estados Unidos. En cuanto al desempeño de la economía, el presidente de la FED y el secretario del Tesoro, salieron a tranquilizar las aguas, aunque las expectativas de inflación aumentaron
- Para Argentina, estas siguen siendo malas noticias. Cuanto mayor volatilidad exista en los mercados internacionales, mayor será el efecto por el que los inversores “vuelan” hacia instrumentos de mayor calidad (“flight to quality”). Esto presenta riesgos en cuanto a la suba de las tasas de interés de los bonos argentinos. De hecho, no sólo Argentina es uno de los países con mayor riesgo país que otros emergentes, además, esa diferencia se viene agrandando

Tasas de interés de corto plazo (política monetaria)

- Continúan sin cambios.

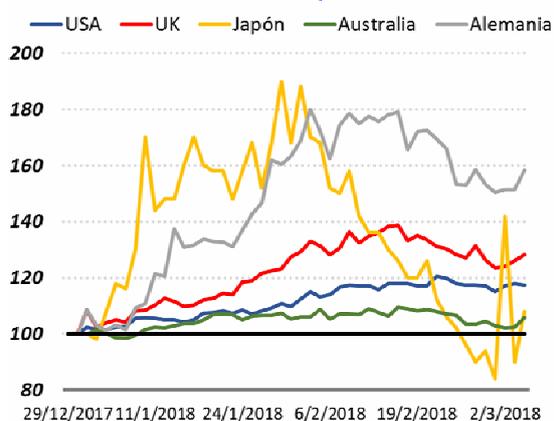
Tasas de interés de largo plazo

- No hubo subas pronunciadas de las tasas de los bonos soberanos a 10 años de los países menos riesgosos durante la última semana. Sin embargo, la mayoría subieron. La tasa de los bonos a 10 años de USA ya superó la barrera del 3%.
- La curva de rendimientos de los bonos de USA, que si fuera más plana indica mayores riesgos en materia de actividad, no ha cambiado mucho respecto de la última semana.

Tasas de interés de largo plazo

Índice base 100 = 01/01/2018.

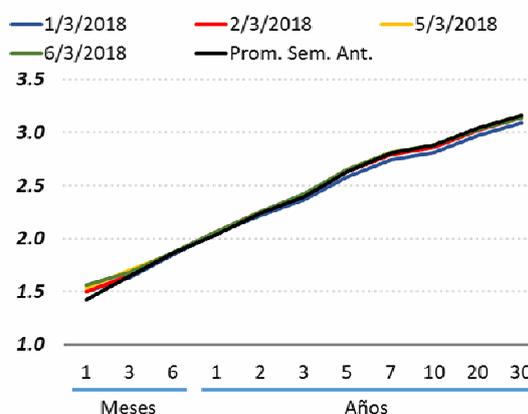
Fuente: IERAL, basado en Tesoro EEUU y otros.



Curva de rendimientos bonos USA

TNA, en %.

Fuente: IERAL, basado en Tesoro EEUU.

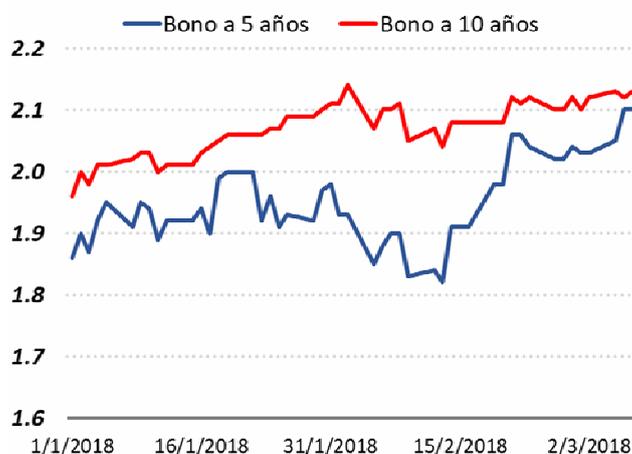


- Las noticias negativas que viene por este lado, es la aceleración en las expectativas inflacionarias de USA.

Expectativas de inflación USA

En %, implícitas.

Fuente: IERAL, basado en Tesoro EEUU.



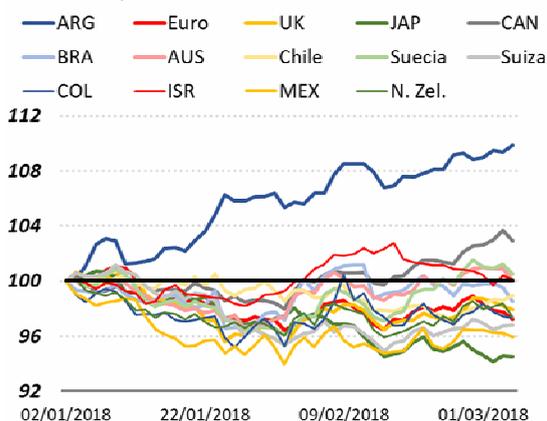
Monedas

- Salvo casos puntuales, Canadá y Argentina, las monedas se han seguido fortaleciendo respecto del dólar.
- En el caso de Argentina, los temas coyunturales (cambio de metas, expectativas más pesimistas) han jugado un papel importante. El dólar sigue buscando su valor de equilibrio en valores más altos.
- Por el lado del NAFTA, el primer tratado de comercio que firmaría Estados Unidos, se ha visto una situación mixta: el dólar canadiense se ha venido depreciando, mientras que el peso mexicano se ha venido apreciando. Su evolución futura será importante para ver los efectos que podrían tener las políticas proteccionistas de USA.

Monedas en el mundo

Tipo de cambio divisas / u\$s. Índice base 100 = 01/01/2018

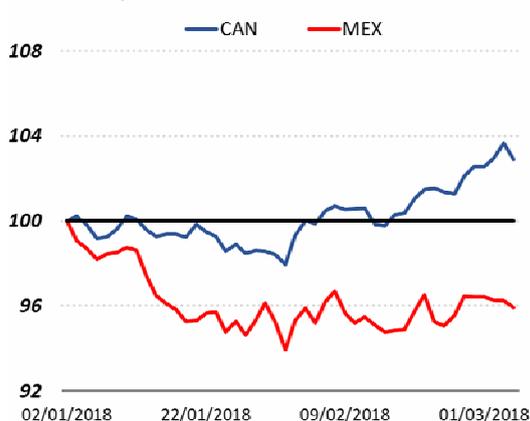
Fuente: IERAL, basado en Reuters.



Monedas en el NAFTA

Tipo de cambio divisas / u\$s. Índice base 100 = 01/01/2018.

Fuente: IERAL, basado en Reuters.



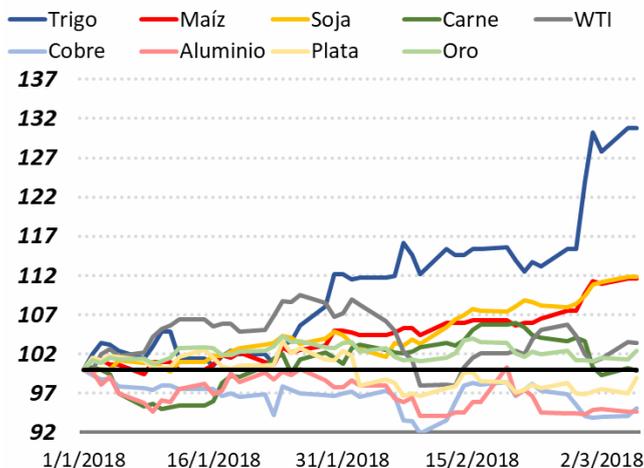
Precio de los commodities

- Hubo subas en metales preciosos y en agrícolas. Lógico que, en un período de volatilidad de los mercados financieros, suban los precios de los commodities.
- Relativa calma en la evolución del precio del aluminio. Siendo USA el mayor comprador a nivel mundial, posiblemente caiga la demanda mundial de aluminio y así, caiga el precio internacional. Pero estos efectos aún no se han dado.

Precio de los commodities

Base 100 = 01/01/2018.

Fuente: IERAL, basado en Bloomberg.



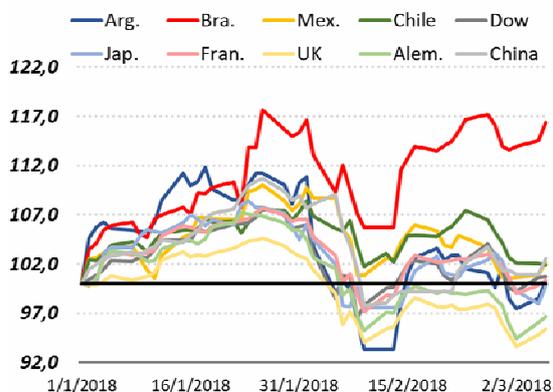
Evolución de los índices bursátiles

- En general, la imposición de tarifas tiene un significado negativo: los consumidores deben comprar algo que no prefieren, a un precio más alto y que se produce más ineficientemente. Sin embargo, en la mayoría de los índices hubo una alta volatilidad porque existen temores bien fundamentados en que este tipo de políticas proteccionistas se pueden hacer extensivas a otros rubros, y de esa manera, desatar una guerra de monedas y/o financiera.
- Los países emergentes, han presentado una mayor volatilidad que los avanzados.

Índices bursátiles

Base 100 = 01/01/2018.

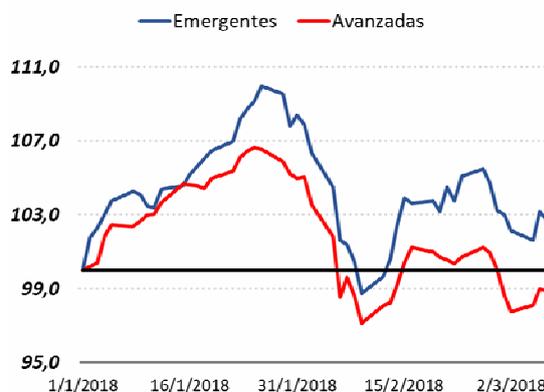
Fuente: IERAL, basado en Bloomberg.



Índice MSCI

Base 100 = 01/01/2018.

Fuente: IERAL, basado en MSCI.



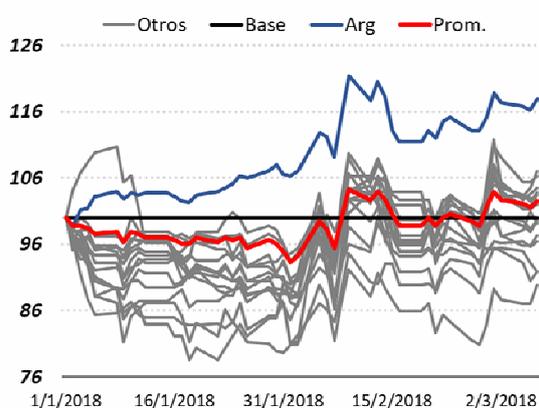
Riesgo país

- Aumentó el riesgo país de la mayoría de los países emergentes, probablemente porque los inversores estuvieran en busca de instrumentos más seguros.
- En cuanto a Argentina el riesgo país aumenta más rápido que el resto.

Riesgo país

Índice 100 = 01 / 01 / 2018.

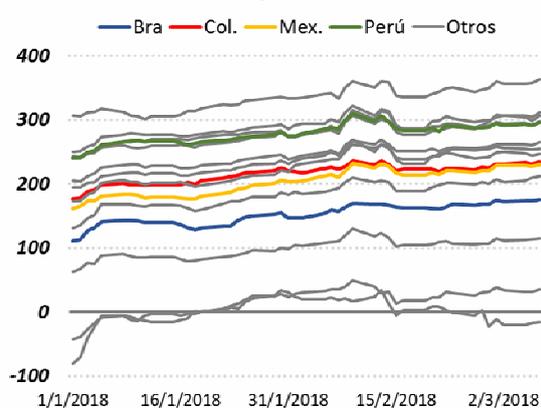
Fuente: IERAL, basado en JP Morgan.



Diferencial de riesgo país

Diferencia en puntos básicos. ARG - otros países.

Fuente: IERAL, basado en JP Morgan.



En Foco 3

El dato regional de la semana: La recuperación del crédito al sector privado alcanzó a todas las regiones del país

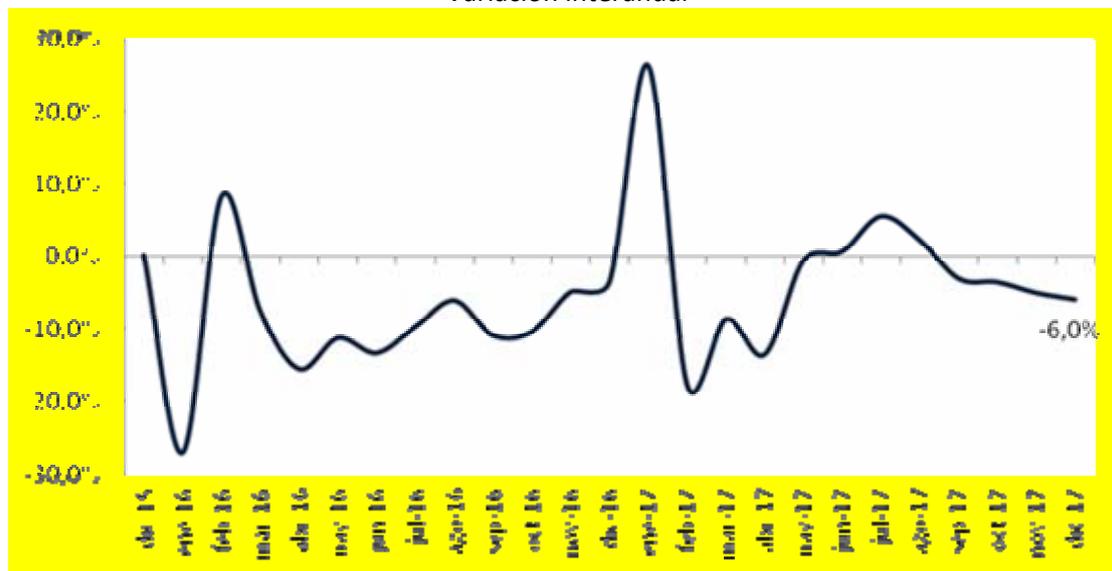
Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- En 2017, el stock de préstamos aumentó 21,6% interanual en términos reales, con el NOA (24,4%) y el NEA (24,0%) liderando la estadística, aunque con guarismos significativos también para la zona pampeana (21,5%), la Patagonia (21,2%) y Cuyo (18,7%)
- Por provincias, este indicador refleja mayores diferencias, ya que hay un pelotón que registra variaciones en torno al 30 % (siempre en términos reales), entre las que figuran Córdoba, Corrientes, Neuquén y Río Negro, mientras que San Luis, San Juan, Chubut y Santa Cruz anotan incrementos en torno al 10 %
- El stock de depósitos subió 13,9% interanual en moneda constante en el país, destacándose el incremento registrado en el NOA (20,0%) y en el NEA (21,7%), ubicándose el resto muy cerca de la variación promedio

A nivel nacional, durante el año 2017, el stock de créditos al sector privado no financiero alcanzó a \$5.394,4 mil millones de pesos, un 45% superior al año 2016 en términos nominales y 21,6% interanual en términos reales. A su vez, el stock de depósitos del sector privado no financiero subió 35,2%, con respecto al año 2016 (13,9% en moneda constante).

Parte de ese crecimiento crediticio puede volcarse a obras de inversión, como así también al consumo de bienes durables. Para el último caso, se observa que la producción de bienes de consumo durable presentado por FIEL, retoma el crecimiento en el mes de junio de 2017 pero finaliza el año con una reducción del 6% interanual.

Producción de Bienes de Consumo Durables – Fiel
Variación interanual



Fuente: IERAL en base a Fiel

Continuando con el rubro préstamos, se observa que todas las regiones argentinas crecen en términos reales (y por lo tanto, también lo hacen en términos nominales), algunas de ellas superando al crecimiento observado a nivel nacional (+21,6%), como es el caso de la región **Noroeste** (+24,4%) y la región **Noreste** (+24,0%), y otras acercándose a éste, como la región **Pampeana** (+21,5%) y la región **Patagónica** (+21,2%). La región de **Cuyo**, fue la de menor aumento interanual (+18,7%), aunque igualmente con buen desempeño durante el año 2017.

Stock de Préstamos. Sector privado no financiero. Año 2017

En miles de pesos constantes. Var interanual real (deflactada)

Total País	5.262.682	21,6%	Cuyo	155.397	18,7%
Noroeste	289.916	24,4%	Mendoza	111.049	22,2%
Tucumán	97.483	25,7%	San Luis	17.884	11,2%
Salta	92.510	26,3%	San Juan	92.510	10,6%
Santiago del Estero	36.229	26,3%	Noreste	179.975	24,0%
Jujuy	38.544	15,3%	Formosa	17.456	20,7%
Catamarca	12.213	25,2%	Corrientes	41.400	29,9%
La Rioja	12.936	25,1%	Chaco	53.017	22,7%
Pampeana	3.612.241	21,5%	Misiones	68.102	22,4%
Buenos Aires	1.206.022	26,8%	Patagónica	248.423	21,2%
Entre Ríos	83.419	20,5%	Tierra del Fuego	36.215	20,3%
Córdoba	350.345	30,0%	Neuquén	80.976	29,8%
Santa Fe	430.539	27,4%	Río Negro	39.705	29,7%
La Pampa	40.878	22,2%	Chubut	61.493	12,3%
CABA	2.277.769	16,8%	Santa Cruz	30.033	11,0%

Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC.

Entre las provincias destacadas se encuentra Córdoba (+30%), Corrientes (+29,9%), Neuquén (+29,8%) y Río Negro (29,7%), con un aumento interanual real de gran magnitud, (+54,8% nominal promedio). Por otro lado, las provincias que obtuvieron los menores aumentos, en términos reales, con respecto al año 2016, fueron: San Juan (10,6%), Santa Cruz (11,0%), San Luis (11,2%) y Chubut (12,3%). En el resto de las provincias sin mencionar, se observó un buen desempeño, con variaciones reales positivas entre un mínimo de 15,3% (Jujuy) y un máximo de 27,4% (Santa Fe).

Como puede observarse, durante el año 2017, el norte argentino fue el de mejor performance (+24,3% en términos reales). Sin embargo, representa aproximadamente un 9% del total de préstamos a nivel nacional.

En el caso de los depósitos tomados, nuevamente se observan variaciones reales positivas en todas las regiones argentinas, aunque de menor magnitud que en el análisis previo. Es así que, el total de aquellos tomados por el país fueron un 35,2% mayor que los depósitos tomados en el año 2016, en términos nominales, y un 13,3% superior en términos reales.

Nuevamente, la región **Noreste** y **Noroeste** del país fueron las de mayor crecimiento tanto en términos nominales (+43,4% promedio) como en términos reales (+20,9% promedio).

El resto de las regiones no se encuentran muy alejadas al promedio nacional, creciendo en términos reales un 13,1% promedio (+34,1% nominal promedio), 0,8pp menos que el crecimiento observado por el total país.

Depósitos. Sector privado no financiero. Año 2017

En miles de pesos constantes. Var interanual real (deflactada)

Total País	6.675.303	13,9%	Cuyo	266.203	13,1%
Noroeste	301.854	20,0%	Mendoza	174.425	17,6%
Tucumán	90.491	22,3%	San Luis	39.225	-5,7%
Salta	78.252	20,0%	San Juan	52.553	15,7%
Santiago del Estero	54.002	19,0%	Noreste	205.779	21,7%
Jujuy	42.434	18,2%	Formosa	23.020	16,9%
Catamarca	19.521	17,2%	Corrientes	58.565	24,2%
La Rioja	17.153	19,0%	Chaco	67.078	17,1%
Pampeana	5.544.481	13,4%	Misiones	57.115	27,1%
Buenos Aires	1.756.225	19,0%	Patagónica	356.986	12,7%
Entre Ríos	115.532	15,8%	Tierra del Fuego	43.719	6,0%
Córdoba	439.352	18,9%	Neuquén	88.187	12,2%
Santa Fe	447.238	17,4%	Río Negro	77.692	19,1%
La Pampa	50.615	17,3%	Chubut	101.831	12,5%
CABA	2.735.519	8,6%	Santa Cruz	45.556	10,7%

Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC.

En este análisis, las provincias destacadas son: Misiones con una suba real de depósitos del 27,1% (+50,6% nominal); Corrientes (+47,4% nominal y +24,2% real) y Tucumán (+44,9% nominal y +22,3% real). En el extremo opuesto, se encuentra la provincia de San Luis – única provincia con variación interanual negativa – con una reducción, en términos reales, del 5,7% en el total de depósitos del sector privado no financiero, con respecto al año 2016. El resto de las provincias sin mencionar, logró un buen desempeño con aumentos interanuales reales, que varían entre un mínimo de 6% (Tierra del Fuego) y un máximo de 20% (Salta).

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	29-dic-17	1.001.113,0	11,0%	19,0%	30,1%
Dépósitos (\$ mm)	29-dic-17	2.598.024,2	9,3%	23,4%	37,6%
Sector Público No Financiero	29-dic-17	618.155,7	-4,7%	17,7%	40,3%
Sector Privado No Financiero	29-dic-17	1.958.768,9	14,1%	25,1%	36,1%
Créditos (\$ mm)	29-dic-17	1.693.393,0	5,7%	45,8%	37,4%
Sector Público No Financiero	29-dic-17	29.263,9	1,5%	-35,2%	-41,2%
Sector Privado No Financiero	29-dic-17	1.619.909,7	6,0%	48,8%	41,6%
	Fecha	Dato	nov-17	30-dic-16	ene-17
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	29-dic-17	55.055,0	54.200,6	38.772,0	41.109,0
Ratio de cobertura de las reservas	29-dic-17	0,0%	104,5%	53,3%	80,1%
Tasa de interés Badlar PF	06-mar-18	22,8%	22,8%	23,3%	19,5%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	31-dic-17	39,6%	39,3%	37,8%	39,4%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-dic-17	27,9%	30,2%	28,5%	27,7%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	06-mar-18	334	326	329	337
EMBI+ Argentina	06-mar-18	408	397	351	455
EMBI+ Brasil	06-mar-18	235	236	240	278
Tasa LIBOR	06-mar-18	1,71%	7899,37%	0,01%	0,51%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	05-mar-18	1,42%	1,42%	0,55%	0,66%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	05-mar-18	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%
SELIC (Brasil)	06-mar-18	6,65%	6,90%	13,65%	12,15%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	06-mar-18	32.865,0	-4,63%	104,18%	72,23%
Índice Bovespa	07-mar-18	84.461,0	3,51%	49,31%	27,58%

* 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)	ene-18	4.750,0	5,2%	10,7%	10,7%
Primarios	ene-18	1.206,0	11,8%	12,5%	12,5%
MOA	ene-18	1.669,0	6,2%	-8,6%	-8,6%
MOI	ene-18	1.493,0	-7,0%	31,9%	31,9%
Combustibles	ene-18	382,0	46,9%	86,3%	86,3%
Exportaciones (volumen)	ene-18	-	-	4,6%	0,0%
Importaciones (US\$ mm)	ene-18	5.736,0	7,0%	32,2%	32,2%
Bienes Intermedios	ene-18	1.582,0	11,2%	32,7%	32,7%
Bienes de Consumo	ene-18	822,0	9,6%	29,0%	29,0%
Bienes de Capital	ene-18	1.247,0	4,8%	29,5%	29,5%
Combustibles	ene-18	479,0	10,1%	84,2%	84,2%
Importaciones (volumen)	ene-18	-	-	26,2%	0,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2017 IV	135,7	5,9%	0,4%	-2,5%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	feb-18	93,5	2,2%	0,4%	-0,7%
Energía	feb-18	80,5	-5,4%	15,9%	19,7%
Petróleo (US\$/barril)	feb-18	62,2	-2,4%	16,4%	18,8%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2017 IV	19.738,9	0,6%	2,5%	2,3%
Brasil	2017 IV	2.089,1	0,1%	2,1%	1,0%
Unión Europea	2017 IV	13.495,1	0,6%	2,3%	2,4%
China	2017 IV	14.189,2	1,6%	1,6%	6,9%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	dic-17	124,0	0,3%	4,5%	3,1%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	dic-17	119,8	0,3%	3,7%	2,6%

* 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	feb-18	31.233,0	-0,1%	12,4%	30,5%
Región Pampeana	feb-18	14.535,0	5,5%	12,3%	32,6%
NOA	feb-18	5.598,0	6,8%	24,7%	26,3%
NEA	feb-18	5.739,0	5,4%	14,4%	25,1%
Cuyo	feb-18	4.858,0	5,8%	26,4%	30,6%
Región Patagónica	feb-18	5.608,0	0,6%	12,4%	21,2%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2017 IV	1.410,0	7,1%	18,3%	15,1%
Región Pampeana	2017 IV	770,4	0,4%	17,4%	11,9%
NOA	2017 IV	298,4	-10,2%	19,7%	18,4%
NEA	2017 IV	309,6	-10,7%	19,1%	11,5%
Cuyo	2017 IV	295,5	-0,9%	0,7%	2,5%
Región Patagónica	2017 IV	234,6	16,0%	5,0%	2,4%