



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 27 - Edición N° 1123 – 31 de Mayo de 2018

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón y Nicolás Torre

El clima frenó al campo este año, ¿se viene la revancha en 2019?

En Foco 1 – Carla Calá

El tipo de cambio real del presente se ubica en un andarivel semejante al de 2012

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

Con datos hasta abril, los montos de cheques rechazados por falta de fondos alcanzan el 1,1% del total compensado

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

Las remuneraciones del sector formal privado crecieron 29,2% a nivel nacional en 2017, aunque con grandes disparidades en el plano provincial

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

El clima frenó al campo este año, ¿se viene la revancha en 2019?

- El avance de la cosecha confirma el daño del mal clima sobre el ciclo agrícola 2017/2018; la producción se ubicaría en torno a las 97 millones de toneladas (consolidando 7 cultivos principales), casi 30 millones menos que el año pasado. La caída es claramente infrecuente por su magnitud y sólo compara con la del ciclo 2008/2009, donde se perdieron 35 millones de toneladas
- Se estima que las exportaciones de granos (y sus derivados industriales), carnes y lácteos, productos que explican casi el 50% de los envíos totales del país, se podrían aproximar a US\$ 26.800 millones en el 2018, con un ajuste interanual de US\$ 1.550 millones, donde los granos aparecen cediendo US\$ 2.060 millones (muy concentrados en el complejo sojero) y las carnes y lácteos aportando pero no compensando (+US\$ 510 millones)
- Si bien hay factores que juegan en contra (caso de las elevadas tasas de interés) y riesgos múltiples (de mercado, institucionales), hay otros elementos de peso (buenos precios internacionales, mayor poder de compra del dólar, baja de impuestos) que hacen pensar que el sector redoblará su apuesta y buscará en el próximo ciclo (2018/19) la revancha para la fallida campaña actual
- Para el país sería muy importante un campo nuevamente en expansión, por lo que éste significa en términos económicos. Como referencia, sólo en lo que hace a la generación de divisas, una producción "normal" de cereales y oleaginosas en el ciclo 2018/2109 (entre 125 millones y 127 millones de toneladas), acompañada de precios internacionales en niveles similares o no muy diferentes a los actuales, podría aumentar la afluencia de dólares en el próximo año en un monto de entre US\$3.000 y US\$4.000 millones

En Foco 1:

14

El tipo de cambio real del presente se ubica en un andarivel semejante al de 2012

- El índice actual del tipo de cambio real multilateral (104,5) supera por 29 puntos porcentuales el guarismo de noviembre 2015 y se sitúa 13,9 puntos por debajo del promedio de 20 años
- La pregunta es cuánto de la mejora de competitividad habrá de ser erosionada por la mayor inflación de Argentina en relación a sus socios comerciales. En 2014, la devaluación efectuada por el gobierno anterior fue neutralizada íntegramente por la inflación en solo once meses
- Hay diferencias significativas en la política fiscal y en la monetaria de 2018 en relación a la de 2014. El gasto público aumenta a un ritmo inferior al de los precios, mientras que la tasa de interés se ubica por encima de la inflación. En 2014, ocurría lo opuesto

En Foco 2:

18

Con datos hasta abril, los montos de cheques rechazados por falta de fondos alcanzan el 1,1% del total compensado

- Aun sin datos para el mes de mayo, la cadena de pagos mostró el mes pasado un estrechamiento hasta niveles que no se habían observado desde abril 2012
- El 1,1% registrado en abril compara con el 0,74% observado en enero pasado. Asimismo, el promedio para el primer cuatrimestre del año fue 0,91%, contra el 0,72% de igual periodo de 2017
- Por su parte, los montos compensados vía cheque en la economía local -medidos en términos reales- reflejan un amesetamiento en torno a \$73,2 mil millones desde 2016

En Foco 3:**20*****El dato regional de la semana: Las remuneraciones del sector formal privado crecieron 29,2% a nivel nacional en 2017, aunque con grandes disparidades en el plano provincial***

- Las remuneraciones de los trabajadores formales del sector privado se actualizaron de modo heterogéneo en 2017, para llegar a un promedio nacional de 26216 pesos mensuales por persona. A su vez, en la Patagonia, donde los sueldos son más altos, la variación fue la más acotada de todas las regiones, aunque la brecha entre los ingresos del sur y los del norte del país sigue siendo amplia, marcando una relación cercana al 2 a 1
- En 2017, los sueldos de la región pampeana se incrementaron un 29,9% en relación al año anterior, en términos nominales. La mayor variación se observó en Cuyo (30,7% interanual), para el NEA ese guarismo fue de 28,7%, para el NOA de 27,9% y de 25,7% para el caso de la Patagonia
- La remuneración promedio de los trabajadores de la Patagonia quedó así en 38842 pesos por mes, guarismo que es de 19592 pesos para el NOA y de 19411 para el NEA. En la zona pampeana el sueldo promedio fue de 24497 pesos y en Cuyo de 22175 pesos

Selección de Indicadores**23**

Editorial

El clima frenó al campo este año, ¿se viene la revancha en 2019?

Juan Manuel Garzón y Nicolás Torre

- El avance de la cosecha confirma el daño del mal clima sobre el ciclo agrícola 2017/2018; la producción se ubicaría en torno a las 97 millones de toneladas (consolidando 7 cultivos principales), casi 30 millones menos que el año pasado. La caída es claramente infrecuente por su magnitud y sólo compara con la del ciclo 2008/2009, donde se perdieron 35 millones de toneladas
- Se estima que las exportaciones de granos (y sus derivados industriales), carnes y lácteos, productos que explican casi el 50% de los envíos totales del país, se podrían aproximar a US\$ 26.800 millones en el 2018, con un ajuste interanual de US\$ 1.550 millones, donde los granos aparecen cediendo US\$ 2.060 millones (muy concentrados en el complejo sojero) y las carnes y lácteos aportando pero no compensando (+US\$ 510 millones)
- Si bien hay factores que juegan en contra (caso de las elevadas tasas de interés) y riesgos múltiples (de mercado, institucionales), hay otros elementos de peso (buenos precios internacionales, mayor poder de compra del dólar, baja de impuestos) que hacen pensar que el sector redoblará su apuesta y buscará en el próximo ciclo (2018/19) la revancha para la fallida campaña actual
- Para el país sería muy importante un campo nuevamente en expansión, por lo que éste significa en términos económicos. Como referencia, sólo en lo que hace a la generación de divisas, una producción "normal" de cereales y oleaginosas en el ciclo 2018/2109 (entre 125 millones y 127 millones de toneladas), acompañada de precios internacionales en niveles similares o no muy diferentes a los actuales, podría aumentar la afluencia de dólares en el próximo año en un monto de entre US\$3.000 y US\$4.000 millones

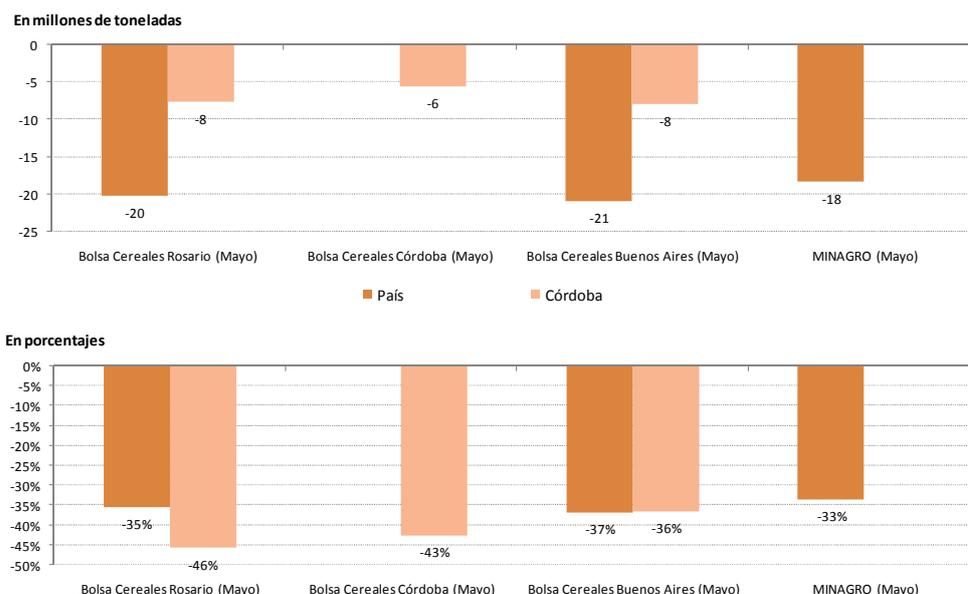
Por defecto y por exceso, el clima pegó dos veces

El avance de la cosecha confirma el daño del mal clima sobre el ciclo agrícola 2017/2018. Primero la sequía en el momento clave de desarrollo de los cultivos, y luego otro inusual fenómeno de lluvias sobre cultivos ya terminados (que impedía la cosecha), terminaron por impactar duramente sobre el producido de la campaña, fundamentalmente de soja, el cultivo más afectado.

De acuerdo a las últimas estimaciones de organismos públicos y privados, la producción de soja se ubicará en un rango de 35-37 millones de toneladas, contrayéndose entre 18 millones (MINAGRO) y 21 millones de toneladas (Bolsa de Cereales Buenos Aires) respecto del ciclo 2016/2017 (33% y 37%, respectivamente). El impacto regional no es necesariamente simétrico, por caso, una de las provincias más afectadas está siendo Córdoba, cuya producción de soja retrocedería en más del 40% según la última proyección de la Bolsa de Cereales local.

El maíz, por su parte, segundo cultivo en importancia del país, también ha sido castigado, con una producción que podría estar en 31-33 millones de toneladas según las Bolsas de Cereales (Buenos Aires, Rosario) o 40-42 millones según MINAGRO; en cualquiera de los casos, se dispondrá de entre 6 y 8 millones de toneladas menos de este cereal (un ajuste de 15% / 18% inter-campaña).

Gráfico 1: Producción de soja en el ciclo agrícola 2017/2018, variación en relación al ciclo previo*



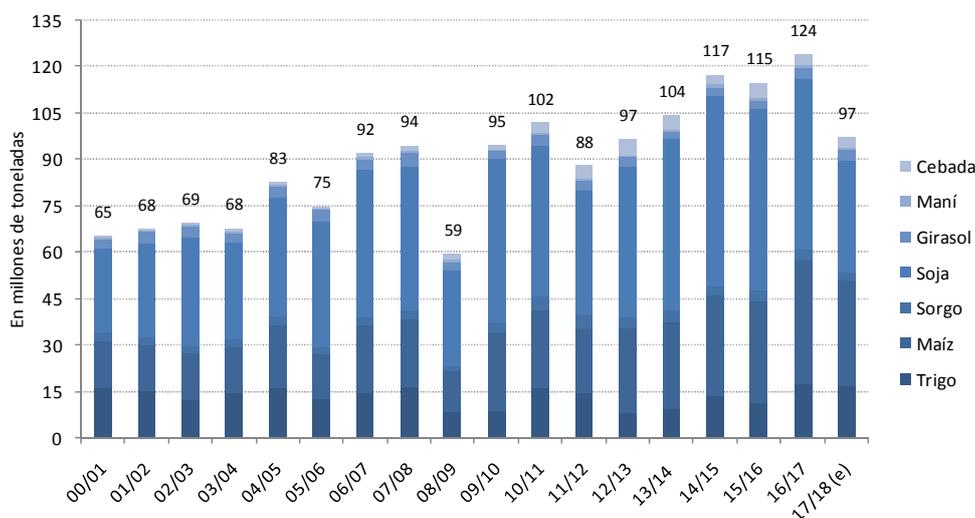
*Últimas estimaciones a la fecha según organismos.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y otras fuentes.

Consolidando principales granos del país, la producción se ubicaría en torno a las 97 millones de toneladas, casi 30 millones menos que el año pasado, y muy lejos de lo que sería una producción tendencial de acuerdo a área sembrada y productividades medias (127/130 millones de toneladas). La caída de este año es claramente infrecuente por su magnitud y sólo compara con la del ciclo 2008/2009, donde se perdieron 35 millones de toneladas.

Gráfico 2: Evolución de la producción agrícola argentina, principales cultivos

En millones de toneladas



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y otras fuentes.

Si bien hay amortiguadores, las exportaciones sentirán el impacto

Como puede deducirse el ajuste de producción se trasladará a las exportaciones de este año, con distinta intensidad según situación particular de cada cultivo, y con efectos que se sentirán con mayor crudeza en el segundo semestre (notar que la cosecha todavía no ha finalizado). Por caso, según estimaciones propias en base a precios FOB actuales y futuros, las exportaciones del complejo sojero (grano, aceite, harina y biodiesel) podrían ubicarse en US\$ 15.000 millones este año, retrocediendo un 10% (medidas en valor) respecto de 2017. En este complejo hay dos factores que operan amortiguando el efecto de la caída de producción sobre las exportaciones y que pueden, según cómo se terminen expresando, modificar la estimación anterior: a) los precios internacionales, fundamentalmente de la harina de soja, que han subido en lo que va de este año; b) las existencias que viene trayendo la cadena, muy altas, y que seguramente se reducirán (en una magnitud difícil de precisar) con la campaña fallida.¹

¹ En las estimaciones presentadas se supone un fuerte ajuste de existencias (de 9 millones de toneladas). Puede inferirse que si el ajuste terminase siendo menor, el flujo de exportaciones también lo sería y por ende la generación de divisas quedaría por debajo de la cifra precisada en el texto (y viceversa).

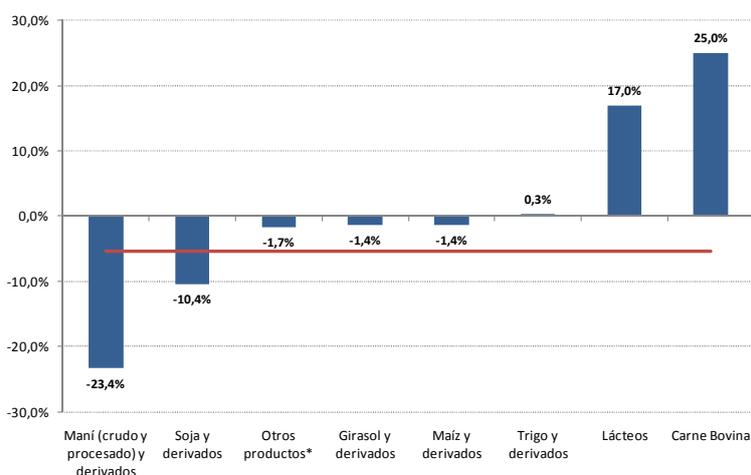
Otro complejo que luce amenazado en sus envíos al exterior es el manisero. El ajuste en la producción del maní será importante (MINAGRO lo estima en un 25%) y a diferencia del caso anterior, no hay por ahora “buffers” para atenuar el impacto de la caída; las exportaciones de este complejo podrían aproximarse a US\$ 680 millones, con un retroceso del 23% respecto 2017.

En la cadena del maíz, los envíos se mantendrían en niveles casi similares a los de 2017 (medidos en valor), a pesar de la caída de producción. En este caso las ventas externas podrían ubicarse en US\$ 3.800 millones; se estima que los volúmenes exportados podrían bajar en un 10% pero los mayores precios de venta estarían casi compensando todo el ajuste del físico. Por su parte, no se prevén muchos cambios en los envíos totales de las cadenas de trigo y girasol, sucede que en ambos casos los resultados productivos de este ciclo fueron bastante similares a los de la campaña pasada.

En un enfoque más integrador, que incluye a otras actividades agroindustriales tradicionales, aparece como buena noticia que tanto en el caso de la carne bovina como en el de los lácteos, las exportaciones crecerían este año. Se estima una mejora del 25% en la generación de divisas asociada a productos de la cadena de carne bovina, consolidándose un proceso muy expansivo que arrancó con el cambio de gobierno; en el caso de lácteos, luego de varios años de traspies, los envíos al exterior volverían a crecer en 2018 (se estima +17% en valor).

Gráfico 3: Estimación de exportaciones de granos (y sus derivados industriales), carnes y lácteos en 2018

Variación interanual (US\$)



* Sorgo, cebada, legumbres, alimento balanceado.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y otras fuentes.

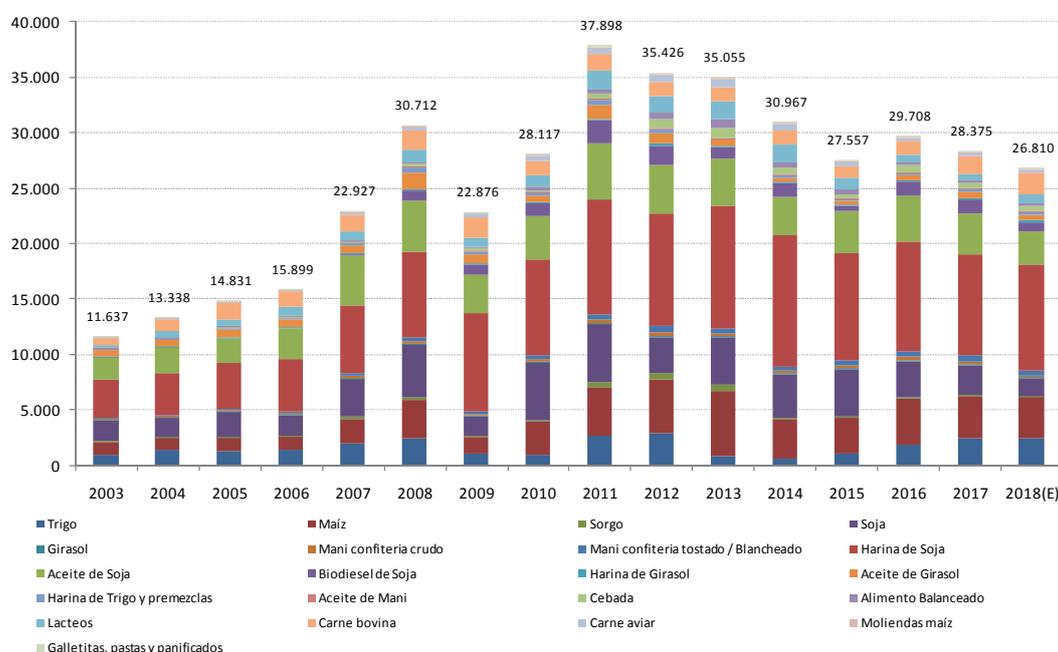
Consolidando granos, carnes y lácteos, principales productos que envía Argentina al mundo, que hacen al 50% de las colocaciones totales del país, se estima que las exportaciones se estarían aproximando a US\$ 26.800 millones en el 2018, con un ajuste de US\$ 1.550 millones (5,4%) respecto al año 2017. Como ya se explicara, granos y sus derivados industriales cediendo US\$ 2.060 millones (muy concentrados en el complejo sojero), carnes y lácteos compensando con buenos números solo parte de la caída del grupo anterior (+US\$ 510 millones).

Es interesante notar la dinámica que muestran las exportaciones de este gran colectivo en los últimos 16 años, con dos períodos bien diferenciados:

- a) Sub-período 2003/2011: con exportaciones creciendo desde US\$ 11,6 mil millones (2003) hasta US\$ 37,9 mil millones (2011);
- b) Sub-período 2011/2018: con exportaciones cayendo desde US\$ 37,9 mil millones (2011) hasta US\$ 26,8 mil millones estimados para 2018 (este año, muy golpeado por la sequía).

Gráfico 4: Evolución de las exportaciones de granos, carnes y lácteos en el período 2003/2018

En millones de dólares



Nota: 2018 estimación IERAL con información al mes de mayo.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y otras fuentes.

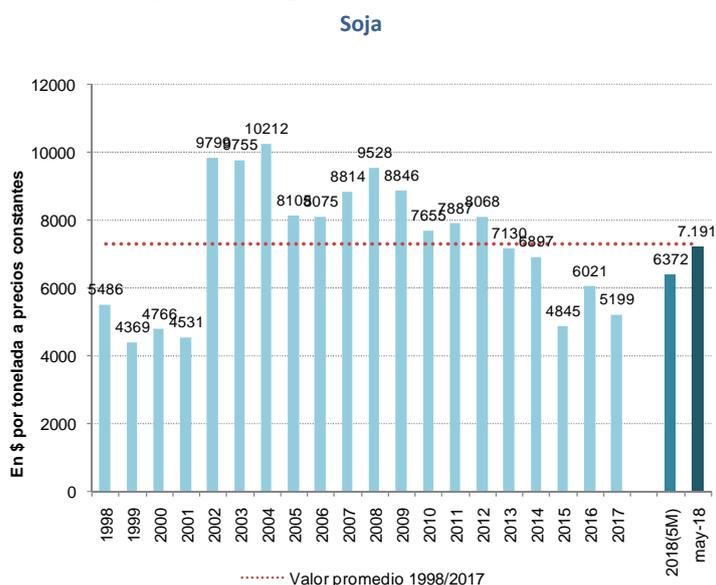
¿Se viene la revancha en el 2019?

En lo que va del año los precios internos de los granos han subido en forma significativa. La soja cierra mayo a un promedio de \$7.200 (FAS Rosario, en pesos corrientes por tonelada), el maíz a \$4.300 y el trigo a \$5.800. Estos valores se ubican 89%, 80% y 127% arriba de los del mismo mes pero de un año atrás.

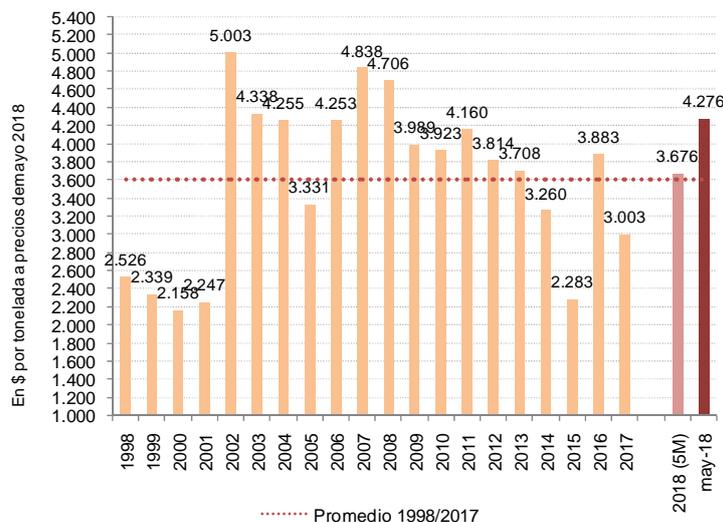
Por detrás de este recorrido alcista aparece una combinación de factores: a) mayores precios internacionales (entre 15% y 20% en soja y maíz, 60% en trigo); b) una importante suba del tipo de cambio (51%); c) y en el caso de la soja una menor carga de derechos de exportación (la alícuota ha bajado un 8% en el envío de soja grano y un 9% en el de harina / aceite, desde diciembre a la fecha).

Por la magnitud de las variaciones puede deducirse que los precios han subido no sólo en términos nominales sino, lo más importante, en poder adquisitivo o de intercambio.

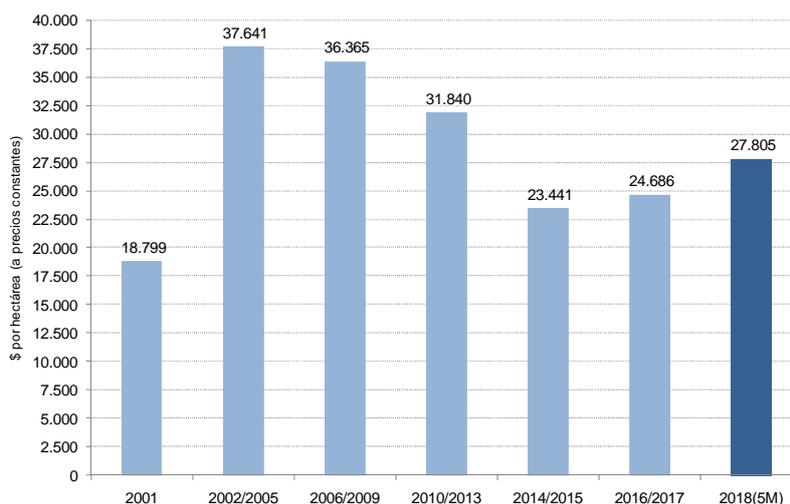
Gráfico 5: Poder de compra de los granos en el mercado interno, nivel productor*



Maíz



Hectárea agrícola**



*Precios FAS Rosario ajustados por el valor de la canasta básica de bienes y servicios (a precios constantes de mayo 2018).

**Supone rindes normales y asignación: Soja (66,6% de la superficie), Maíz (33,3%) y Trigo (33,3%).

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Bolsas de Cereales, INDEC y otras fuentes.

Por caso, el poder de compra de la soja en términos de una canasta básica de consumo se está ubicando en lo que va de este año por encima del que tuviera en promedio en los últimos 3/4 años; la mejora respecto de 2015, cuanto esta relación se encontraba en un piso, llega al 30%, otra perspectiva, el precio de mayo tiene un poder de compra interno casi 50% superior al de mayo de 2017.

En maíz se observa algo similar. El valor de intercambio del cereal está por encima del promedio del período 1998/2017. En mayo de 2018 el maíz está comprando un 40% más de canasta de bienes y servicios que un año atrás.

Un indicador relacionado a los anteriores que IERAL construye y monitorea son los ingresos “teóricos” que genera una hectárea agrícola, donde la tierra se asigna a los tres cultivos principales en una proporción determinada (soja 66,6%, maíz 33,3% y trigo 33,3%); este ejercicio consiste en valorar todos los meses la producción de estos tres cultivos (rindes medios) a precios locales (FAS Rosario) y realizar un ajuste de estos ingresos por inflación, de forma tal de expresarlos en moneda constante. Se encuentra aquí que los ingresos “potenciales” de la hectárea agrícola suben 51% en términos nominales y 19% en términos reales en los primeros 5 meses del año respecto a similar período de 2017.

Si se repara en las actuales relaciones de intercambio, se deduce que el negocio agrícola ha incrementado su atractivo en los últimos meses. Y si esta referencia es la base de la toma de decisiones de siembra e inversión, es de esperar que el sector redoble sus apuestas y busque en el próximo ciclo (2018/2019) la revancha para la campaña fallida actual.

Ahora bien, el camino no es recto, y surgen interrogantes importantes que seguramente los productores se están haciendo:

- a) ¿Se mantendrán los precios internacionales en los niveles de los meses recientes o, una vez superada la sequía de Argentina, habrá cierta normalización en las cotizaciones de la región?
- b) ¿El tipo de cambio podrá defender su valor de intercambio respecto a otros precios de la economía en el segundo semestre del año y en el 2019?
- c) ¿Se continuará con la baja de derechos de exportación de soja o existe alguna probabilidad que sea interrumpida por las urgencias fiscales?
- d) ¿Se reducirán las tasas de interés en los próximos meses, de forma tal de disminuir el costo de oportunidad del capital propio y/o facilitar el apalancamiento para la adquisición de insumos, bienes de capital y activos productivos en general?

Todas estas preguntas no tienen respuestas simples ni únicas (escenarios múltiples).

En el caso de los precios internacionales, el mercado mundial de referencia (Chicago) está mostrando (por ahora) en sus posiciones largas (2019) precios de soja ligeramente menores a los actuales (US\$375 vs US \$380) y precios de maíz estabilizados o ligeramente superiores (US\$165 vs US\$ 161). Pero distintos factores pueden alterar estos equilibrios, entre ellos, uno importante es la evolución y/o resolución del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. En trigo, una buena referencia es el Mercado a Término de Buenos Aires, que marca por estos días US\$190

para la nueva campaña (fines de 2018, comienzos de 2019), un valor muy inferior al que actualmente tiene el cereal (US\$250) pero de todos modos superior al que tuviera en el arranque del último ciclo comercial (fines de 2017, comienzos de 2018).

Respecto al tipo de cambio real, este tema ha sido tratado en otras publicaciones de IERAL²; habría buenas chances de que no se repita un fenómeno de apreciación cambiaria como el de 2017, en la medida que el gobierno cumpla con lo que ha manifestado recientemente, su decisión de avanzar con mayor velocidad e intensidad en la reducción del déficit fiscal y de esa manera de acortar la brecha o desbalance entre lo que el país viene gastando y produciendo.

En cuanto a los derechos de exportación sobre productos del complejo sojero, las autoridades han renovado recientemente el compromiso de continuar con la baja prevista hasta diciembre de 2019 (de medio punto porcentual por mes). De cumplirse con el cronograma, la tasa legal del impuesto sería de 21,5% en la exportación de soja grano y de 18,5% en los envíos de harina / aceite en mayo de 2019, una reducción del 22% y 24% respecto de las tasas actuales; lo anterior implica que la oleaginosa tenga una mejora de precios esperada a nivel productor sólo por este factor de un 8%/9% (*ceteris paribus* el resto de variables).

Finalmente, acerca de las tasas de interés, la lucha contra la inflación probablemente exija tasas altas (en términos reales) por algunos meses, lo que será un factor negativo para la inversión productiva, en particular para aquellos que vienen utilizando fondos de terceros para sostener sus actividades y, más aún, si en la campaña actual tuvieron que resignar capital de trabajo por una mala cosecha.

Si bien existen factores que juegan en contra (caso de las elevadas tasas de interés) y riesgos múltiples (de mercado, institucionales, etc.), también hay elementos de peso (buenos precios internacionales, mayor poder de compra del dólar, baja de impuestos) que alimentan la expectativa del sector de lograr buenos resultados económicos en el próximo ciclo y de tener su revancha después del fallido ciclo actual.

De hecho, todo indica que el primer cultivo de peso que inicia la nueva campaña, el trigo, tendrá una mayor asignación de tierras respecto del ciclo previo (entre +3% y +5%), de la mano de condiciones de suelos aptas para el cultivo y precios atractivos. Y que de no aparecer algún "cisne negro", la expansión de la superficie agrícola y por ende de la inversión en producción de granos muy probablemente se verifique también en los cultivos de verano (maíz / soja / sorgo / girasol).

² Ver por caso la última publicación de Vasconcelos, Jorge, "Nuevo mix de política económica, con un dólar más alto", *Revista Novedades Económicas*, 28 de mayo de 2018, IERAL de Fundación Mediterránea.

Para el país sería muy importante un campo nuevamente en expansión por lo que este último significa en términos de empleo, ingresos y divisas. Sólo en concepto de generación de divisas, una producción posible de cereales y oleaginosas en el ciclo 2018/2109 (de entre 125 millones y 127 millones de toneladas), que sea acompañada de precios internacionales en niveles similares o al menos no muy diferentes a los actuales, podría aumentar la afluencia de dólares en el próximo año en un monto de entre U\$3.000 y US\$4.000 millones.

En Foco 1

El tipo de cambio real del presente se ubica en un andarivel semejante al de 2012

Carla Calá

- El índice actual del tipo de cambio real multilateral (104,5) supera por 29 puntos porcentuales el guarismo de noviembre 2015 y se sitúa 13,9 puntos por debajo del promedio de 20 años
- La pregunta es cuánto de la mejora de competitividad habrá de ser erosionada por la mayor inflación de Argentina en relación a sus socios comerciales. En 2014, la devaluación efectuada por el gobierno anterior fue neutralizada íntegramente por la inflación en solo once meses
- Hay diferencias significativas en la política fiscal y en la monetaria de 2018 en relación a la de 2014. El gasto público aumenta a un ritmo inferior al de los precios, mientras que la tasa de interés se ubica por encima de la inflación. En 2014, ocurría lo opuesto

Tras las turbulencias cambiarias de principios de mayo, el dólar opera estable en torno de los \$25 por dólar, habiéndose verificado una suba en términos nominales de 21,7% respecto del promedio de abril, impacto que puede observarse en la medición del precio relativo de bienes y servicios transables, dada por el índice de tipo de cambio real multilateral elaborado por el Banco Central.

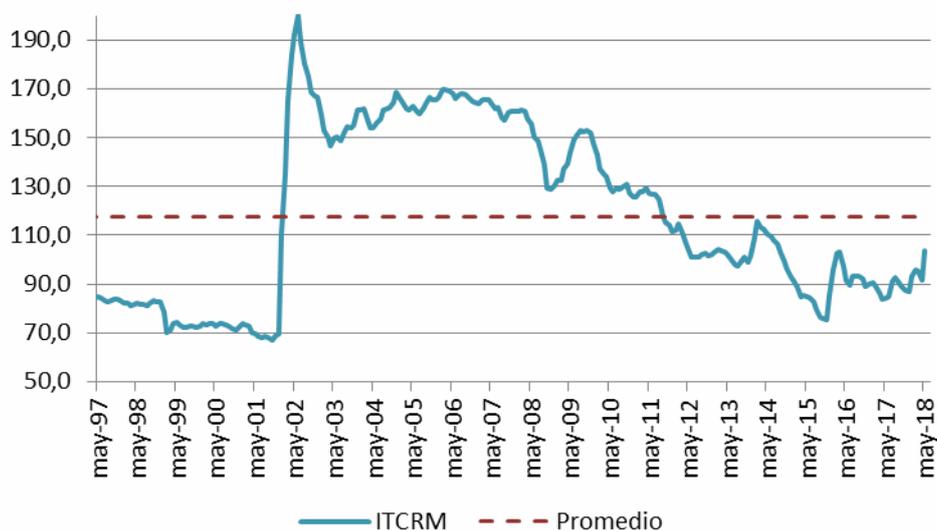
Así, se tiene que el tipo de cambio real bilateral contra el dólar estadounidense, que incluye la diferencia de inflación entre ambos países, hace que la variación nominal de 21,7% en la paridad pase a ser una mejora de competitividad en términos reales de 19,7% entre abril y fin de mayo. Esto en la dimensión bilateral. En lo que hace al tipo de cambio real multilateral la mejora de competitividad en los últimos 30 días es de 14,1% (monedas como el Euro y el Real brasileño también se han devaluado).

	ITCRM	DÓLAR
abr-17	91,60	84,30
30-5-18	104,50	100,90
Variación	14,1%	19,7%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

No obstante, es de prever que parte de la mejora de competitividad lograda será neutralizada por una suba de la inflación local mayor a la esperada. Antes de pasar a analizar esta cuestión, vale poner en contexto lo ocurrido con el tipo de cambio real en las últimas semanas. En este sentido y tomando el gráfico de los últimos 20 años, se tiene que los datos recientes del ITCRM (multilateral) se aproximan al observado en junio-noviembre de 2012, periodo en el que el índice oscilaba en torno a 101,6. En tanto, en comparación al promedio de los últimos 20 años (117,8), el guarismo correspondiente a mayo (104,5) se ubica 13,9 puntos porcentuales por debajo. Respecto de noviembre de 2015 (último mes del cepo), la mejora de competitividad es muy significativa, de 29 puntos porcentuales.

Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

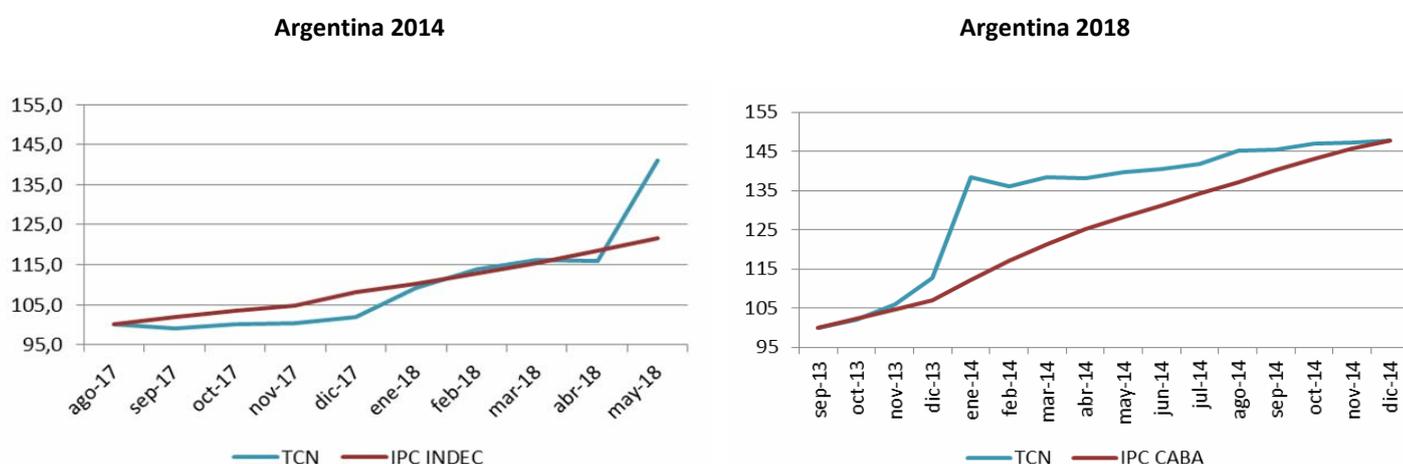


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Cabe preguntarse cuánto de esta mejora se habrá de sostener en el tiempo y cuánto habrá de ser neutralizado por la mayor inflación local. En este sentido, resulta útil comparar la última devaluación con la ocurrida a principios de 2014 durante la anterior gestión presidencial. El foco será puesto sobre el *pass-through* del tipo de cambio hacia los precios internos observado en aquella oportunidad. Así, haciendo base 100 en

septiembre de 2013, se tiene que en enero de 2014 la brecha entre el tipo de cambio nominal y el índice de precios al consumidor se ubicó en 26,3 puntos porcentuales, guarismo que rápidamente se recorta a cero hacia fin de ese mismo año. Así, la mejora del tipo de cambio real se evaporó en once meses!!. Actualmente, haciendo base 100 en agosto de 2017, el margen de diferencia entre la evolución de la cotización nominal del dólar y el índice acumulado de precios al consumidor es de 19,5 puntos, asumiendo para mayo una inflación mensual de 2,7%.

Variación acumulada de tipo de cambio e inflación en dos momentos de devaluación



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC, IPC CABA, BCRA y Ministerio de Hacienda

¿Qué diferencias pueden encontrarse entre 2014 y 2018? Son significativas en variables claves para la marcha de la inflación, caso de la política fiscal y la monetaria.

En 2014, no hubo anclas para evitar o minimizar el traspaso de la devaluación a los precios. Obsérvese que el gasto primario del sector público nacional aceleró su variación nominal (interanual) a poco tiempo de haberse producido la devaluación. Así, a fin de 2013, el gasto subía a un ritmo en torno al 40% interanual y pasó en los primeros de 2014 a un andarivel cercano al 45%. Respecto de la política monetaria, se observa que la tasa de interés para los plazos fijos superiores al millón de pesos (BADLAR) se ubicó en torno al 25% para el promedio del primer semestre de 2014,

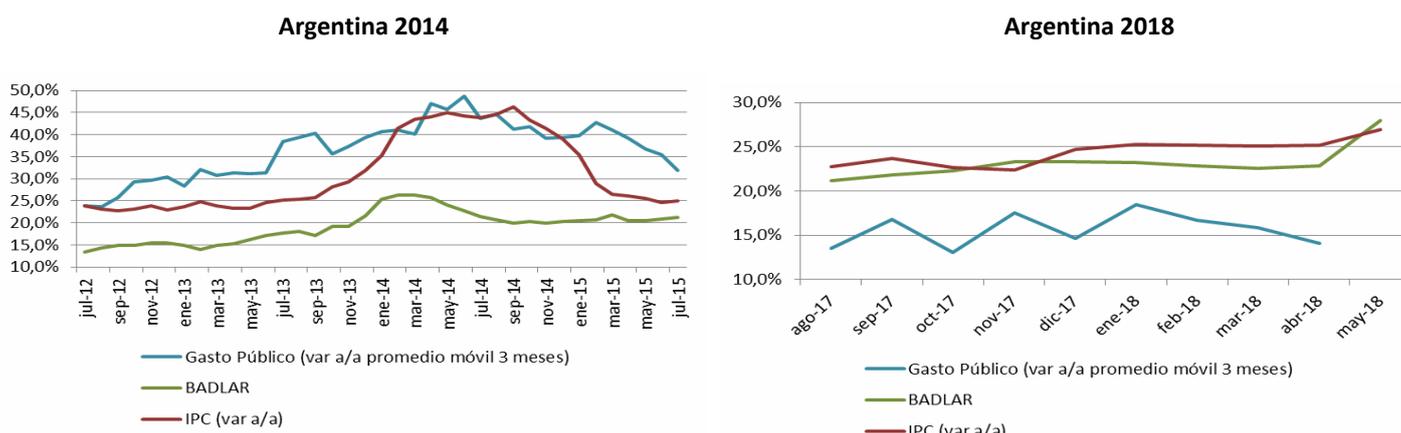
guarismo que contrasta con una inflación de 42,2% interanual para igual periodo. Es decir, una tasa real negativa de 17,2 puntos porcentuales.

En cambio, para 2018, se observa que el gasto primario está subiendo a un ritmo promedio en torno al 17% en términos nominales, mientras que la tasa BADLAR en las últimas mediciones se ubica en torno al 28% (la tasa de política se ubica en el 40%, 12 puntos porcentuales por encima, pero no hay un instrumento comparable en la experiencia de 2014). Cabe destacar que la inflación acumulada de 12 meses a mayo se ubicaría en torno a 26,9%. Es decir, tanto la política fiscal como la monetaria de 2018 están las antípodas de lo ocurrido en 2014. El traspaso a precios de la devaluación de 2018 apunta a ser más contenido que el verificado en 2014, aunque subsiste como interrogante magnitud que habrá de tener este fenómeno.

En efecto, dadas las condiciones descriptas, podría afirmarse que parte de la devaluación ocurrida semanas atrás no será completamente absorbida por los precios locales. El interrogante por resolver es: ¿cuánto quedará como devaluación real?

Gasto público, tasa de interés e inflación en dos escenarios de devaluación

Base 100 = septiembre 2013



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC, IPC San Luis y Ámbito Financiero

En Foco 2

Con datos hasta abril, los montos de cheques rechazados por falta de fondos alcanzan el 1,1% del total compensado

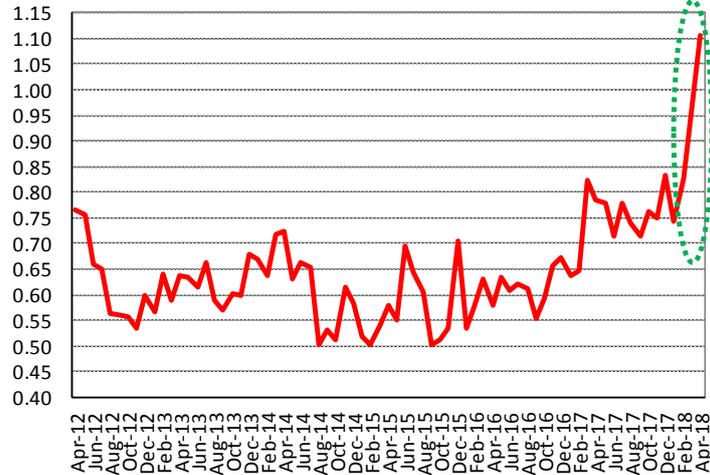
Joaquín Berro Madero

- Aun sin datos para el mes de mayo, la cadena de pagos mostró el mes pasado un estrechamiento hasta niveles que no se habían observado desde abril 2012
- El 1,1% registrado en abril compara con el 0,74% observado en enero pasado. Asimismo, el promedio para el primer cuatrimestre del año fue 0,91%, contra el 0,72% de igual periodo de 2017
- Por su parte, los montos compensados vía cheque en la economía local -medidos en términos reales- reflejan un amesetamiento en torno a \$73,2 mil millones desde 2016

Luego de las turbulencias cambiarias que se vivieron los primeros días de mayo, es interesante observar el comportamiento que viene mostrando un indicador muy relevante vinculado con la cadena de pagos de la economía local. Si bien todavía no existen datos para el corriente mes, la información disponible refleja que ha habido un estrechamiento de la cadena de pagos durante el mes de abril. Esto es, según datos del Banco Central, durante el mes pasado se registró un incremento en el ratio entre el monto de cheques rechazados por falta de fondos y, el monto del total de cheques compensados en el mercado. Asimismo, la evolución del monto de valores compensados en la plaza local -medido en términos reales-, muestra un amesetamiento.

Durante abril los montos en pesos correspondientes a cheques rechazados por falta de fondos alcanzaron el 1,1% del total de montos compensados por esta vía. Se trata del guarismo más elevado de la serie (desde abril 2012) y; además, marca un incremento respecto del 0,74% observado en enero, 0,83% en febrero y 0,96% en marzo. En este sentido, el deterioro en este indicador se viene dando paulatinamente desde comienzo de año. Así, durante el primer cuatrimestre de 2017 el cociente promedió 0,72%, pasando a 0,91% en idéntico lapso de 2018.

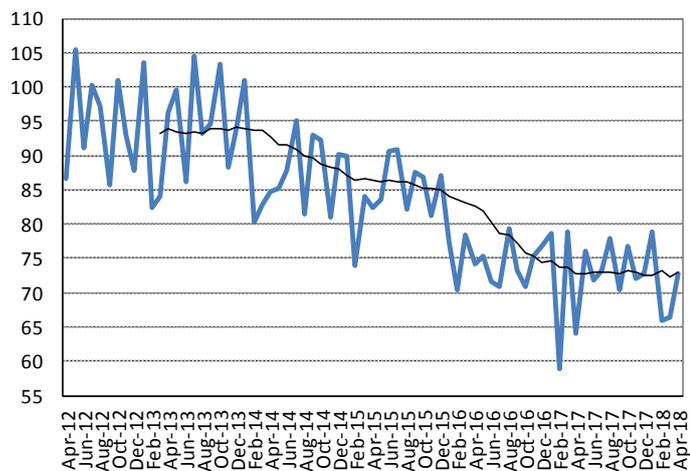
Ratio Cheques Rechazados / Cheques Compensados
rechazo de cheques por falta de fondos, en valores



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Asimismo, como se mencionara anteriormente, los montos compensados vía cheque en la economía local medidos en términos reales (descontando la inflación) reflejan un amesetamiento en los últimos meses. Como muestra el siguiente gráfico, la compensación de cheques -medidos en miles de millones y en términos reales- fue cayendo paulatinamente desde fines de 2013 hasta fines de 2015. A partir de allí, en línea con las mejoras en los indicadores de actividad económica, se observó un amesetamiento en torno a \$73,2 mil millones.

Compensación de Cheques
en MM de pesos, en terminos reales



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En Foco 3

Las remuneraciones del sector formal privado crecieron 29,2% a nivel nacional en 2017, aunque con grandes disparidades en el plano provincial

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- Las remuneraciones de los trabajadores formales del sector privado se actualizaron de modo heterogéneo en 2017, para llegar a un promedio nacional de 26216 pesos mensuales por persona. A su vez, en la Patagonia, donde los sueldos son más altos, la variación fue la más acotada de todas las regiones, aunque la brecha entre los ingresos del sur y los del norte del país sigue siendo amplia, marcando una relación cercana al 2 a 1
- En 2017, los sueldos de la región pampeana se incrementaron un 29,9% en relación al año anterior, en términos nominales. La mayor variación se observó en Cuyo (30,7% interanual), para el NEA ese guarismo fue de 28,7%, para el NOA de 27,9% y de 25,7% para el caso de la Patagonia
- La remuneración promedio de los trabajadores de la Patagonia quedó así en 38842 pesos por mes, guarismo que es de 19592 pesos para el NOA y de 19411 para el NEA. En la zona pampeana el sueldo promedio fue de 24497 pesos y en Cuyo de 22175 pesos

A partir de datos provistos por el *Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación*, es posible observar la evolución de las remuneraciones por todo concepto (incluye aguinaldo) percibidas de manera mensual para cada una de las provincias del país. Para realizar una comparación admisible, se considera en todos los casos, el salario formal promedio- para todo nivel de actividad- del sector privado. Con esa información, se obtiene que en el promedio anual (enero- diciembre 2017), la remuneración promedio alcanzó a nivel nacional los \$26.215, un 29,2% por encima del promedio enero – diciembre 2016.

La situación resulta dispar según cuál sea la región que se tome bajo consideración. Tal es así que, mientras que las remuneraciones promedio del sector privado de la región patagónica crecieron en promedio el 25,7% en 2017, en la región cuyana, dicha

variación alcanzó el 30,7% interanual, si se compara con la información del promedio enero- diciembre 2016.

En la región de **Cuyo**, la remuneración promedio del sector formal privado alcanzó los \$22.175, 18% por debajo del promedio nacional y 13% por encima del registrado en las regiones del norte del país. Dentro de las provincias que componen la región, se destaca San Juan, con un crecimiento promedio del 32,3% en el período enero-diciembre 2017 respecto del mismo período 2016.

Remuneración por todo concepto por provincia
Enero -Diciembre 2017 - Variación Interanual (%)

Total País	29,2%	Cuyo	30,7%
Noroeste	27,9%	San Luis	30,5%
Santiago del Estero	28,6%	Mendoza	29,5%
Salta	31,3%	San Juan	32,3%
Tucumán	29,6%	Noreste	28,7%
Catamarca	26,1%	Misiones	28,2%
La Rioja	25,4%	Formosa	28,8%
Jujuy	26,6%	Corrientes	29,0%
Pampeana	29,9%	Chaco	28,8%
Buenos Aires	29,7%	Patagónica	25,7%
Córdoba	30,8%	Neuquén	24,4%
La Pampa	30,2%	Río Negro	27,3%
Santa Fe	29,3%	Tierra del Fuego	25,3%
Entre Ríos	29,7%	Chubut	27,0%
CABA	30,0%	Santa Cruz	25,4%

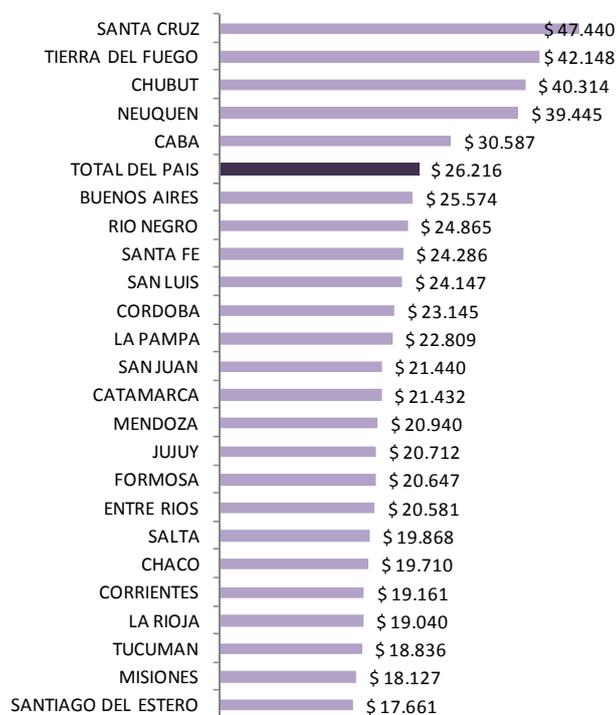
Fuente: Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial - DGEYEL - SSPTYEL - en base a SIPA

En la región **Pampeana** la remuneración anual promedio por todo concepto alcanzó los \$24.497 en el período enero-diciembre 2017 y presentó un incremento del 29,9% a nivel interanual, siendo Córdoba y La Pampa las provincias con mejor desempeño con un crecimiento del 30,8% y del 30,2% respectivamente.

Las provincias del Norte del país, son las que presentaron una remuneración promedio (por todo concepto) por debajo del promedio nacional siendo de \$19.592 y \$19.411 en la región **Noroeste** y **Noreste** respectivamente. El crecimiento interanual por este concepto, se ubicó en 27,9% en la primera y en 28,7% en la segunda.

Por último, la región **Patagónica** – con un crecimiento interanual por debajo de la suba a nivel nacional (de 25,7%), presentó en promedio la remuneración por todo concepto más alta del país (\$38.842). Este monto en términos nominales, supera en más del 50% las remuneraciones promedio del sector privado de la región Cuyo y Pampeana, y en más del 90% al percibido por las regiones del norte del país.

**Remuneración por todo concepto por provincia, a valores corrientes.
En pesos – Promedio Enero-Diciembre 2017.**



Fuente: Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial - DGEYEL - SSPTYEL - en base a SIPA

Selección de indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2017 IV	723.426,9	1,0%	4,6%	3,1%
PIB en US\$ (\$ mm)	2017 IV	646.462,3	0,9%	15,2%	16,6%
EMAE	feb-18	154,9	-0,1%	1,5%	3,5%
IGA-OJF (1993=100)	mar-18	176,8	0,8%	3,2%	5,1%
EMI (2012=100)	mar-18	94,2	8,3%	1,2%	2,9%
IPI-OJF (1993=100)	mar-18	182,5	2,4%	4,8%	5,0%
Patentes	abr-18	76.454,0	12,6%	17,4%	23,7%
Recaudación IVA (\$ mm)	abr-18	82.581,5	3,3%	37,4%	44,4%
ISAC	mar-18	212,5	16,6%	8,3%	14,2%
Importación Bienes de Capital (volumen)	abr-18	-	-	16,6%	15,4%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2017 IV	161.781,5	7,4%	-22,8%	9,2%
		2017 IV	2017 III	2017 II	2017 I
IBIF como % del PIB		22,4%	21,7%	19,4%	19,1%

* 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 IV	12.682	-0,5%	2,3%	2,2%
PEA (% de la población total)	2017 IV	46,4%	0,10 pp	-0,16 pp	0,39 pp
Desempleo (% de la PEA)	2017 IV	7,2%	-1,10 pp	-6,50 pp	0,44 pp
Empleo Total (% de la población total)	2017 IV	43,0%	0,60 pp	-0,05 pp	0,16 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2017 IV	34,2%	-0,20 pp	0,60 pp	0,18 pp
Recaudación de la Seguridad Social	abr-18	68.255	1,42%	22,9%	27,4%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
México	2017 IV	124,1	4,1%	13,1%	5,9%
Estados Unidos	2017 IV	108,9	-0,9%	11,5%	11,3%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	abr-18	236.227,3	-1,1%	25,7%	24,1%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	abr-18	70.328,4	-4,9%	42,0%	45,1%
Gasto (\$ mm)	mar-18	210.644,2	9,0%	17,6%	27,3%
		mar-18	Acum 17	mar-17	Acum 16
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-37.895,9	-1.195.358,0	-35.081,5	-849.183,5
Pago de Intereses (\$ mm)		69.178,8	1.547.962,4	58.359,6	896.730,6
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		21.919,0	48.732,1	2.260,8	97.482,1
ANSES (\$ mm) *		2.703,6	49.342,3	2.027,9	61.695,3
		2017 IV	2017 III	2017 II	2017 I
Recaudación Tributaria (% PIB) **		23,5%	25,0%	24,0%	26,6%
Gasto (% PIB) **		24,7%	21,9%	22,5%	22,7%

* 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)	abr-18	159,6	2,7%	25,2%	25,2%
Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 =100)	abr-18	530,2	3,0%	26,5%	26,0%
Inflación (San Luis, 2003=100)	abr-18	1795,0	2,5%	22,3%	24,4%
Salarios (abril 2012=100)*	feb-18	133,6	2,1%	0,5%	0,7%
TCR Bilateral (1997=1)	abr-18	1,2	-2,1%	7,9%	3,8%
TCR Multilateral (1997=1)	abr-18	1,1	-3,4%	9,8%	7,4%
		30-may-18	abr-18	may-17	29-dic-17
TCN Oficial (\$/US\$)		25,53	24,10	16,00	18,95
TCN Brecha		1,6%	1,5%	0,7%	1,7%
TCN Real (R\$/US\$)		s/d	s/d	3,20	3,31
TCN Euro (US\$/€)		1,16	1,23	1,10	1,20

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	21-may-18	1.031.019,2	3,9%	30,8%	29,6%
Dépósitos (\$ mm)	21-may-18	3.079.080,4	9,5%	39,4%	35,6%
Sector Público No Financiero	21-may-18	933.345,8	14,7%	47,9%	36,8%
Sector Privado No Financiero	21-may-18	2.105.737,7	7,3%	34,9%	34,7%
Créditos (\$ mm)	21-may-18	1.975.338,7	6,5%	56,2%	42,4%
Sector Público No Financiero	21-may-18	26.090,5	-4,4%	-22,1%	-38,5%
Sector Privado No Financiero	21-may-18	1.898.192,6	6,4%	58,1%	46,1%
	Fecha	Dato	abr-18	30-dic-16	may-17
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	21-may-18	54.274,4	60.752,5	38.772,0	47.722,2
Ratio de cobertura de las reservas	21-may-18	127,8%	120,4%	53,3%	95,5%
Tasa de interés Badlar PF	16-mar-18	22,5%	22,7%	23,3%	19,5%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	28-abr-18	39,7%	39,5%	37,8%	39,1%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	28-abr-18	29,3%	29,7%	28,5%	29,7%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	30-may-18	379	339	329	325
EMBI+ Argentina	30-may-18	504	408	351	412
EMBI+ Brasil	30-may-18	295	245	240	270
Tasa LIBOR	31-may-18	0,00%	1,45%	0,01%	1,01%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	29-may-18	1,70%	1,70%	0,55%	0,91%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	29-may-18	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%
SELIC (Brasil)	31-may-18	6,40%	6,40%	13,65%	10,15%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	30-may-18	28.389,4	-4,29%	77,33%	58,10%
Índice Bovespa	24-may-18	79.473,6	-1,03%	36,99%	29,38%

* 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)	abr-18	5.164,0	-3,4%	6,2%	11,0%
Primarios	abr-18	1.163,0	-15,7%	-13,3%	9,1%
MOA	abr-18	1.995,0	1,0%	4,6%	-0,5%
MOI	abr-18	1.710,0	1,9%	17,4%	20,0%
Combustibles	abr-18	296,0	-5,4%	91,0%	79,2%
Exportaciones (volumen)	abr-18	-	-	-3,7%	4,1%
Importaciones (US\$ mm)	abr-18	6.102,0	2,4%	22,7%	21,6%
Bienes Intermedios	abr-18	1.738,0	-4,0%	27,9%	26,5%
Bienes de Consumo	abr-18	790,0	2,1%	23,8%	18,1%
Bienes de Capital	abr-18	1.198,0	2,7%	8,0%	10,6%
Combustibles	abr-18	463,0	6,9%	19,3%	38,6%
Importaciones (volumen)	abr-18	-	-	22,4%	19,3%
Términos de Intercambio (2004=100)	2018 I	134,2	-1,1%	2,7%	-1,5%
Términos de Intercambio (2004=100)	2018 I	134,2	-1,1%	2,7%	-1,5%
Alimentos	abr-18	96,5	2,2%	7,9%	2,4%
Energía	abr-18	87,6	8,2%	30,6%	23,6%
Petróleo (US\$/barril)	abr-18	66,3	5,7%	29,9%	23,4%

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)	feb-18	124,9	-0,4%	6,2%	3,3%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	feb-18	120,1	0,2%	4,0%	2,7%

* 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	abr-18	34.528,0	-7,3%	11,2%	27,1%
Región Pampeana	abr-18	16.706,0	-3,7%	17,4%	29,7%
NOA	abr-18	6.723,0	-4,3%	25,6%	24,9%
NEA	abr-18	6.678,0	-7,1%	33,6%	24,4%
Cuyo	abr-18	5.491,0	3,0%	33,7%	29,3%
Región Patagónica	abr-18	6.328,0	-3,2%	18,3%	20,0%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2018 I	1.292,4	-8,3%	13,9%	14,8%
Región Pampeana	2018 I	750,3	-2,6%	23,2%	14,1%
NOA	2018 I	239,4	-19,8%	5,8%	15,9%
NEA	2018 I	281,8	-9,0%	11,1%	11,4%
Cuyo	2018 I	266,6	-9,8%	6,2%	3,2%
Región Patagónica	2018 I	212,4	-9,5%	0,0%	1,9%