

Informe Macroeconómico

jueves 20 de abril de 2017

Nº 231



CONTENIDO

EN POCAS PALABRAS...	2
MERCADO CAMBIARIO	4
<i>Desde Junio de 2016 el tipo de cambio nominal se mantiene entre 15 AR\$/US\$ y 16 AR\$/US\$. Al 7 de abril, la depreciación del tipo de cambio oficial alcanzó sólo el 6% interanual, en el marco de una inflación de 35% interanual en marzo, de acuerdo a datos de la Ciudad de Buenos Aires.</i>	
COMPETITIVIDAD CAMBIARIA EN LECHERÍA	8
<i>Elaboramos un Índice de competitividad cambiaria específico para la lechería, con el fin de medir esta dimensión particular de la competitividad. El indicador muestra una mejora relativa desde la salida del cepo, aunque las ganancias se erosionaron en los últimos meses.</i>	
AGROECONOMÍA	11
MERCOSUR	13

Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe

Laura Pederiva
Miguel Fusco

Economistas a Cargo

Santiago Giraud
Daniel Almazán Sendino

Visite nuestra página Web
www.crea.org.ar

Elaborado por AACREA "Proyecto Enfoques Económicos" sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales.

economia@crea.org.ar

INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO - AACREA

Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ)
Buenos Aires - Argentina.
Tel. (54-11) 4382-2076/79



Acceda a nuestro nuevo servicio gratuito de Base de datos on-line, en www.crea.org.ar.

Acerca de AACREA

Es una Asociación civil sin fines de lucro originada por el Arq. Pablo Hary en 1957 y fundada en 1960. Integrada y dirigida por productores agropecuarios, su objetivo es promover el desarrollo integral del empresario agropecuario para lograr empresas económicamente rentables y sustentables en el tiempo, probando tecnología y transfiriéndola al medio para contribuir con el sector y el país.

900 millones de dólares sería **la oferta de YPF a Shell** para adquirir su red de refinación y comercialización de combustibles en el país. La firma holandesa se desprendería de 630 estaciones de servicio además de su refinería situada en Dock Sud.

16,7% creció la **venta de automóviles usados** en el mes de marzo, totalizando 151.128 unidades vendidas, de acuerdo a datos de la cámara de comercio automotor (CCA).

6 meses más buscaría Arabia Saudita **extender el acuerdo de para recortar la producción de petróleo** durante la reunión de la **OPEC** en mayo. El compromiso, alcanzado el año pasado, significó una reducción de 1,2 millones de barriles diarios por parte del cartel, además de otros 0,5 millones de barriles diarios por otros productores no miembros. Tras su anuncio el 30 de noviembre último, los precios del crudo se incrementaron alrededor de 20%.

MERCADO CAMBIARIO

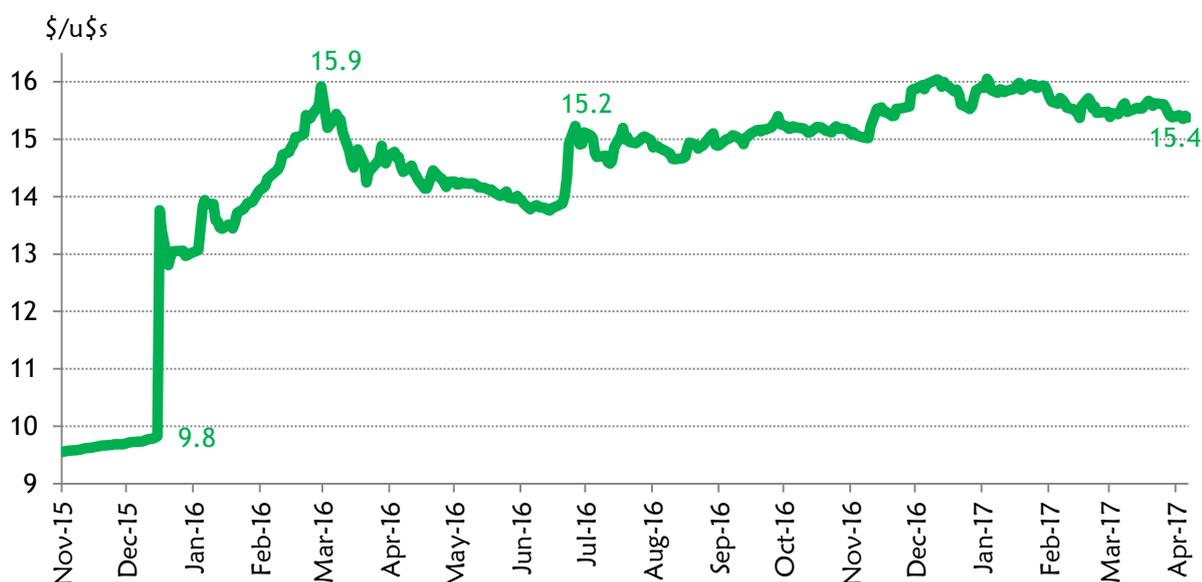
Desde Junio de 2016 el tipo de cambio nominal se mantiene entre 15 AR\$/US\$ y 16 AR\$/US\$. Al 7 de abril, la depreciación del tipo de cambio oficial alcanzó sólo el 6% interanual, en el marco de una inflación de 35% interanual en marzo, de acuerdo a datos de la Ciudad de Buenos Aires.

En esta sección describiremos la evolución del tipo de cambio y las distintas variables que inciden en la dinámica observada en los últimos meses.

En particular se percibe desde julio de 2016 una marcada estabilidad del tipo de cambio, que oscila en una franja entre 15 AR\$/US\$ y 16 AR\$/US\$. Al 7 de abril, la depreciación del tipo de cambio oficial alcanzó solo el 6% interanual, ello en el marco de una inflación de 35% interanual en marzo, de acuerdo a datos de la Ciudad de Buenos Aires. Más aún, si nos enfocamos en la variación del dólar en 2017, su precio de hecho cayó 4,3% desde su pico el 4 de enero.

Si bien la tendencia a apreciación nominal de la moneda frente al dólar no es exclusiva de Argentina y nuestro país tiene una evolución comparable a las demás divisas de la región, esta situación se da en el marco de una inflación superior a la del resto de Latinoamérica, exceptuando a Venezuela. Por ejemplo, el Real Brasileiro se apreció en lo que va de 2016 5,5% frente al dólar, cifra comparable al 4,4% verificado por el Peso Argentino. Sin embargo, en los primeros tres meses del año la inflación fue de 1% en Brasil, frente a un 7,1% en nuestro país¹.

Tipo de Cambio



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

Es importante marcar la tendencia de largo plazo de las cuentas externas argentinas para entender el comportamiento de la oferta de divisas, comenzando por algunas definiciones metodológicas. Un país puede obtener la moneda internacional necesaria para su funcionamiento por dos canales. El primero es la llamada cuenta corriente, que agrupa principalmente el resultado procedente del balance comercial y de servicios, los cobros y pagos de intereses, y el saldo de los ingresos y egresos de utilidades y dividendos girados por las empresas. Por su parte, otro canal de ingreso de

Al 7 de abril, la depreciación del tipo de cambio oficial alcanzó solo el 6% interanual, en el marco de una inflación de 35% interanual.

¹ Según datos de la Ciudad de Buenos Aires.

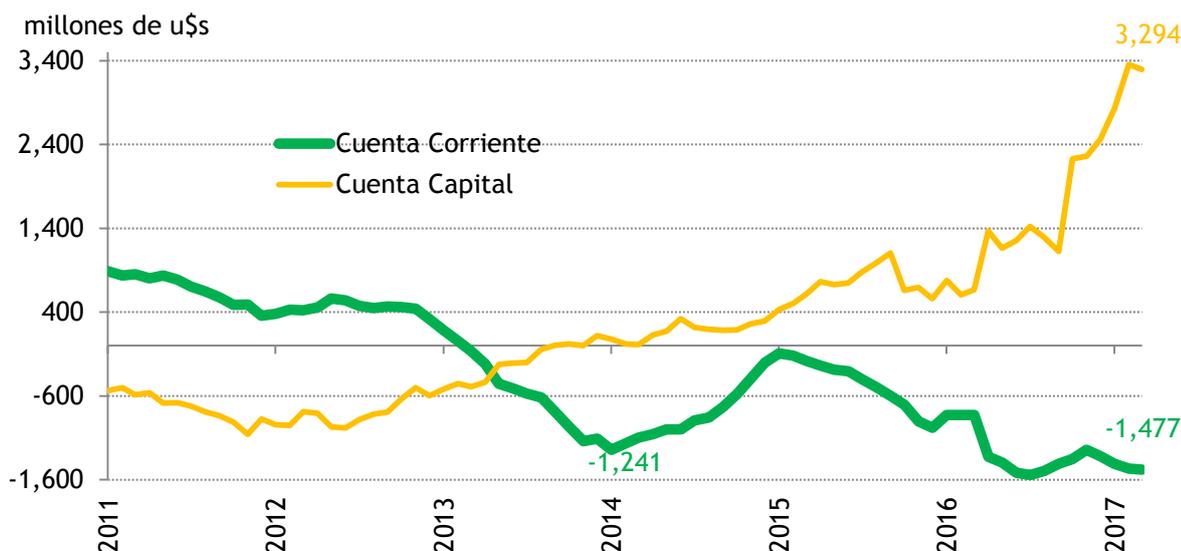
divisas, la llamada Cuenta Capital, agrupa el saldo procedente de operaciones de endeudamiento (público y privado) y de las inversiones desde Argentina hacia el mundo o viceversa.

Como se observa en el siguiente gráfico, la Argentina pasó de una situación en que la Cuenta Corriente era superavitaria, mientras que la Cuenta Capital era deficitaria, a una en que ocurre lo inverso. El cambio de tendencia se da gradualmente y especialmente a partir de 2012. Algunos factores importantes que debilitaron la capacidad de aportar divisas de la cuenta corriente son la caída de los principales commodities que exporta nuestro país y el aumento del déficit de turismo. En efecto, la soja vio descender su cotización 25% entre 2011 y 2016, mientras que se pasó de un superávit de US\$349 mill. en concepto de turismo a un déficit de US\$6.674 mill. en igual período.

El aumento de la oferta de divisas tras el acuerdo con los holdouts, llevó a un incremento de US\$22.436 mill. en las reservas.

Un factor adicional de más larga data que por su magnitud no puede dejar de mencionarse es el fuerte deterioro del balance energético, en paralelo al deterioro de la producción local de hidrocarburos. Puntualmente, en 2006 el superávit comercial de la balanza energética fue de US\$6.081 mill., mientras que en 2016 se registró un déficit de US\$2.747 mill., una reversión de casi US\$9.000 mill., al tiempo que la extracción de gas disminuyó 12,9% en esos años. Se debe destacar que el déficit energético, tras un pico de US\$6.543 mill en 2014, es hoy prácticamente el mismo que en 2011, gracias a la caída de los precios del petróleo (US\$2.747 mill. en 2016 vs US\$2.799 mill. en 2011). De manera contraria, la cuenta capital se vio progresivamente fortalecida, primero por el endeudamiento vía el swap con la República Popular China, junto con otros instrumentos, y luego por la re apertura de los mercados voluntarios de crédito que siguió al acuerdo con los holdouts.

Cuenta Corriente y Cuenta Capital - Promedio Móvil Mensual 12 meses



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

Con todo, en los últimos 12 meses la Cuenta Capital aportó en promedio US\$3.294 mill. por mes, mientras que la Cuenta Corriente mostró un déficit mensual de US\$1.477 mill. en promedio. La importante aceleración de los ingresos netos de divisas tras el acuerdo con los holdouts, que más que compensó la demanda neta proveniente de la cuenta corriente, se tradujo en un importante aumento de la oferta de divisas que llevó a su vez a un incremento de las reservas internacionales, que pasaron de US\$29.572 mill. a fines de marzo de 2016, al aprobarse el compromiso en el Congreso, a US\$52.008 mill. en la actualidad.

Con este panorama de largo plazo, y las definiciones anteriores, se aborda el análisis de las cifras del mercado cambiario del primer trimestre de 2017. En ese sentido entre enero y marzo la cuenta corriente registró un déficit de US\$1.916 mill., mientras que la Cuenta Capital tuvo un superávit de US\$13.453 mill. Como consecuencia de estos movimientos, las reservas internacionales se incrementaron US\$12.340 millones en los primeros dos meses del año, alcanzando US\$50.522 mill. al cierre de marzo, su máximo valor desde 2011.

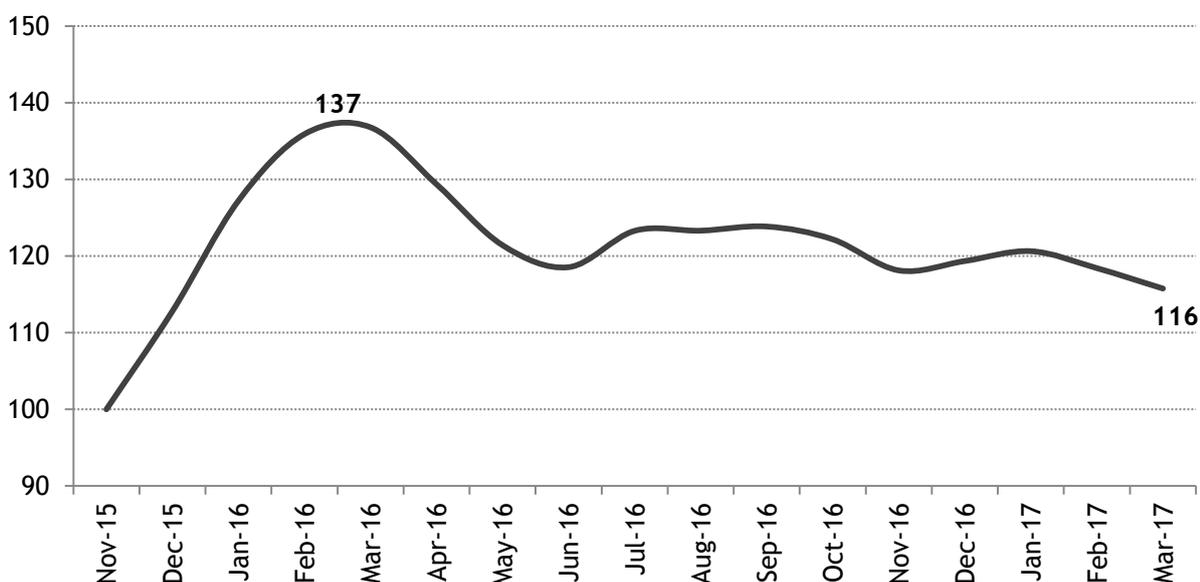
Más en detalle, el leve déficit de la Cuenta Corriente en el primer trimestre se explicó fundamentalmente por el déficit en el balance de servicios (US\$2.892 mill.), que a la vez está fuertemente vinculado al saldo negativo en las operaciones por turismo (US\$2.699 mill.). El saldo comercial positivo en ese mismo lapso (US\$1.948 mill.) fue insuficiente para compensar estos egresos netos. Es interesante destacar el importante aporte de divisas del complejo oleaginoso-cerealero (US\$5.745 mill.), que se debe no sólo a su gran volumen de exportaciones (US\$6.084 mill.) sino también a sus bajas importaciones (US\$338 mill., según datos del BCRA). De manera contraria, otros grandes complejos exportadores son importantes importadores. Por ejemplo, el sector automotriz registró ingresos por exportaciones por US\$1.123 mill. en el primer bimestre, más que compensados por pagos de importaciones por US\$3.150 mill. en el mismo lapso.

Por el lado de la cuenta capital, resulta evidente que el saldo positivo tiene su origen en las emisiones de deuda pública, en especial en aquellas del Gobierno como fue desarrollado en nuestro [Informe Macroeconómico N° 230](#). En efecto, el rol del sector privado es más bien modesto y, en el primer trimestre los ingresos por inversión extranjera representaron el 14,1% del superávit de la cuenta capital. Más aún, el sector privado aparece en algunos casos como un importante demandante de divisas y la compra de dólares billete alcanzó US\$4.751 mill., el dato más alto de la serie desde 2002 para un primer trimestre.

El sector privado adquirió dólares billete por US\$3.453 mill. en el primer bimestre, el dato más alto de la serie para ese periodo.

En suma, Argentina viene mostrando desde 2012 una creciente dependencia de los flujos procedentes de la cuenta capital. A su vez, dentro de estos ingresos, el endeudamiento público tiene un rol preponderante en la acumulación de reservas y con ello el incremento en la oferta de divisas, favoreciendo la estabilidad del tipo de cambio. Como se mencionó, esta situación junto con la elevada tasa de inflación local genera un progresivo deterioro de la competitividad cambiaria.

Índice de Tipo de Cambio Real (nov-15 = 100)



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

En efecto, actualmente, el tipo de cambio real, que es un indicador que mide la competitividad teniendo en cuenta la evolución de la inflación y el tipo de cambio en relación a nuestros principales socios comerciales, se ubica solo un 15,7% por encima de noviembre de 2015, previo a la salida del cepo. El pico del tipo de cambio real había sido en marzo de 2016, con un alza de 36,8% respecto a noviembre, marcando el deterioro progresivo de la competitividad que comentábamos anteriormente. Más aún, la reciente decisión por parte del BCRA de aumentar la tasa de interés de referencia en 150 pb. Es un factor adicional que presionaría en el corto plazo hacia la continuidad de la apreciación del peso frente al dólar. Puntualmente, esta decisión, al margen de su eventual efecto sobre la inflación, favorece la operatoria del denominado carry trade. El carry trade es una operación en la cual un inversor vende dólares, colocando los pesos obtenidos en una inversión en pesos (ejemplo, LEBAC). Una vez vencido el

instrumento, se adquieren dólares nuevamente y, si en el lapso transcurrido el peso se apreció frente al dólar, a la tasa de interés devengada por la LEBAC se suma una ganancia derivada de que ahora un peso puede adquirir más dólares que al principio de la operatoria. Es interesante destacar que si esta operatoria se generaliza tiende a validarse a sí misma, porque si un volumen lo bastante grande de inversores se desprende de sus dólares para comprar LEBACS ello genera un aumento de la oferta de divisas, que tiende a validar la expectativa de que el peso se aprecie.

El anuncio en el día de ayer del presidente del Banco Central Federico Sturzenegger, que manifestó que la autoridad monetaria buscará incrementar las reservas del 10% al 15% del PBI (lo cual implica aproximadamente adquirir US\$25.000 mill.), puede entenderse como un intento de poner un “piso” al dólar. De todas formas creemos que el foco seguirá puesto principalmente en la inflación y el nuevo objetivo, para el cual no se estipuló un plazo, apunta más bien a acotar la tendencia a la apreciación del peso.

Si bien en el corto-mediano plazo el bajo nivel de endeudamiento de la Argentina no hace prever sobresaltos, resulta evidente que no se pueden acumular pasivos de manera indefinida. Por supuesto, la expectativa del Gobierno es que el gradual sendero de ajuste fiscal, sumado al bajo nivel de deuda / PBI (17,7% del PBI en manos de privados al cierre del segundo trimestre de 2016) permita estabilizar el ratio deuda producto en el mediano plazo.

COMPETITIVIDAD CAMBIARIA EN LECHERÍA

Elaboramos un Índice de competitividad cambiaria específico para la lechería, con el fin de medir esta dimensión particular de la competitividad. El indicador muestra una mejora relativa desde la salida del cepo, aunque las ganancias se erosionaron en los últimos meses.

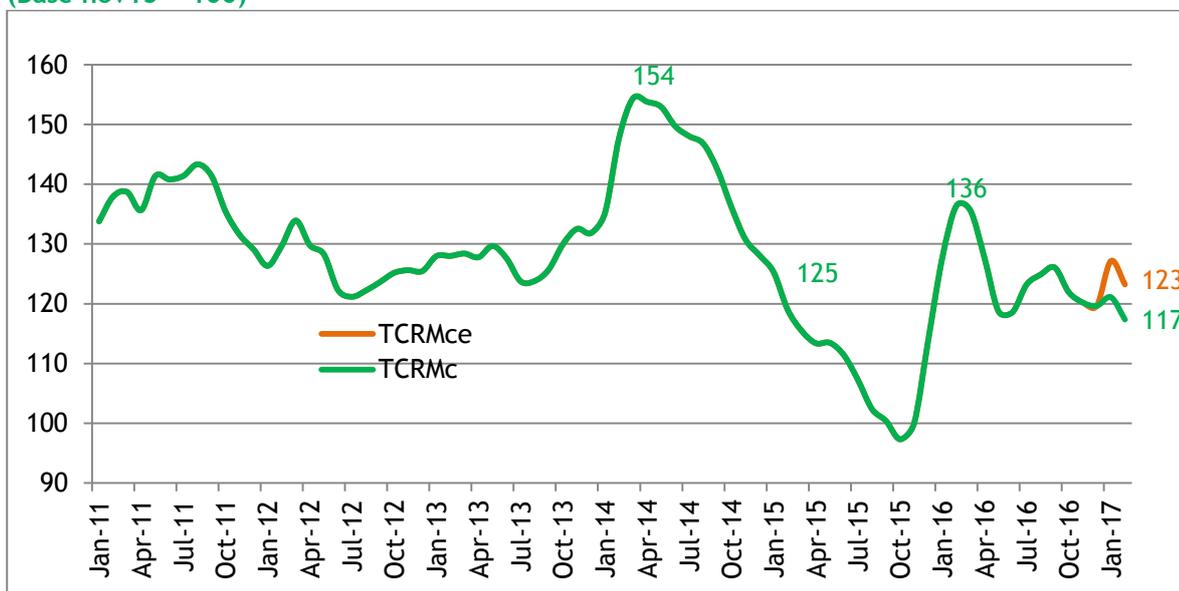
En este marco general, elaboramos un índice de competitividad cambiaria específico para la lechería, con el fin de observar el comportamiento particular del sector en esta dimensión.

Para ello, se construyeron índices de Tipo de Cambio Real Multilateral competidor (TCRMc) y competidor efectivo (TCRMce). Estos indicadores buscan captar la evolución real, ajustada por la variación de los precios locales y externos, del valor de la moneda Argentina en relación a las monedas de los competidores de nuestro país en el mercado internacional de la leche en polvo entera. La diferencia entre el TCRMc y el TCRMce radica en que este último tiene en cuenta además la presencia de retenciones o reintegros a las exportaciones para el sector.

Elaboramos un Índice de competitividad cambiaria específico para la lechería, con el fin de medir esta dimensión particular de la competitividad.

En ese sentido, Nueva Zelanda se destaca como principal exportador de leche en polvo entera de entre los competidores de Argentina (concentrando el 55% del mercado en 2015). Consecuentemente, el país tiene una ponderación de 55% en el índice, que varía año a año según la evolución de su participación en el mercado (market share). De hecho, la importancia de Nueva Zelanda para nuestro TCRMc y TCRMce fué creciendo en paralelo a la cuota de mercado del país del sur, que paso del 32% en el 2000 al 55% en 2015. Otros países con una participación relevante en el comercio internacional de leche en polvo entera son Holanda (8,4% del mercado), Uruguay (4,5% del mercado) y Australia (3,2% del mercado).

Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral Competidor (TCRMc) y Competidor Efectivo (TCRMce) (Base nov15 = 100)



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de FMI y Otros.

De esta manera, Nueva Zelanda tiene una influencia relevante en la competitividad cambiaria del sector, en función de su elevada participación en el mercado. Consecuentemente, la evolución del dólar neozelandés es una variable muy significativa dentro del índice.

Si observamos la evolución reciente del TCRMc, se aprecia un pico de las ganancias de competitividad cambiaria alrededor de febrero de 2016, con un 36% de aumento respecto a los niveles vigentes en noviembre de 2015 (pre cepo). Este “salto” se debió a la unificación cambiaria llevada a cabo en

diciembre de 2015. Puntualmente, al cierre de febrero de 2016 el tipo de cambio nominal de 15,58 AR\$ / US\$ era un 61% superior al vigente a fines de noviembre de 2015.

Sin embargo un progresivo deterioro de la competitividad cambiaria hasta un nivel 17% por encima de noviembre. La pérdida de competitividad desde el punto de vista del tipo de cambio es explicada por la estabilización del tipo de cambio en torno a la franja de entre 15 AR\$/US\$ y 16 AR\$/US\$, en el marco de una inflación elevada.

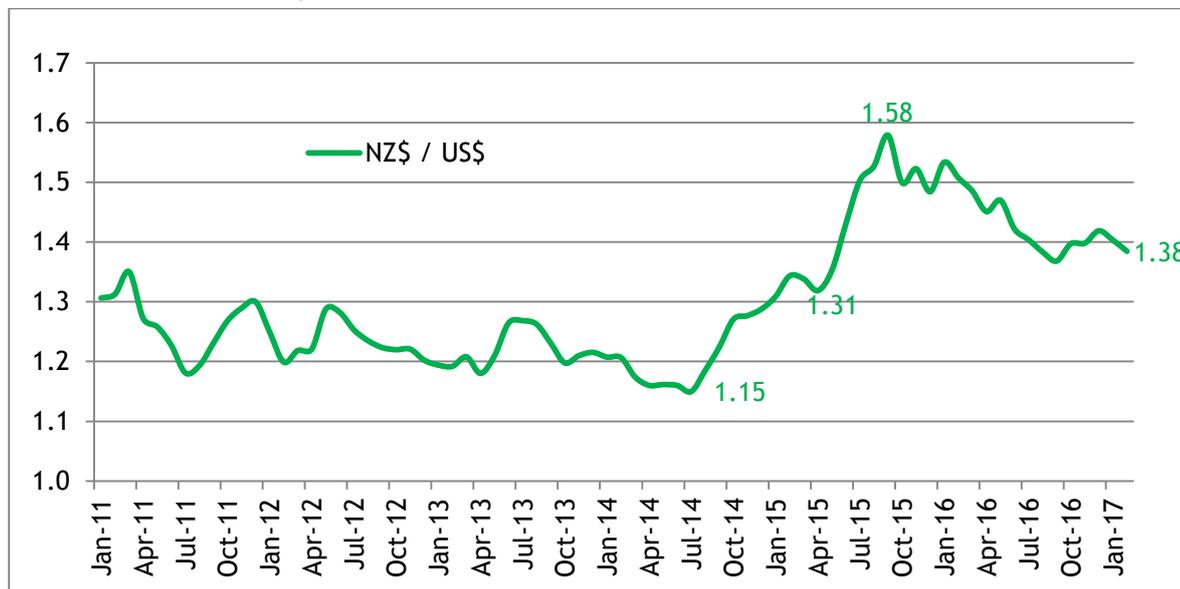
Para entender cómo funciona este proceso, clave en la pérdida de competitividad sectorial y de la economía en general planteamos el siguiente ejemplo. Imaginemos un productor Argentino y un productor Neozelandés. En ambos países el tipo de cambio frente al dólar permanece estable, pero en la Argentina la inflación ronda el 25% anual, mientras que en Nueva Zelanda es del 1%. Dado este escenario, la producción Argentina medida en dólares se va a encarecer un 25%, mientras que la Nueva Zelanda solo 1%. Así, al tener nuestro país una inflación más alta que nuestros competidores, si el tipo de cambio no sube acompañando esta dinámica se da un proceso en el cual el productor Argentino se encarece en relación a sus pares del resto del mundo. Esto es justamente lo que se observa desde mediados 2014 a la salida del cepo, cuando la evolución del dólar fue muy por detrás de la variación de los precios.

Esta dinámica desde la salida del cepo se dio además en el contexto de una evolución favorable del dólar neozelandés, que se apreció 9,1% desde noviembre respecto al dólar estadounidense, contribuyendo a morigerar la pérdida de competitividad. Es decir, Nueva Zelanda se encareció en dólares, pero Argentina se encareció aún más.

Si a este análisis incorporamos los reintegros vigentes a las exportaciones del sector (índice TCRMce) la mejora es algo mayor y alcanza el 22% en la actualidad, siempre respecto a los niveles de noviembre de 2015.

En cualquier caso, estos niveles son similares a los de principios de 2015, que eran a su vez un 34% menores a los vigentes en 2011, por lo que no puede decirse que el Indicador tenga valores altos en términos históricos.

Evolución del Dólar Neozelandés



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de FMI.

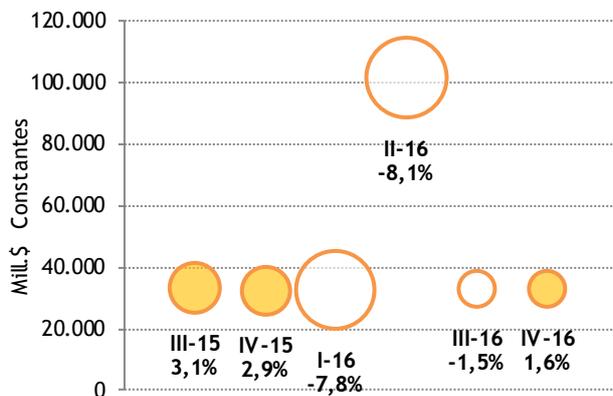
De cara al futuro, un riesgo para la competitividad cambiaria del sector es una eventual depreciación del dólar neozelandés, en la medida que la continuidad de la apreciación no puede darse por garantizada. De hecho, entre marzo de 2014 y septiembre de 2015 la moneda Neozelandesa se depreció 30%, siendo otro elemento adicional que presionó a la baja la competitividad relativa cambiaria de nuestro país, medida por el TCRM y el TCRMce, en aquel entonces.

Además, como desarrollamos en la sección anterior, es probable que en nuestro país el dólar continúe evolucionando por debajo de la inflación local, al menos en el corto plazo.

Sin embargo, deben resaltarse varios factores adicionales. Uno de ellos, es que el aspecto cambiario es apenas una dimensión de la competitividad, que incluye también aspectos productivos, tributarios y se vincula también a la infraestructura pública disponible a la hora de exportar. Otra dimensión variable relevante fuera de la competitividad cambiaria es el precio internacional de la leche en polvo, que en los últimos meses trajo novedades alentadoras aumentando 13% interanual en marzo.

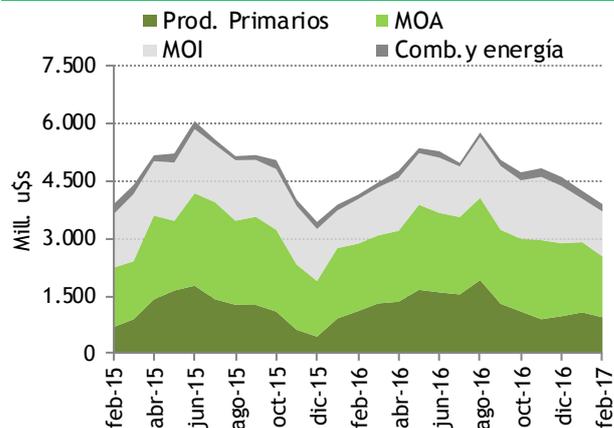
AGROECONOMÍA

PIB Agropecuario, Caza y Silvicultura



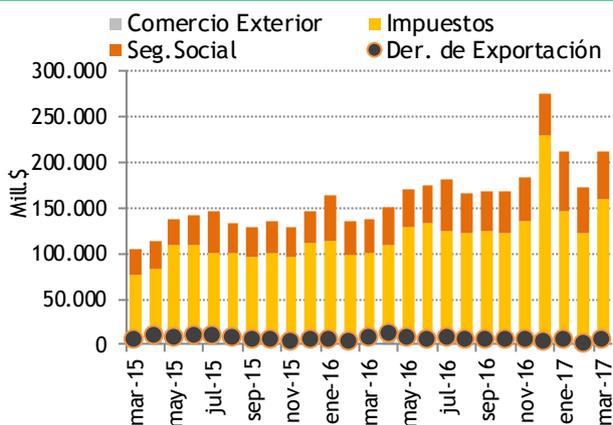
* El tamaño de la burbuja representa la var. interanual
Fuente: INDEC

Exportaciones



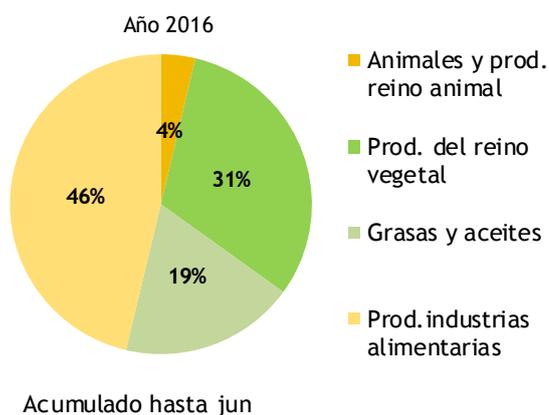
Fuente: INDEC

Recursos tributarios



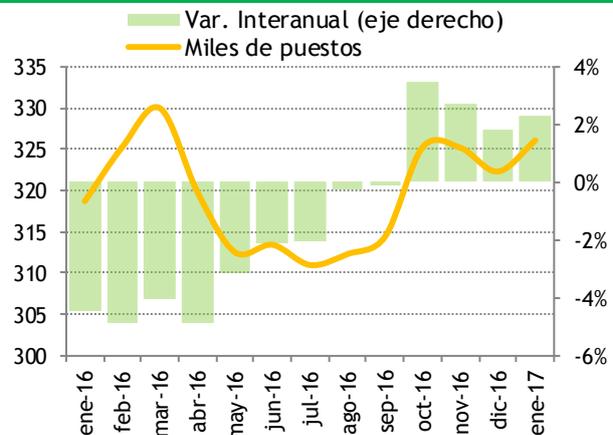
Fuente: AFIP

Derechos de exportación Agro



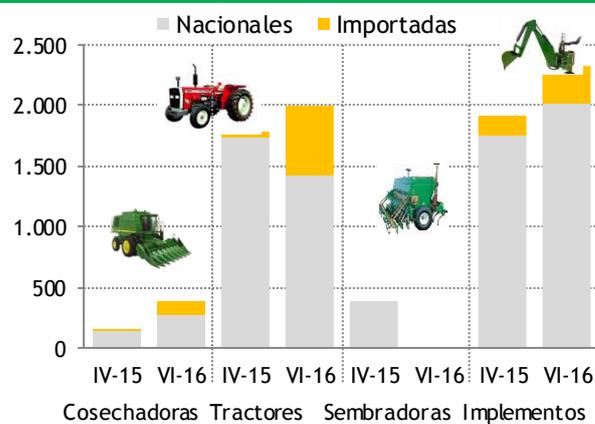
Fuente: AFIP

Puestos de Trabajo Producción Primaria



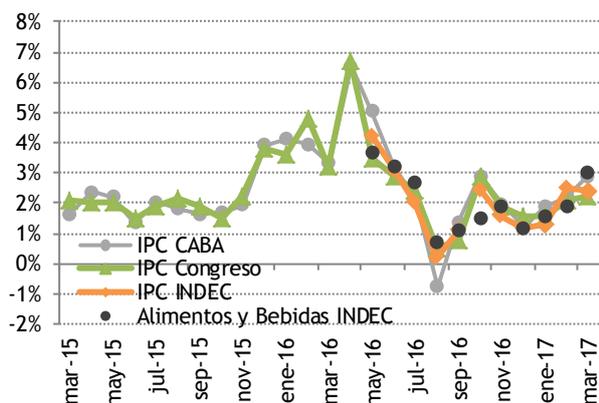
Fuente: MECON

Maquinaria Agrícola - Unidades vendidas



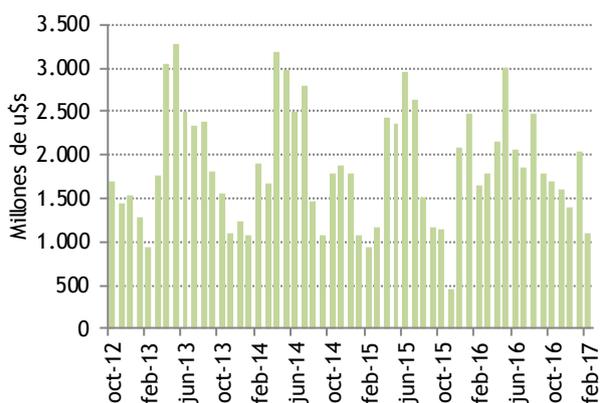
Fuente: INDEC

IPC - Variación mensual



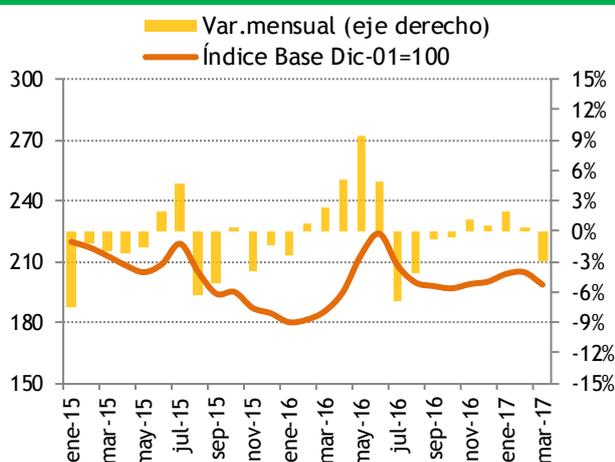
Fuente: INDEC, Congreso, DGEyC CABA

Liquidación de divisas cereales y oleaginosas



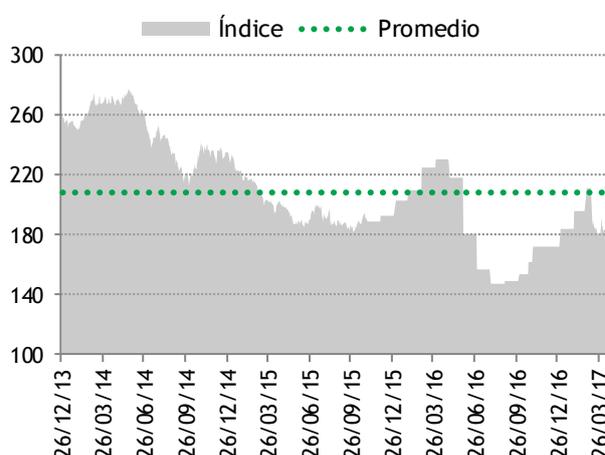
Fuente: MinAgri

Índice de Precios de Materias Primas



Fuente: BCRA

Índice de Commodities Argentinas



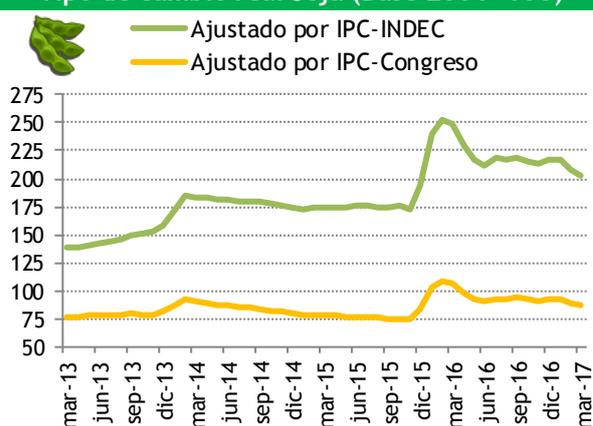
Fuente: MATBA

Tasas de interés Activas

	en \$		en u\$s
Tasas Generales jun-16			
Adelantos en CC	38,6%	↓	-
Doc.a sola firma (hasta 89 días)	36,7%	↓	3,3% ↑
Créd. Personales (hasta 180 días)	43,9%	→	-
Tarjetas de crédito	44,5%	↓	19,9% ↑
Tasas por actividad mar-16			
Cereales, oleag. y forrajeras	38,5%	↑	8,8% →
Servicios agrícolas	37,0%	↑	6,2% ↓

Fuente: BCRA

Tipo de cambio real Soja (Base 2001=100)



Fuente: AACREA

MERCOSUR

		Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	
Indicadores Macro	Producto Interno Bruto (Tasa de crecimiento)	IV-16	-2,1% ↓	-2,5% ↑	3,4% ↑	3,7% ↑
	Producto Interno Bruto Agro (Tasa de crecimiento)	IV-16	1,6% ↓	-5,0% ↓	-1,5% ↓	4,5% ↑
	Inflación (Variación IPC)	mar-17	2,4% ↓	0,3% ↑	0,0% ↓	0,7% ↑
	Reservas (Millones de u\$s)	mar-17	50.522 ↓	370.076 ↓	7.803 ↑	12.689 ↓
	Tipo de cambio nominal (Moneda local/u\$s)	mar-17	15,52 ↓	3,17 ↑	5.503,3 ↓	28,54 ↑
	Exportaciones (Millones de u\$s)	feb-17	3.888 ↓	15.472 ↑	742 ↑	458 ↓
	Importaciones (Millones de u\$s)	feb-17	4.010 ↓	10.912 ↑	844 ↑	521 ↑
Fuente: BCB, BCP, BCRA, BCU, INDEC, INE, MERCOSUR.						
Variables Agro - Campaña 2016/17	Maíz (Millones de ton.)	Producción	38,5 ↑ +	93,5 ↑ +	2,3 ↓ -	0,5 ↑ =
		Exportaciones	26,0 ↑ +	32,0 ↑ +	2,3 → =	0,0 ↑ =
		Consumo doméstico	10,7 ↑ +	60,0 ↑ +	1,1 ↑ +	0,7 ↑ =
	Soja (Millones de ton.)	Producción	56,0 ↓ +	111,0 ↑ +	10,1 ↑ +	3,3 ↑ +
		Exportaciones	9,0 ↓ =	61,9 ↑ +	6,2 ↑ +	3,0 ↑ +
		Consumo doméstico	49,8 ↓ =	45,1 ↑ +	3,9 ↓ +	0,2 ↓ =
	Trigo (Millones de ton.)	Producción	16,0 ↓ =	6,7 ↑ =	1,1 ↓ =	0,8 ↑ -
		Exportaciones	10,1 ↓ =	1,4 ↓ -	0,7 ↓ =	0,5 ↓ =
		Consumo doméstico	6,2 ↓ =	11,5 ↑ =	0,4 ↓ =	0,0 ↓ -
Fuente: USDA						
Estimación correspondiente a abr-17						

*En el caso de la inflación de Argentina se considera Nuevo IPC INDEC.

Referencias: ↑ ↓ → ↕ + = - Var. interanual/intercampaña
 ↑ → ↓ Var. mensual
 + = - Var. respecto de la estimación del mes anterior