



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 26 - Edición N° 1052 – 22 de Junio de 2017

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón y Nicolás Torre

Se demora la comercialización de la cosecha de soja de la campaña 2016/17: factores que lo explican y su impacto en actividades conexas

En Foco 1 – Juan Francisco Campodónico

Se confirma que la reactivación de 2017 es más sustentable que la de 2013 y 2015

En Foco 2 – Francisco Alvarez Reyna

El mercado cambiario se hace más profundo, con un volumen de operaciones que alcanza a 103 mil millones de dólares (entre oferta y demanda) para enero-mayo de este año

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana: aumentó 5,3% interanual el ingreso al país de turistas no residentes (primer cuatrimestre de 2017)

Selección de Indicadores

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:

4

Se demora la comercialización de la cosecha de soja de la campaña 2016/17: factores que lo explican y su impacto en actividades conexas

- Hacia fin de mayo los productores habían vendido solamente 12,1 millones de toneladas de soja, 6 millones menos que las observadas en las 11 campañas anteriores. Las ventas significan el 21% de la producción del ciclo (58 millones de toneladas), por debajo del 39% observado en promedio en la década previa, un “faltante” de entre 6 y 10 millones de toneladas
- La soja no ingresada al circuito representa operaciones pendientes por una cifra que va de US\$ 1.440 a US\$ 2.400 millones, lo que afecta actividades “aguas abajo” de la producción de granos (industrias de transformación) y también a las que dependen de la realización de estas ventas (transportistas, comercios, servicios especializados). La mejor condición económica de las explotaciones (al margen de los casos muy afectados por condiciones climáticas adversas), es uno de los elementos que explica la demora en la comercialización
- Otro factor relevante es el premio de entre US\$ 10 y US\$ 20 dólares por tonelada (entre 4% y 9% del precio actual) que puede encontrarse actualmente en los mercados de futuros (MATBA) por mercadería cuya comercialización se demore hasta fin de año. El nuevo contexto financiero en el que operan los productores, con acceso a crédito en dólares a tasas bajas, facilita apalancar la “demora”, en búsqueda de una mayor rentabilidad para el capital propio invertido (con mayor riesgo en aquellos casos en que no se “cierra” completamente la operación)

En Foco 1:

12

Se confirma que la reactivación de 2017 es más sustentable que la de 2013 y 2015

- De acuerdo al INDEC, el PIB creció 1,1% desestacionalizado entre el último trimestre de 2016 y el primero de este año, acumulando tres trimestres consecutivos en terreno positivo. Desde el piso de la recesión, el aumento es de 1,8%, un guarismo moderado si se compara con las recesiones anteriores
- Aun con esas características, se observa que la variable que tracciona este crecimiento es la Inversión, que anotó un crecimiento del 3% interanual, y no el Gasto Público (+1%) o el Consumo Privado (+0,9%) como en las otras experiencias
- La recuperación es bastante más generalizada de lo esperado. De un total de 16 sectores de la economía, 12 anotan guarismos positivos en términos interanuales, dato que compara con 7 sectores en el primer trimestre de 2013 y 11 en 2015

En Foco 2:

16

El mercado cambiario se hace más profundo, con un volumen de operaciones que alcanza a 103 mil millones de dólares (entre oferta y demanda) para enero-mayo de este año

- El volumen de operaciones cambiarias fue de 66,4 mil millones de dólares para igual período de 2015 (durante la vigencia del cepo)
- En lo que va del segundo trimestre, la cuenta mercancías del balance cambiario (BCRA) arroja un saldo positivo de 1,6 mil millones de dólares, insuficiente para compensar los saldos negativos de servicios (1,5 mil millones) y rentas (2,5 mil millones)
- Así, el déficit de cuenta corriente del bimestre abril-mayo de este año alcanzó a 1,9 mil millones de dólares. La Inversión Extranjera Directa representa el 19,3% del déficit de cuenta corriente (acumulado 4 meses)

En Foco 3:

20

El dato regional de la semana: aumentó 5,3% interanual el ingreso al país de turistas no residentes (primer cuatrimestre de 2017)

- El mayor flujo de turistas no residentes se apuntó en Buenos Aires (15,2% interanual) y Córdoba 10,1%, aunque son regiones de poca ponderación en este segmento. Hacia la Patagonia el incremento fue de 2,8% y ese guarismo fue de 6,9% para la ciudad de Buenos Aires
- En el primer cuatrimestre el movimiento turístico general, que incluye residentes y no residentes, se incrementó un 12,5% interanual de acuerdo al INDEC, totalizando 7,5 millones de personas
- Considerando el flujo por Ezeiza y Aeroparque, el ingreso de turistas no residentes se incrementó un 2,8% interanual, explicado por variaciones positivas desde Brasil y Chile, pero con signo negativo para las originadas en EE.UU., resto de América, Europa y resto del mundo

Selección de Indicadores

22

Editorial

Se demora la comercialización de la cosecha de soja de la campaña 2016/17: factores que lo explican y su impacto en actividades conexas

- Hacia fin de mayo los productores habían vendido solamente 12,1 millones de toneladas de soja, 6 millones menos que las observadas en las 11 campañas anteriores. Las ventas significan el 21% de la producción del ciclo (58 millones de toneladas), por debajo del 39% observado en promedio en la década previa, un “faltante” de entre 6 y 10 millones de toneladas
- La soja no ingresada al circuito representa operaciones pendientes por una cifra que va de US\$ 1.440 a US\$ 2.400 millones, lo que afecta actividades “aguas abajo” de la producción de granos (industrias de transformación) y también a las que dependen de la realización de estas ventas (transportistas, comercios, servicios especializados). La mejor condición económica de las explotaciones (al margen de los casos muy afectados por condiciones climáticas adversas), es uno de los elementos que explica la demora en la comercialización
- Otro factor relevante es el premio de entre US\$ 10 y US\$ 20 dólares por tonelada (entre 4% y 9% del precio actual) que puede encontrarse actualmente en los mercados de futuros (MATBA) por mercadería cuya comercialización se demore hasta fin de año. El nuevo contexto financiero en el que operan los productores, con acceso a crédito en dólares a tasas bajas, facilita apalancar la “demora”, en búsqueda de una mayor rentabilidad para el capital propio invertido (con mayor riesgo en aquellos casos en que no se “cierre” completamente la operación)

Las ventas de Soja exhiben un importante retraso durante la campaña en curso, tanto en valores absolutos como relativos. Hasta fines de Mayo'17 los productores habían vendido al sector comercial (industria y exportadores, entregas con precio cerrado) solamente 12,1 millones de toneladas, 6 millones menos a las observadas habitualmente hasta ese mes en las 11 campañas anteriores (18,2 millones de toneladas).

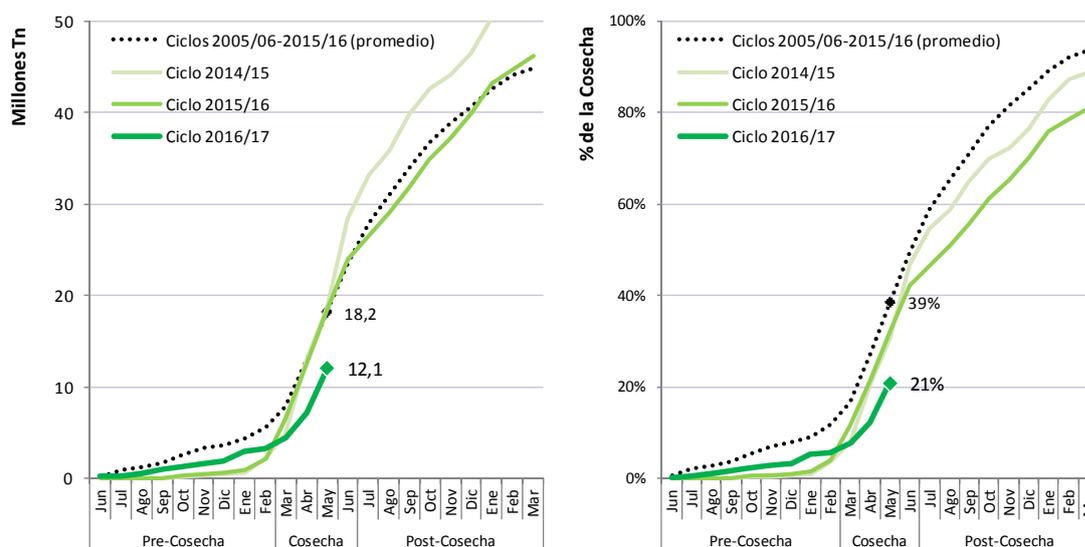
El avance de ventas del ciclo se aproximaba al 21% de la cosecha estimada 2016/2017 (58 millones de toneladas según MINAGRO), un porcentaje claramente inferior al 39% observado

en promedio en la década previa. Si se considera este último guarismo como un patrón de referencia, la mercadería no comercializada se aproximaría a las 10 millones de toneladas.

No se dispone aún de información oficial respecto de lo que estaría sucediendo en lo que va de junio, aunque de acuerdo a conversaciones mantenidas con operadores comerciales, la demora en la comercialización se estaría prolongando incluso este mes.

Nótese que entre 6 y 10 millones de toneladas no ingresadas al circuito representan operaciones por valor cercano a US\$ 1.440 – US\$ 2.400 millones, un movimiento económico importante para las actividades que se encuentran “aguas abajo” de la producción de granos (industrias de transformación) o las que dependen de alguna manera de la realización de estas ventas (transportistas, comercios, servicios especializados).

Evolución de ventas de Soja en ciclo 2016/17 y anteriores*
 (a) En Toneladas (b) En % Cosecha



* Operaciones con precio cerrado.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MINAGRO.

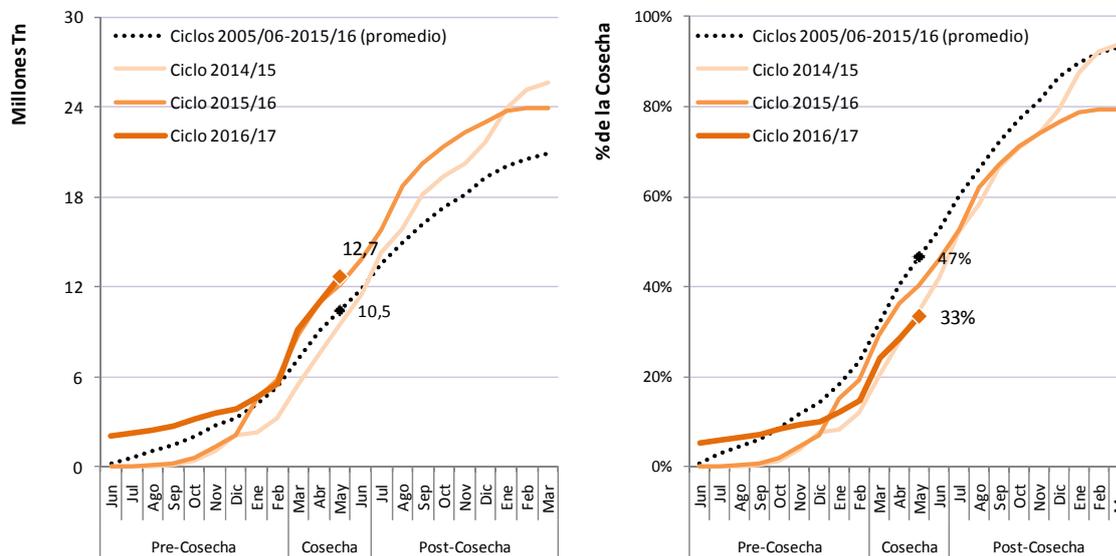
Por su parte, las ventas de Maíz avanzaban relativamente bien en términos absolutos hasta Mayo’17, con un total de 12,7 millones de toneladas, 2,2 millones por arriba del acumulado habitual hasta ese mes en la última década. Sin embargo, si se considera una cosecha comercial de 38 millones de toneladas, el avance porcentual de ventas representaría el 33% de la producción, porcentaje que queda bajo considerando el avance en campañas anteriores (40% en el ciclo previo, 47% en los últimos diez ciclos).¹

¹ En el caso del maíz los porcentajes deben ser tomados con cierta cautela dado que existe controversia en cuanto al nivel de producción comercial del cereal, mayor para el MINAGRO que para las Bolsas.

Evolución de ventas de maíz en ciclo 2016/17 y anteriores*

(a) En Toneladas

(b) En % Cosecha



* Operaciones con precio cerrado.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MINAGRO y Bolsas de Cereales.

¿Qué razones pueden estar por detrás de la demora en la comercialización? A continuación se presentan y discuten algunos factores que podrían (o no) explicar la situación.

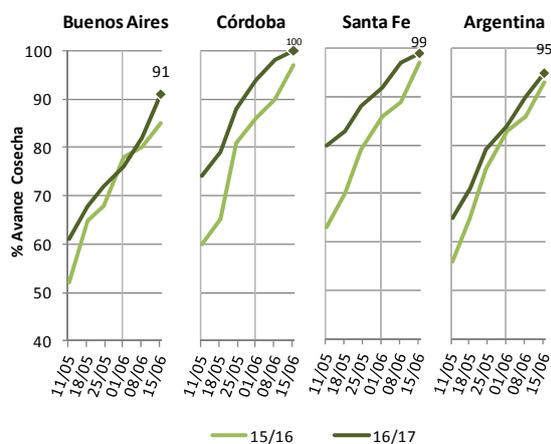
Avance de Cosecha

Una posibilidad es que la comercialización se haya demorado por un avance lento de la cosecha. Puede deducirse que hasta que no se completa el proceso existe riesgo respecto de la producción que efectivamente se dispondrá y por ende la comercialización queda en *stand by* hasta tener una mayor certeza en este aspecto.

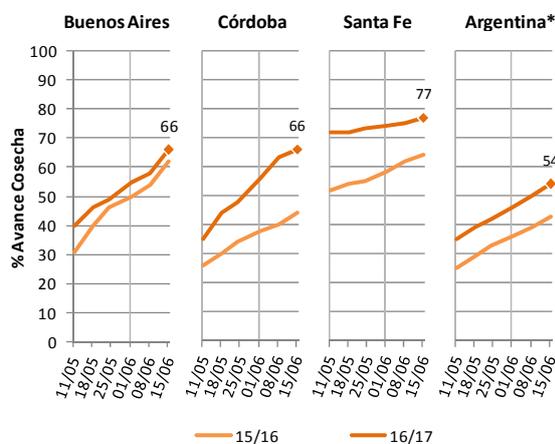
De acuerdo a los relevamientos de MINAGRO, la cosecha 2016/17 se desarrolló con un avance similar o incluso más rápido que la cosecha 2015/16, una referencia cercana a los efectos de la comparación. De acuerdo con las estimaciones agrícolas del organismo oficial, hasta el 15/06 la cosecha de Soja acumulaba un avance del 95%, con casi 100% en provincia de Córdoba y Santa Fe, y un 91% en Buenos Aires; en todos los casos, guarismos superiores a los observados en la campaña anterior.

En lo que respecta a Maíz, hasta el 15/06 se acumulaba un avance del 54% a nivel nacional, con un progreso de 77% en provincia de Santa Fe, 66% en Buenos Aires y Córdoba, pero significativos retrasos en La Pampa (51%), San Luis (33%), Santiago del Estero (22%), Chaco (2%) y Salta (0%). Nuevamente, a nivel agregado, la evolución de la cosecha en la campaña en curso es superior a la de la campaña anterior (10 puntos porcentuales).

Evolución Cosecha de Soja 2016/17



Evolución Cosecha de Maíz 2016/17



* NOA y NEA con habitual retraso bajan promedio nacional. Considerable retraso en La Pampa y San Luis durante 16/17.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MINAGRO.

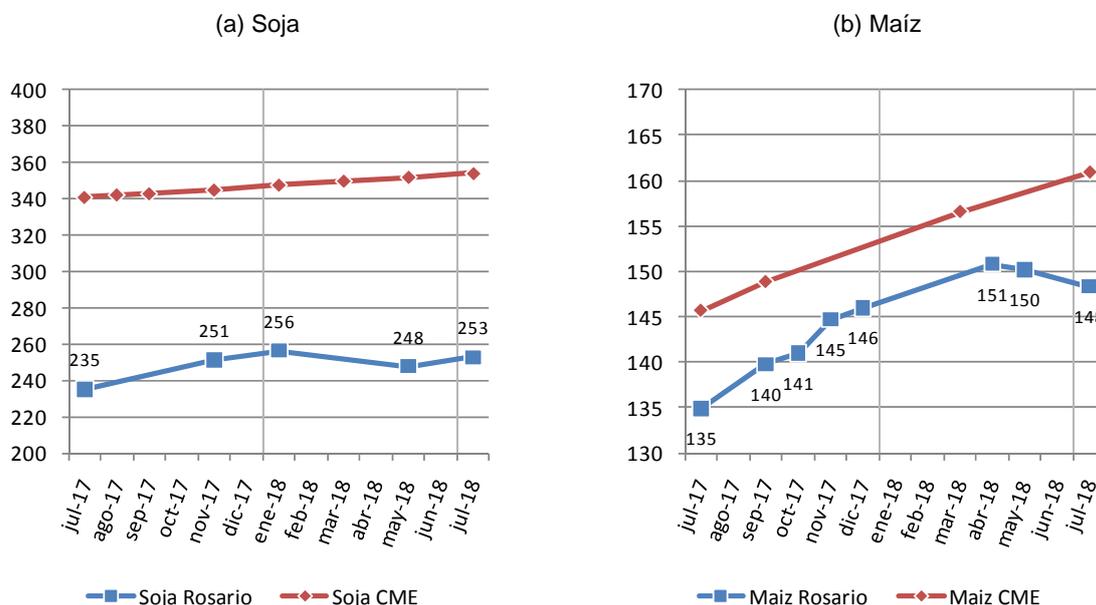
Si bien puede haber situaciones puntuales de producción que está cosechada pero que no puede ser movilizaba hacia sus destinos comerciales por restricciones asociadas a la infraestructura vial (camino intransitables por inundación y/o con fuerte riesgo de deterioro), el ritmo cansino de la comercialización no parecería encontrar explicación en una cosecha demorada.

Precios futuros

En materia de cotizaciones, el precio futuro julio 2017 de la soja se ubica en US\$ 238 la tonelada en el mercado doméstico (MATBA, entrega Rosario), un 4,2% por encima de la posición del mes actual (US\$ 228). Hacia finales de año las posiciones domésticas exhiben primas interesantes respecto al precio actual (Nov'17 y Ene'18, +8,6% y +10,8% respectivamente).

En lo que respecta a maíz, el mercado doméstico (MATBA, entrega Rosario) ofrece para Julio'17 un valor cercano a US\$ 135 por tonelada. Con el avance del semestre, se esperan mejores precios para el mercado doméstico, superando los US\$ 140 desde septiembre (+4%) y los US\$ 145 desde noviembre (+7%).

Precios Futuros Esperados* para Soja y Maíz (MATBA y Chicago). En US\$ por Tonelada.



* Cotizaciones al 21/06/17.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Bolsa de Cereales de Bs.As., MATBA y CME.

Sintetizando, de los valores anteriores surge que demorar la comercialización de la soja tiene un premio de entre US\$10-US\$20 por tonelada en operaciones con entrega a fines del año (entre +4% y +9% del valor actual). Este premio puede ser atractivo o no dependiendo de la situación de cada productor / establecimiento, de los costos que le signifique mantener la soja guardada y del riesgo que esté dispuesto a asumir (deterioro de la mercadería y/o riesgo comercial en caso que no se opere en el mercado de futuros).

Baja de tasas y regreso del crédito en dólares

La posibilidad de acceder a financiamiento en dólares a tasas convenientes puede demorar la comercialización si no hay urgencias económicas y existe cierta expectativa respecto del logro de mejores condiciones económicas a futuro.

Por un lado, se tiene que en época de cosecha la demanda de servicios de transporte se incrementa en forma importante y pueden surgir restricciones en el acceso y la disponibilidad del servicio, que justifiquen la espera hasta una situación de mercado más relajada. Lo anterior puede demorar demoras de comercialización incluso suponiendo tarifas de transporte

constantes, subas estacionales en el costo del servicio (o menores “descuentos”) reforzarían la decisión.

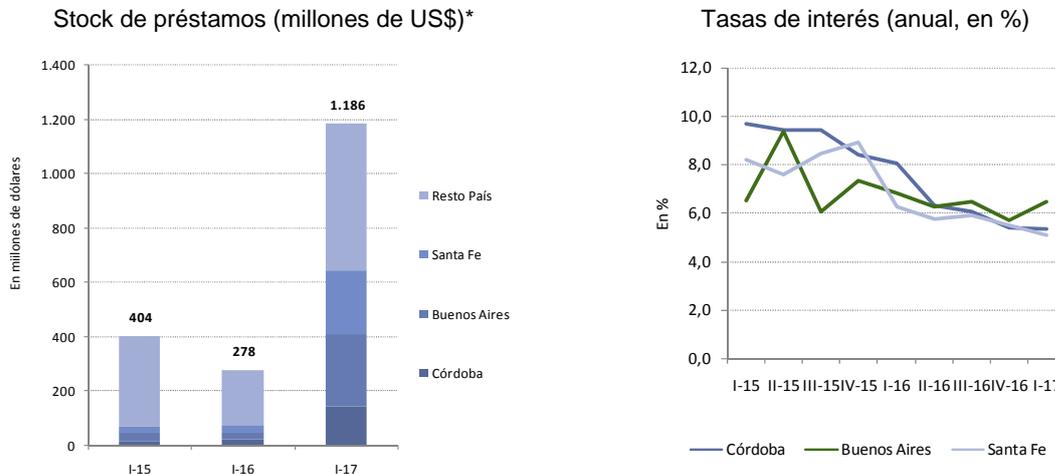
Por otro lado, las expectativas de los productores respecto de los precios futuros también pesan en la decisión de comercializar vs esperar. Para demorar una venta puede alcanzarse con que exista alguna probabilidad de que los precios terminen siendo mayores a los actuales en los próximos meses.

El beneficio esperado de la decisión de demorar la comercialización es el logro de un diferencial de precios. Este diferencial, bien medido, debería ser una suma positiva en términos reales (considerando la inflación esperada para los próximos meses). Surgiría en el caso en que los granos se revaloricen en pesos a una tasa superior a la inflación, lo que podría suceder si se incrementan los precios en dólares y/o el tipo de cambio sube más que la inflación. Con precios en dólares estables, todo pasa a depender del tipo de cambio vis a vis la inflación, si se retrasa o adelanta el tipo de cambio. Con precios en dólares con perspectiva de suba (caso actual, donde el premio puede ser de entre 15 y 20 dólares a fin de año), hasta cierto retraso del tipo de cambio podría ser absorbido. El peor escenario en la decisión de “esperar” sería aquel donde se conjugan precios en dólares en baja y retraso del tipo de cambio.

La decisión de esperar tiene a su vez costos; están aquellos vinculados al almacenaje y al costo de oportunidad de tener capital propio inmovilizado. En el caso de apalancar la inversión con deuda, está el costo de ese financiamiento externo.

Las estadísticas muestran un fuerte incremento en el endeudamiento en dólares del sector agrícola en el último año. De un stock de US\$ 278 millones al cierre del primer trimestre 2016 se pasó a un stock de US\$ 1.186 millones al mismo momento pero del 2017. La liberación del mercado cambiario y la baja de tasas de créditos en dólares han promovido el cambio en la moneda de los pasivos. Esta decisión elimina riesgo cambiario de una actividad cuyos activos están dolarizados. Quizás también influya la experiencia reciente del atraso cambiario del último año, que significó convalidar tasas efectivas en dólares muy altas para el financiamiento tomado en pesos.

Créditos bancarios en dólares a la actividad agrícola



*Al cierre del primer trimestre de cada año. Se consideran los créditos destinados a cultivos agrícolas y servicios agrícolas según clasificación del crédito por actividades del BCRA.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del BCRA.

La posibilidad de volver a acceder a financiamiento en dólares a tasas razonables puede estar facilitando la demora en la comercialización de la soja. Si en la percepción de los productores el costo del financiamiento en dólares es menor a la rentabilidad esperada de demorar la venta, el endeudamiento apalanca positivamente la decisión, incrementando la rentabilidad esperada sobre el capital propio (también se incrementa el riesgo, en un escenario negativo la rentabilidad del capital propio sufre más en presencia de deuda).

En síntesis

La comercialización de la soja del ciclo 2016/2017 se encuentra muy demorada, tanto en términos absolutos (toneladas vendidas) como en relación a la producción del ciclo (% de la cosecha vendida), si se considera como referencia un patrón histórico de ventas de las últimas 8/10 campañas.

La mejor condición económica de las explotaciones, luego de dos campañas buenas para el "promedio" de las explotaciones (se excluyen los casos muy afectados por condiciones climáticas adversas), en particular de aquellos productores que operan en campo propio, es un elemento que explica probablemente parte de la demora en la comercialización.

Otro factor relevante es un premio de entre US\$ 10 y US\$ 20 dólares por tonelada en los mercados de futuros (MATBA) por mercadería cuya comercialización se demore hasta fines de año, comienzos del 2017.

Finalmente, el nuevo contexto financiero en el que operan actualmente los productores, que permite acceder a crédito en dólares a tasas considerablemente más bajas que en años anteriores, facilita apalancar la “demora”, financiar la decisión de espera en parte con fondos de terceros, en búsqueda de una mayor rentabilidad para el capital propio invertido (asumiendo mayor riesgo aquellos que no cierran completamente la operación).

En Foco 1

Se confirma que la reactivación de 2017 es más sustentable que la de 2013 y 2015

- De acuerdo al INDEC, el PIB creció 1,1% desestacionalizado entre el último trimestre de 2016 y el primero de este año, acumulando tres trimestres consecutivos en terreno positivo. Desde el piso de la recesión, el aumento es de 1,8%, un guarismo moderado si se compara con las recesiones anteriores
- Aun con esas características, se observa que la variable que tracciona este crecimiento es la Inversión, que anotó un crecimiento del 3% interanual, y no el Gasto Público (+1%) o el Consumo Privado (+0,9%) como en las otras experiencias
- La recuperación es bastante más generalizada de lo esperado. De un total de 16 sectores de la economía, 12 anotan guarismos positivos en términos interanuales, dato que compara con 7 sectores en el primer trimestre de 2013 y 11 en 2015

En el primer trimestre de 2017, el PBI creció en términos interanuales un 0,3%, mientras que al quitarle el componente estacional la suba fue de 1,1% respecto al cuarto trimestre de 2016 (dato que anualizado arroja 4,4%). El último dato reconfirma la salida de la recesión tras nueve meses consecutivos de crecimiento. Sin embargo, no hay que “cantar victoria” ya que en la reactivación del 2013, también acumulando nueve meses en terreno positivo (en la del 2015 se acumulaban seis), el PBI volvió a caer producto del fin de las elecciones. He aquí el desafío, crecer de forma sustentable en años no electorales, o volver a los up´s and down´s a los que estamos acostumbrados desde el 2011. La clave aquí es la variable que tracciona el crecimiento y, en ese sentido, parece estar surgiendo un cambio de paradigma.

Al analizar los primeros datos del 2017, por el lado de la demanda y de la oferta, en ambos se observan signos que afirmarían una recuperación más sólida y generalizada, aunque también más lenta. El primer trimestre del año electoral del 2017 no es ni el más fuerte ni el más débil en términos de crecimiento cuando se lo compara con las últimas dos recuperaciones.

Demanda Agregada

En particular, el Gasto Público dejó de ser el motor de la economía en el primer trimestre de 2017, anotando +1% interanual, que compara con +5,1% y +4,3% en las recuperaciones del 2013 y 2015. La variable que parece traccionar este crecimiento es la Inversión (+3%),

conducido por un aumento de 20,5% en Equipos de Transporte, 1,9% para las Construcciones y 1,1% en otras Maquinarias y Equipos.

Con respecto al resto de los componentes, el Consumo Privado es débil, pero por lo menos crece 0,9% interanual, a diferencia de la caída de 2,6% en 2015. Por último, el sector externo juega un rol contractivo, aunque es esperable dentro de una reactivación de estas características, dado que la inversión es intensiva en importaciones. En particular, las Exportaciones cayeron 1,8% interanual, mientras que las Importaciones subieron 4,3%.

El PBI en años de reactivación - Demanda Agregada

Variaciones interanuales	I 2013	I 2015	I 2017
PBI	0,7%	0,0%	0,3%
Importaciones	0,4%	-7,2%	4,3%
Consumo privado	2,5%	-2,6%	0,9%
Gasto público	5,1%	4,3%	1,0%
Exportaciones	-9,7%	-0,3%	-1,8%
Inversion	-0,8%	-2,9%	3,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Oferta Agregada

En este análisis se observa que la recuperación es bastante más generalizada de lo esperado. De un total de 16 sectores de la economía, 12 anotan guarismos positivos en términos interanuales: esto es bueno tanto si se lo compara contra el cuarto trimestre de 2016, donde solo 6 sectores de 16 se expandían, como también al compararlo con las últimas dos recuperaciones: en el primer trimestre de 2013 crecían 7 sectores, mientras que en el 2015 eran 11. En este sentido, es la reactivación más general y diseminada, pese a los sectores de la Industria manufacturera y Minas y canteras.

Entre los sectores de mayor crecimiento se encuentra el de la Pesca (+31,1% interanual), aunque esto es producto de la comparación respecto de 2016, donde recién la economía estaba saliendo del cepo: antes los costos de la pesca estaban vinculados al dólar blue, mientras que la facturación al dólar oficial. Los que le siguen son el de Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura (+4,3%); Transporte y Comunicaciones (+3,7%), sector muy vinculado a las inversiones; Actividades Inmobiliarias (+2,7%), también por el efecto de la salida del cepo cambiario; y Construcción (+1,9%), a diferencia de las otras recuperaciones donde caía dicho sector.

Por último, se confirma también desde este enfoque que el gasto público no busca protagonismo: el sector Administración Pública no tracciona en 2017, a diferencia de 2013 y 2015.

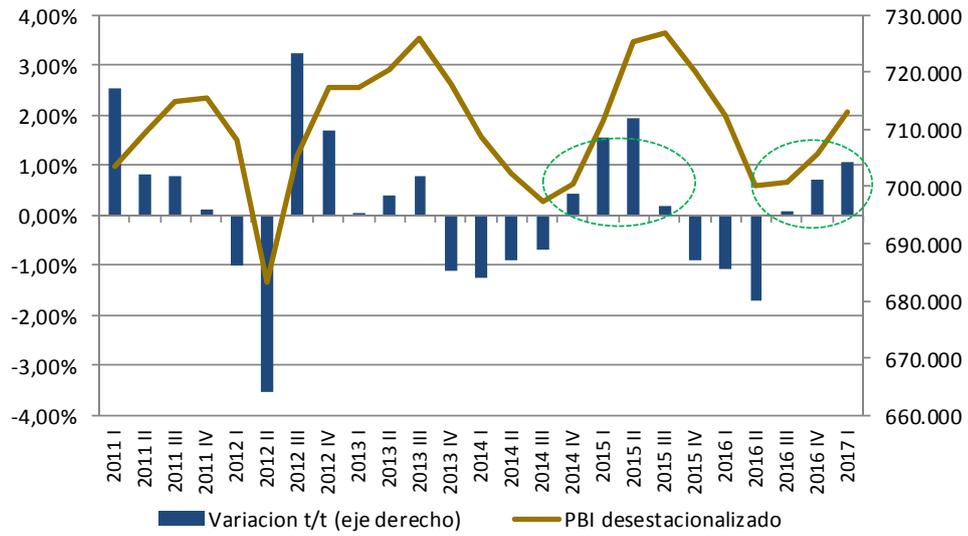
El PBI en años de reactivación - Oferta Agregada

Variaciones interanuales	I 2013	I 2015	I 2017
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	5,2%	2,9%	4,3%
Pesca	-0,3%	-7,0%	31,1%
Explotación de minas y canteras	-5,0%	2,9%	-5,4%
Industria manufacturera	-2,2%	-2,4%	-2,2%
Electricidad, gas y agua	-3,7%	6,4%	0,7%
Construcción	-2,4%	-1,0%	1,9%
Comercio mayorista, minorista y reparaciones	1,4%	-2,0%	-0,9%
Hoteles y restaurantes	-0,6%	2,6%	0,5%
Transporte y comunicaciones	0,1%	1,5%	3,7%
Intermediación financiera	4,2%	-4,2%	2,4%
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	-0,6%	1,7%	2,7%
Administración pública y defensa; planes de seg. social	2,5%	3,4%	0,7%
Enseñanza	3,0%	2,8%	1,7%
Servicios sociales y de salud	2,9%	2,6%	2,1%
Otras actividades de servicios comunitarias, soc. y personales	-2,2%	0,3%	1,4%
Hogares privados con servicio doméstico	-0,1%	4,5%	-0,7%
Rubros positivos	7	11	12
Rubros negativos	9	5	4

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Las recesión de 2016 fue, en términos de profundidad, muy similar a la de 2014 (-2,2% y -2,5% respectivamente). Al comparar sus respectivas recuperaciones, se puede observar en el gráfico adjunto que en el 2015 hubo cuatro trimestres de fuerte recuperación, acumulando 4,2% de crecimiento, mientras que hasta el primer trimestre de 2017 se acumulan tres trimestres positivos que suman 1,8%. De esta manera, uno podría decir que efectivamente esta recuperación es más lenta. Sin embargo, la forma en la cual se compone este crecimiento da cuenta de un proceso más sólido de crecimiento que el observado, por ejemplo, en 2015.

Argentina: dime si este año es electoral y te diré que nivel de actividad habrás de tener



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Foco 2

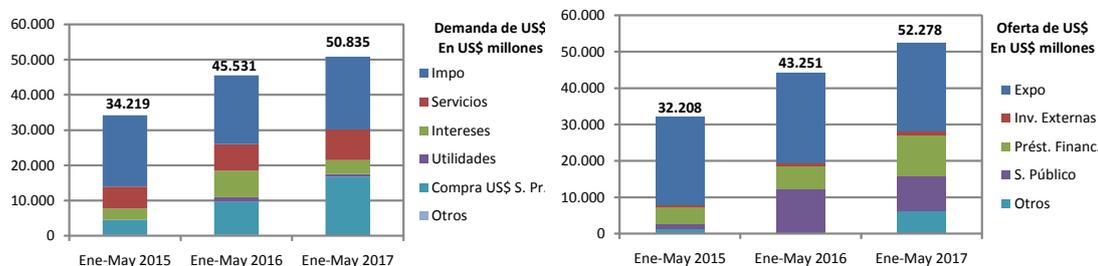
El mercado cambiario se hace más profundo, con un volumen de operaciones que alcanza a 103 mil millones de dólares (entre oferta y demanda) para enero-mayo de este año

- El volumen de operaciones cambiarias fue de 66,4 mil millones de dólares para igual periodo de 2015 (durante la vigencia del cepo)
- En lo que va del segundo trimestre, la cuenta mercancías del balance cambiario (BCRA) arroja un saldo positivo de 1,6 mil millones de dólares, insuficiente para compensar los saldos negativos de servicios (1,5 mil millones) y rentas (2,5 mil millones)
- Así, el déficit de cuenta corriente del bimestre abril-mayo de este año alcanzó a 1,9 mil millones de dólares. La Inversión Extranjera Directa representa el 19,3% del déficit de cuenta corriente (acumulado 4 meses)

Con los datos de mayo del Balance Cambiario del BCRA, podemos analizar la evolución del mercado de divisas antes y después del cepo cambiario. Así, en enero/mayo de 2015, la demanda de dólares acumulaba 34,2 mil millones y superaba la oferta disponible (32,2 mil millones) en 2 mil millones, producto del control de cambios. Una vez levantado el cepo y con el cambio de gobierno, en 2016 la oferta de divisas se incrementó un 34% interanual hasta alcanzar los 43,3 mil millones de dólares, compensada por un aumento similar de la demanda de 33,1%, algo lógico en los primeros meses luego de la unificación cambiaria. Esos datos para 2017 muestran que la oferta de dólares se incrementa hasta 52,3 mil millones; 21% más que en 2016 y 62% más que en 2015. Esto compara con una demanda que creció 11,6% interanual hasta mayo, alcanzando los 50,8 mil millones de dólares (48,6% más que en 2015). De los datos surge que el volumen de mercado cambiario pasó de 66,4 mil millones de dólares a 103,1 mil millones de 2015 a 2017 aumentando la ponderación de los movimientos financieros en relación a los movimientos de comercio exterior.

Oferta y Demanda de dólares

En millones de US\$



*Se excluyen operaciones de canje en la Demanda de US\$

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Focalizando el bimestre abril-mayo, se tiene que el déficit de cuenta corriente crece a 2.276 millones de dólares, dato que contrasta con un rojo de 6.867 millones en igual período de 2016 y de 59 millones en 2015. Al mismo tiempo, la cuenta capital y financiera arrojó un flujo negativo de 2.330 millones de dólares (+7,6 mil millones entre abril y mayo del año pasado), lo que genera una caída de reservas de US\$ 4,6 mil millones.

En lo que va del segundo trimestre, el subítem rentas presentó flujo negativo US\$ 2.472 millones (-7.172 millones en igual período del año pasado y 1.248 millones en 2015) producto principalmente de pagos netos de intereses. Por su parte, el saldo de la cuenta servicios (incluye turismo), presenta una salida de 1.463 millones de dólares entre abril y mayo, mientras que en igual período de 2016 esta fue de 1.852 millones y de 1.054 millones en 2015. El saldo positivo de la cuenta mercancías sigue siendo insuficiente para compensar la salida de divisas de los otros dos subítems, ya que sumó un total de 1.594 millones de dólares en el segundo trimestre, mientras que en igual período del año pasado, este guarismo había sido de 2.102 millones y de 2.235 millones en 2015.

Cuenta Corriente Cambiaria, principales apartados

Millones de dólares	Abr-May 2015	Abr-May 2016	Abr-May 2017
Balance por Mercancías	2.235	2.102	1.594
Balance por Servicios	(1.054)	(1.852)	(1.463)
Rentas	(1.248)	(7.172)	(2.472)
Cuenta Corriente Cambiaria	(59)	(6.867)	(2.276)

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Para el caso de la Cuenta Capital, que hace meses viene compensando los déficits de cuenta corriente con flujos positivos, entre abril y mayo arrojó una salida neta de 2,3 mil millones de dólares (+7,6 mil millones en igual período el año anterior). En lo que va del segundo trimestre, se vio afectada por los egresos por pagos de LETES y cancelaciones de deuda con organismos internacionales (Club de Paris) por parte del Gobierno Nacional, que acumularon US\$ 2.084 millones. Junto con esto, el sector privado aportó un flujo positivo de 2,3 mil millones, asociada al otorgamiento de créditos y a retiros de depósitos locales en moneda extranjera del sector privado. Mientras, el financiamiento externo presenta ingresos netos por 1,7 mil millones de dólares, cuando en el bimestre abril-mayo del año pasado el flujo positivo había sido de sólo 1,6 mil millones y 1,1 mil millones en 2015. La formación de activos externos del SPNF, profundiza el rojo a US\$ 1,8 mil millones (-1,1 millones en igual período de 2016).

Cuenta Capital y Financiera + Variación de Reservas

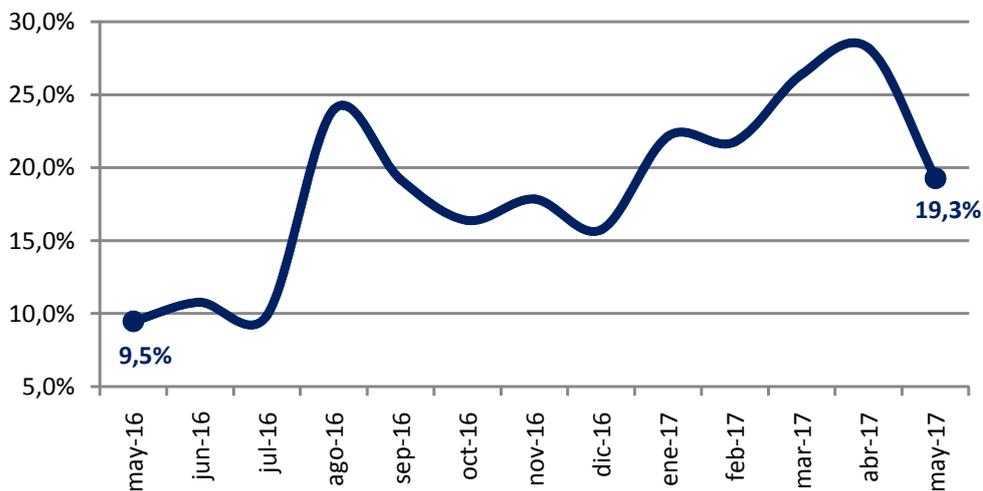
Millones de dólares	Abr-May 2015	Abr-May 2016	Abr-May 2017
Cuenta Capital y Financiera	1.786	7.694	(2.330)
Inversión directa de no residentes	180	373	299
Financiamiento externo	1.148	1.649	1.700
Atesoramiento	(868)	(1.067)	(1.831)
Operaciones del sector público	1.170	12.467	(2.084)
Otros movimientos netos	(135)	(3.233)	2.311
Variación de Reservas	1.727	826	(4.606)

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Respecto de la Inversión Extranjera Directa, cabe subrayar que más allá del monto registrado en el bimestre a mayo, de US\$ 299 millones (373 millones en igual período de 2016 y 180

millones en 2015), vale destacar que esa cifra cubre el 19,3% del déficit de Cuenta Corriente en el acumulado de 4 meses, cuando para igual período de 2016, ese ratio era de sólo 9,5%.

Participación de la IED en el déficit de Cuenta Corriente
Acumulado 4 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Como conclusión de todos esos movimientos, las reservas internacionales caen 4,6 mil millones de dólares entre abril y mayo, luego de crecer 826 millones en el mismo período del año anterior.

Balance Cambiario

Millones de dólares	Abr-May 2015	Abr-May 2016	Abr-May 2017
Cuenta Corriente cambiaria	(59)	(6.867)	(2.276)
Cuenta Capital y Financiera cambiaria	1.786	7.694	(2.330)
C. Corriente + C. Capital y Financiera	1.727	826	(4.606)
Variación de Reservas	1.727	826	(4.606)

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En Foco 3

El dato regional de la semana: Aumentó 5,3% interanual el ingreso al país de turistas no residentes (primer cuatrimestre de 2017)

- El mayor flujo de turistas no residentes se apuntó en Buenos Aires (15,2% interanual) y Córdoba 10,1%, aunque son regiones de poca ponderación en este segmento. Hacia la Patagonia el incremento fue de 2,8% y ese guarismo fue de 6,9% para la ciudad de Buenos Aires
- En el primer cuatrimestre el movimiento turístico general, que incluye residentes y no residentes, se incrementó un 12,5% interanual de acuerdo al INDEC, totalizando 7,5 millones de personas
- Considerando el flujo por Ezeiza y Aeroparque, el ingreso de turistas no residentes se incrementó un 2,8% interanual, explicado por variaciones positivas desde Brasil y Chile, pero con signo negativo para las originadas en EE.UU., resto de América, Europa y resto del mundo

Durante el primer cuatrimestre del año, fueron 7.500.173 las personas, residentes (6.048.172) y no residentes (1.542.001), las que se movilizaron en el país en función turística, un 12,9% más que en el primer cuatrimestre del año 2016, de acuerdo a los datos relevados por la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH) de INDEC. Diferenciando entre turistas residentes y no residentes, los primeros aumentaron un 14,9% mientras que los segundos lo hicieron un 5,3%.

Entre las regiones que mostraron la mayor variación interanual en el total de viajeros recibidos fueron **Litoral** (+27,8%), la provincia de **Buenos Aires** (+17,8%) y la provincia de **Córdoba** (+14,9%). La región **Patagónica, Cuyo** y la **Ciudad Autónoma de Buenos Aires – CABA**, mostraron un buen desempeño, con variaciones interanuales del 9,9%, 7,6% y 6,7%, respectivamente, en el total de turismo receptivo. Por otro lado, el **Norte** argentino fue la región que mostró la menor suba interanual (+2,6%).

Al observar sólo el turismo receptivo no residente (turistas extranjeros), la región Norte muestra una baja interanual equivalente al 7,3%. Buenos Aires (+15,2%), el Litoral (+10,9%) y Córdoba (+10,1%), siguen siendo las regiones más destacadas, mientras que la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (+6,9%), la región de Cuyo (+2,9%) y la región

Patagónica (+2,8%), también aumentaron pero en menor magnitud. En suma, el total de turistas no residentes aumentó, a nivel nacional, un 5,3%.

Turismo receptivo no residente, por regiones del país. Primer cuatrimestre 2017

Total del período y variación Interanual

Total	1.452.001	5,3%
Buenos Aires	8.753	15,2%
Córdoba	27.528	10,1%
Cuyo	105.739	2,9%
Norte	94.179	-7,3%
Litoral	154.814	10,9%
Patagonia	355.769	2,8%
Cuidad de Buenos Aires	705.219	6,9%

Fuente: IERAL en base a Encuesta de Ocupación Hotelera de INDEC

Por otro lado, en el caso del turismo internacional, contabilizando sólo los movimientos del Aeropuerto Internacional de Ezeiza y Aeroparque Jorge Newbery, los principales países de origen para el primer cuatrimestre del corriente año, fueron Brasil y Chile con subas interanuales del 25,52% y 5,33%, respectivamente. En el resto de los orígenes considerados disminuyó el interés por visitar nuestro país, mostrando todos ellos variaciones interanuales negativas.

Turismo internacional receptivo y emisorio, por destino. Primer cuatrimestre 2017

Total del período y variación Interanual

Total Turismo Receptivo	789.500	2,83%
Brasil	151.500	25,52%
Chile	69.200	5,33%
Uruguay	15.800	0,00%
Estados Unidos y Canadá	114.400	-0,78%
Resto de América	111.300	-27,16%
Europa	220.900	-4,70%
Resto del mundo	62.800	-4,41%
Total Turismo Emisorio	1.320.100	13,17%
SALDO DE TURISTAS	-530.600	

Fuente: IERAL en base a Encuesta de Turismo Internacional de INDEC

En suma, el total de turismo internacional que ingresó al país por Ezeiza y Aeroparque aumentó un 2,83% interanual en el primer cuatrimestre del año, frente a una suba del 13,17% del turismo emisorio, lo que da como resultado, un saldo de turistas negativo (-530.600 personas, un 33,1% mayor al del primer cuatrimestre del año 2016).

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2017 I	677.345,6	1,1%	0,3%	0,3%
PIB en US\$ (\$ mm)	2017 I	553.031,4	-1,4%	18,1%	18,1%
EMAE	mar-17	149,6	1,9%	0,8%	0,1%
IGA-OJF (1993=100)	abr-17	176,9	0,3%	3,3%	0,6%
EMI (2012=100)	abr-17	92,3	-0,8%	-2,3%	-2,4%
IPI-OJF (1993=100)	abr-17	171,3	0,0%	2,0%	-1,8%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	may-17	77.445,0	23,6%	27,2%	31,2%
Recaudación IVA (\$ mm)	may-17	59.734,9	-0,6%	30,5%	25,6%
ISAC	abr-17	168,8	-14,0%	10,5%	3,8%
Importación Bienes de Capital (volumen)	abr-17	-	-	15,0%	11,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2017 I	129.173,3	1,7%	3,0%	3,0%
		2017 I	2016 IV	2016 III	2016 II
IBIF como % del PIB		19,1%	19,2%	19,8%	18,6%

* 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)	2015 III	12.049	1,1%	1,3%	0,8%
PEA (% de la población total)	2015 III	44,8%	0,30 pp	0,10 pp	-0,20 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 III	5,9%	-0,70 pp	-1,60 pp	-0,83 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 III	42,2%	0,70 pp	0,90 pp	0,20 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 III	33,1%	0,00 pp	-0,50 pp	-0,47 pp
Recaudación de la Seguridad Social	may-17	54.635	-1,62%	27,8%	34,3%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2016 III	98,2	-1,2%	-18,7%	-19,5%
Brasil	2015 IV	98,7	18,5%	-30,1%	-30,1%
México	2016 III	101,5	-5,0%	-6,6%	-8,3%
Estados Unidos	2016 III	99,8	0,9%	4,8%	4,2%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	may-17	206.055,4	9,6%	21,0%	30,9%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	abr-17	49.534,7	5,3%	37,0%	30,8%
Gasto (\$ mm)	abr-17	208.568,7	6,4%	61,6%	40,8%
		abr-17	Acum 16	abr-16	Acum 15
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-49.011,9	-484.817,3	-17.074,9	-277.277,7
Pago de Intereses (\$ mm)		58.226,7	834.117,7	41.570,4	277.363,8
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		394,8	11.965,6	157,1	86.350,3
ANSES (\$ mm) *		1.895,0	10.197,1	212,1	54.004,6
		oct-16	ene-oct 16	oct-15	ene-oct 15
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	44.280,0	0,0	40.900,0
		2017 I	2016 IV	2016 III	2016 II
Recaudación Tributaria (% PIB) **		26,7%	28,4%	24,9%	24,0%
Gasto (% PIB) **		24,1%	29,1%	24,3%	21,9%

* 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)	may-17	129,2	1,3%	24,0%	s/d
Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 = 100)	may-17	426,6	1,8%	25,4%	32,4%
Inflación (San Luis, 2003=100)	abr-17	1467,8	2,4%	25,4%	35,3%
Salarios (abril 2012=100) *	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%
TCR Bilateral (1997=1)	mar-17	1,2	-2,3%	-18,0%	-15,9%
TCR Multilateral (1997=1)	mar-17	1,0	-2,3%	-15,4%	-11,3%
		21-jun-17	may-17	jun-16	31-dic-16
TCN Oficial (\$/US\$)		16,47	16,00	14,36	16,17
TCN Brecha		1,4%	0,7%	1,1%	4,3%
TCN Real (R\$/US\$)		3,34	3,20	3,43	3,29
TCN Euro (US\$/€)		1,11	1,10	1,12	1,04

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	15-jun-17	793.491,0	2,0%	28,7%	36,2%
Depósitos (\$ mm)	15-jun-17	2.073.265,9	-0,8%	39,0%	45,7%
Sector Público No Financiero	15-jun-17	519.869,2	-7,4%	35,0%	60,4%
Sector Privado No Financiero	15-jun-17	1.543.339,7	1,8%	40,1%	40,0%
Créditos (\$ mm)	15-jun-17	1.273.200,3	4,1%	32,3%	30,2%
Sector Público No Financiero	15-jun-17	32.992,0	-3,8%	-46,6%	-41,2%
Sector Privado No Financiero	15-jun-17	1.211.489,5	4,5%	37,3%	34,7%
	Fecha	Dato	may-17	31-dic-15	jun-16
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	15-jun-17	44.632,0	47.722,2	25.563,0	31.375,2
Ratio de cobertura de las reservas	15-jun-17	89,6%	95,5%	53,3%	71,7%
Tasa de interés Badlar PF	19-jun-17	19,6%	19,7%	27,3%	28,9%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	31-may-17	36,9%	36,1%	41,6%	42,8%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-may-17	28,5%	29,9%	39,2%	37,8%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	21-jun-17	342	325	410	390
EMBI+ Argentina	21-jun-17	431	412	438	521
EMBI+ Brasil	21-jun-17	302	270	523	382
Tasa LIBOR	21-jun-17	1,22%	1,01%	0,42%	0,45%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	20-jun-17	1,16%	0,91%	0,20%	0,38%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	20-jun-17	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%
SELIC (Brasil)	21-jun-17	10,15%	11,10%	14,15%	14,15%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	21-jun-17	20.614,4	2,35%	70,48%	61,66%
Índice Bovespa	22-jun-17	61.168,0	-4,72%	35,25%	36,11%

* 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-17	4.825,0	6,6%	1,7%	1,7%
Primarios	abr-17	1.346,0	27,0%	0,0%	-5,0%
MOA	abr-17	1.919,0	-1,0%	4,6%	1,6%
MOI	abr-17	1.450,0	6,4%	5,3%	7,3%
Combustibles	abr-17	110,0	-33,3%	-40,9%	10,0%
Exportaciones (volumen)	abr-17	-	-	-3,9%	-3,9%
Importaciones (US\$ mm)	abr-17	4.964,0	-9,2%	13,6%	9,5%
Bienes Intermedios	abr-17	1.358,0	-14,2%	3,5%	1,4%
Bienes de Consumo	abr-17	638,0	-17,1%	12,1%	16,7%
Bienes de Capital	abr-17	1.108,0	-4,7%	25,5%	17,2%
Combustibles	abr-17	379,0	16,3%	85,8%	21,8%
Importaciones (volumen)	abr-17	-	-	5,4%	4,3%
Términos de Intercambio (2004=100)	2017 I	131,3	-2,9%	2,1%	2,1%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	may-17	138,8	0,3%	5,0%	11,7%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	may-17	93,0	2,4%	-2,0%	4,7%
Energía	may-17	64,3	-4,1%	13,6%	41,5%
Petróleo (US\$/baril)	may-17	48,5	-5,0%	3,8%	36,1%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2017 I	19.007,3	0,2%	1,9%	1,9%
Brasil	2017 I	2.029,0	1,0%	-0,4%	-0,4%
Unión Europea	2016 IV	16.534,5	0,6%	1,7%	1,9%
China	2017 I	10.497,6	1,3%	1,3%	3,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	mar-17	119,6	1,5%	5,6%	3,9%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	mar-17	119,9	0,3%	3,2%	2,9%

* 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	may-17	36.230,0	12,8%	26,9%	31,7%
Región Pampeana	may-17	16.612,0	12,0%	26,3%	32,4%
NOA	may-17	6.580,0	22,1%	32,5%	33,6%
NEA	may-17	6.218,0	11,2%	20,2%	22,6%
Cuyo	may-17	5.421,0	20,5%	42,2%	37,2%
Región Patagónica	may-17	6.384,0	12,9%	22,0%	25,0%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2016 IV	1.191,4	4,2%	-0,9%	-8,7%
Región Pampeana	2016 IV	656,0	-5,8%	-8,0%	-10,8%
NOA	2016 IV	249,2	-6,2%	-10,5%	-11,8%
NEA	2016 IV	259,9	-9,9%	-8,0%	-11,0%
Cuyo	2016 IV	293,5	-0,9%	-7,1%	-14,4%
Región Patagónica	2016 IV	223,5	14,1%	-14,9%	-15,3%