

INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD DEL SALVADOR

Nº 154 AÑO 15

13 DE SEPTIEMBRE DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Eliana Scialabba

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO

1

PANORAMA DE ARGENTINA

▪ EL MEJOR TRIMESTRE DEL AÑO

2

▪ DEMANDA AGREGADA: TODAVÍA ALGO LENTA

4

PANORAMA INTERNACIONAL

▪ LA TORMENTA PERFECTA PARA EL DÓLAR

8

▪ PRECIOS DE COMMODITIES

14

INDICADORES

18

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-811-5327
+5411-811-6052
+5411-811-7441
<http://fceye.usal.edu.ar>

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del Instituto de Investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador.

Las opiniones aquí expresadas no representan bajo ningún concepto una posición u opinión de la Facultad o de la Universidad y corresponden exclusivamente a sus autores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador. Se permite la mención de los artículos citando la fuente.

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- **Dólar estabilizado.** El tipo de cambio mayorista cerró hoy a \$17,38 vendedor, el nivel más bajo desde el 15 de agosto pasado. La tendencia es levemente bajista, frente a la firme demanda de las Letras del BCRA (LEBAC).

LO IMPORTANTE

- **Se consolida la reactivación.** La reactivación económica se está afirmando y extendiendo a cada vez más actividades. Esta dinámica juega inequívocamente a favor de las aspiraciones del oficialismo para las elecciones legislativas del próximo 22 de octubre.

LO QUE HAY QUE SABER

- **Perspectivas económicas positivas.** El 3er trimestre de 2017 cierra con un escenario de reactivación económica con inflación estabilizada y expectativas optimistas. Su consolidación dependerá de las decisiones del Gobierno con relación a las tarifas públicas, el costo del transporte, y la evolución de la política fiscal hasta fin de año.
- **Demanda rezagada, pero con mejores expectativas.** Los indicadores de actividad económica muestran un mayor crecimiento que las ventas minoristas. Sin embargo, la mejora en las expectativas de los consumidores estaría anticipando un incremento sostenido del consumo. Esto permitiría consolidar la transición hacia un esperado sendero de crecimiento permanente para el año próximo.
- **El dólar sigue débil a nivel mundial.** Diversos eventos económicos, geopolíticos y climáticos han confluído para acelerar la depreciación del dólar contra las principales monedas del mundo. En la Unión Europea, en cambio, la mejora de la economía lleva al BCE a plantear la reducción de los estímulos monetarios, impulsando el fortalecimiento del Euro.
- **Los precios de los commodities muy volátiles.** Las perspectivas son bajistas para el trigo y la soja, y alcistas para el maíz. El precio del petróleo también tiene riesgo de baja, mientras que los precios de los metales pueden subir si no se desacelera la economía china y si recrudecen las hostilidades entre Corea del Norte y Estados Unidos.

LO QUE VIENE

- **Elecciones legislativas en octubre.** El 22 de octubre se celebrarán las elecciones legislativas que definirán la composición del Congreso Nacional hasta diciembre de 2019.
- **Proyecto de reforma tributaria.** Se espera que luego de los comicios de octubre el Poder Ejecutivo envíe al Congreso Nacional el proyecto de reforma tributaria a ser debatido en 2018.
- **Ley de Presupuesto 2018.** Este viernes el Poder Ejecutivo presentará al Congreso Nacional el proyecto de ley de Presupuesto para el próximo año.
- **Tasa de Fondos Federales.** El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal se reunirá el 20 y el 21 de este mes. No se esperan cambios en la tasa de Fondos Federales. Los analistas de Wall Street esperan que se concreten recién en la reunión de diciembre, y sólo si se consolidan las expectativas de mayor inflación.
- **Corea del Norte.** El gobierno de este país ha amenazado al de Estados Unidos luego de que el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas dispusiera la prohibición de exportaciones de petróleo, gas y productos textiles a Corea del Norte. La sanción fue aplicada diez días después de que el régimen de Pyongyang detonara una bomba de hidrógeno.

PANORAMA DE ARGENTINA

EL MEJOR TRIMESTRE DEL AÑO

Héctor Rubini

El 3er trimestre de 2017 cierra con un escenario de reactivación económica con inflación estabilizada y expectativas optimistas. Su consolidación dependerá de las decisiones del Gobierno con relación a las tarifas públicas, el costo del transporte, y la futura evolución de la política fiscal.

a. Elecciones legislativas: buenas perspectivas para Cambiemos

La evolución de la economía y de las encuestas de opinión permiten al Gobierno llegar a las próximas elecciones legislativas con una alta cuota de tranquilidad. El único factor de perturbación, que ha emergido sorpresivamente en el último mes y medio es el de la desaparición del joven Santiago Maldonado en la provincia de Chubut. El caso ha despertado acusaciones cruzadas entre oposición y Gobierno, y motivado protestas, incluyendo una reciente marcha en la ciudad de Buenos Aires que terminó con hechos de violencia y daños a inmuebles públicos y privados.

El no esclarecimiento de este caso indujo al frente kirchnerista Unidad Ciudadana a focalizar sus críticas al gobierno. Ya no es la economía el eje de potencial debate, dado que los indicadores económicos muestran una mejora que empieza a perfilarse como permanente, y no transitoria. En este contexto, la agresividad de las manifestaciones y gestos del kirchnerismo es inefectiva y expone a dicha fuerza política al riesgo de perder votos respecto de las primarias de agosto pasado. Si bien el caso Maldonado podría complicar al oficialismo, el uso político del kirchnerismo de temas relacionados con los derechos humanos genera cada vez más rechazo.

La economía, a su vez, muestra signos de recuperación cada vez más firmes. Si bien algunos funcionarios ya empiezan a calificar el actual escenario de crecimiento económico, sería necesario observar por al menos seis meses indicadores análogos o aún mejores que los que se observan en este trimestre.

El siguiente cuadro muestra que los indicadores de la economía real están en una etapa de firme recuperación, aunque algunos indicadores como las ventas en shoppings y supermercados a precios corrientes crecen menos que la inflación, de modo que en términos reales la demanda interna todavía muestra una reacción algo lenta.

CUADRO 1. INDICADORES DE ACTIVIDAD

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Demanda interna	Ventas en shoppings	INDEC	Ene-jun. 2017	Var. % interanual a p. corrientes	12,8%	26,8%	
	Ventas en supermercados		Ene-jun. 2017	Var. % interanual a p. corrientes	20,2%	26,7%	
	Patentamiento autos 0 km.	ACARA	Ene-julio 2017	Var. % interanual	32,2%	33,4%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Junio 2017	Var % mensual (sin estacionalidad)	0,3%	0,7%	
				Var. % interanual (sin estacionalidad)	4,0%	3,4%	
				Var % ene-jun '17 vs. ene-jun '16	1,6%	1,1%	
	PBI	INDEC	I Trim. 2017	Var % ene-mar '17 vs. ene-mar '16	0,3%	-1,9%	
Actividad industrial	Estimador Mensual de Actividad Industrial	INDEC	Julio 2017	Var. % interanual	5,9%	6,6%	
				Var % ene-jul '17 vs. ene-jul '16	0,8%	0,0%	
	Uso capacidad instalada		Julio 2017	% uso capacidad instalada	65,1%	67,1%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Julio 2017	Var. % interanual	20,3%	17,0%	
				Var % ene-jul '17 vs. ene-jul '16	8,9%	7,1%	
	Puestos de trabajo Construcción (sector privado)		Junio 2017	Var % mensual	1,4%	2,0%	
				Var. % interanual	9,9%	7,8%	

Fuente. Elaboración propia en base a datos de INDEC y ACARA.

El buen desempeño de los indicadores de actividad se refleja también en los de recaudación tributaria. La tasa de inflación, a su vez, muestra signos de paulatina desaceleración. Sin embargo, esta baja gradual de la inflación -aunque sin converger a la meta del Banco Central de la República Argentina (BCRA)- **puede verse interrumpida en el próximo trimestre en caso de un fuerte ajuste alcista de las tarifas públicas y del costo del transporte de pasajeros.**

CUADRO 2. INFLACIÓN Y RECAUDACIÓN TRIBUTARIA

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Precios	IPC C.A.B.A.	Dirección General de Estadística y Censos GCBA	Agosto 2017	Var % mensual	1,6%	1,8%	●
				Var% mensual anualizada	21,0%	23,9%	
	IPC G.B.A.	INDEC	Agosto 2017	Var % mensual	1,5%	1,7%	●
				Var% mensual anualizada	19,6%	22,4%	
	IPC Nacional	INDEC	Julio 2017	Var % mensual	1,4%	1,7%	●
				Var% mensual anualizada	18,2%	22,4%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Agosto 2017	Var % mensual	5,9%	4,7%	●
				Var. interanual	37,5%	35,2%	
				Var % ene-ago '17 vs. ene-ago '16	34,1%	33,5%	
	Sistema Seguridad Social	AFIP	Agosto 2017	Var % mensual	-21,6%	35,5%	●
				Var. interanual	29,9%	28,9%	
				Var % ene-ago '17 vs. ene-ago '16	31,2%	32,4%	
	Créditos y Débitos en Cta. Cte.	AFIP	Agosto 2017	Var % mensual	-2,8%	5,4%	●
				Var. interanual	36,5%	26,1%	
				Var % ene-ago '17 vs. ene-ago '16	30,7%	29,9%	

Fuente. Elaboración propia en base a datos de INDEC, AFIP y la Dir. General de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

La emisión monetaria, a su vez, no muestra signos de desaceleración firme y permanente. Si bien la demanda de dinero y de crédito muestran signos de reacción positiva, en línea con la reactivación en curso, el crecimiento interanual del circulante y de la base monetaria sigue superando al de la inflación y al de las reservas internacionales:

CUADRO 3: INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Dato 1 año anterior	
Indicadores monetarios y cambiarios	Tipo de cambio	Banco Central de la República Argentina	Agosto 2017	Pesos por dólar a fin de mes	17,37	14,90	●
				Var. % interanual	16,6%	60,3%	
			Ene-agosto 2017	Pesos por dólar promedio	16,12	14,4875	●
				Var. % interanual	11,3%	62,4%	
	Reservas internacionales (brutas)		Agosto 2017	Nivel (US\$ M) a fin de mes	48.877	31.150	●
				Var. % mensual	4,0%	-4,2%	
	Circulante		Agosto 2017	Var. % interanual	56,9%	-7,3%	
				Nivel (\$ M) a fin de mes	651.196	485.991	●
				Var. % mensual	0,7%	0,6%	
	Base Monetaria		Agosto 2017	Var. % interanual	34,0%	-25,4%	
				Nivel (\$ M) a fin de mes	838.398	679.730	●
				Var. % mensual	0,7%	2,8%	
	Letras y Notas BCRA		Agosto 2017	Var. % interanual	23,3%	33,5%	
				Valor nominal (\$ M) a fin de mes	1.002.959	938.287	●
				Letras y Notas BCRA/Circulante	154,0%	193,1%	
				Letras y Notas BCRA/Base monet.	119,6%	138,0%	●
	Depósitos del sector privado		Ene-agosto 2017	Var. % mensual	6,9%	62,9%	
				Var. % interanual	60,3%	171,2%	
				Nivel (\$ M) promedio	1.546.706	1.101.541	●
	Préstamos al sector privado		Ene-agosto 2017	Var. % s/ prom. 8 meses previos	20,7%	25,0%	
				Var. % interanual	40,4%	40,6%	
Nivel (\$ M) promedio		1.164.999		844.649	●		
				Var. % s/ prom. 8 meses previos	25,9%	19,6%	
				Var. % interanual	37,9%	33,0%	

Fuente. Elaboración propia en base a datos del BCRA

Si bien el tipo de cambio vendedor tiende a estabilizarse por debajo de los \$17,50, no es claro que sea un nivel sostenible. Con el ritmo de emisión monetaria en curso, la inflación no tiende a desacelerarse hasta niveles anuales inferiores al 10%, y una depreciación rápida tendría impacto en precios. Pero, a su vez, la estabilidad nominal de la cotización del dólar con aumento persistente de los precios internos, significa un inequívoco atraso del tipo de cambio real. Como es de esperar, una de sus consecuencias es el deterioro del saldo de la balanza comercial.

CUADRO 4: INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	Julio 2017	Nivel (US\$ M)	5.241	5.134	●
				Var. % interanual	5,2%	2,6%	
				Agosto '16 - Julio '17 (US\$ M)	58.198	57.937	
				Var % ene-jul '17 vs. ene-jul '16	-14,5%	-17,7%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	6.039	5.898	●
				Var. % interanual	29,9%	16,4%	
				Agosto '16 - Julio '17 (US\$ M)	60.520	59.130	
				Var % ene-jul '17 vs. ene-jul '16	-3,5%	-8,8%	
	Saldo balanza comercial			Enero-julio 2017 (US\$ M)	-2.629	-1.865	●
12 meses hasta julio 2017 (US\$ M)		-7.035	-7.558				

Fuente. Elaboración propia en base a datos de INDEC

Las importaciones muestran signos de desaceleración, pero a menor velocidad que las exportaciones. Por consiguiente, está más que descontado que 2017 cerrará con déficit de balanza comercial. Una dinámica preocupante cuya reversión exigirá combinar instrumentos que vayan más allá de medidas para sectores particulares. **Tarde o temprano forzará a replantear el sendero del tipo de cambio real y los instrumentos disponibles de política comercial, cambiaria, fiscal y monetaria para aumentar la cantidad y variedad de las exportaciones argentinas, y de sus mercados compradores.**

DEMANDA AGREGADA: TODAVÍA ALGO LENTA

Eliana Scialabba

Los indicadores de actividad económica muestran un mayor crecimiento que las ventas minoristas. Sin embargo, la mejora en las expectativas de los consumidores estaría anticipando un incremento sostenido del consumo. Esto permitiría consolidar la transición hacia un sendero de crecimiento permanente para el año próximo.

1. La producción se recupera...

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) creció 4,0% i.a. durante el mes de junio, mayor incremento del nivel de actividad de la gestión de Mauricio Macri. Con respecto al mes anterior, registró un crecimiento de sólo un 0,3%.

Con relación a igual mes de 2016, el mayor crecimiento se verificó en el sector “Construcción” (+13,19% i.a.), seguido por los sectores: “Pesca” (7,29% i.a.) “Intermediación financiera” (7,22% i.a.) e “Industria Manufacturera” (7,20% i.a.).

Considerando la incidencia sectorial¹ en la tasa de crecimiento, “Industria manufacturera” lideró la expansión: de los 4 p.p. de crecimiento del EMAE, 0,97 (esto es prácticamente el 25% de ese crecimiento) se explicó por la suba de la producción industrial. Los sectores que se ubicaron a continuación fueron: “Comercio mayorista, minorista y reparaciones” (0,56pp), “Agricultura, ganadería, caza y silvicultura” (0,47) y “Construcción” (0,34).

¹ Muestra que porcentaje de la variación total se explica por la variación de cada sector, de acuerdo a su peso relativo en el total. Por ejemplo, dado que el sector “Pesca” es relativamente pequeño en el total de la actividad, su crecimiento a altas tasas no modifica de manera significativa la variación del EMAE.

GRÁFICO 1. ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA. VARIACIONES % INTERANUALES



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

**CUADRO 5. EMAE POR SECTOR DE ACTIVIDAD. JUNIO DE 2017.
 VARIACIONES % INTERANUALES E INCIDENCIA**

Sector	Variación % interanual	Incidencia
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	4,01	0,47
Pesca	7,29	0,03
Explotación de minas y canteras	-5,59	-0,16
Industria manufacturera	6,20	0,97
Electricidad, gas y agua	1,45	0,03
Construcción	13,19	0,34
Comercio mayorista, minorista y reparaciones	4,41	0,56
Hoteles y restaurantes	5,75	0,08
Transporte y comunicaciones	3,40	0,27
Intermediación financiera	6,22	0,21
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	3,43	0,33
Adm. pública y defensa; planes de seg. social de afiliación obligatoria	0,32	0,01
Enseñanza	0,91	0,03
Servicios sociales y de salud	2,01	0,07
Otras actividades de servicios comunitarias, sociales y personales	0,76	0,02

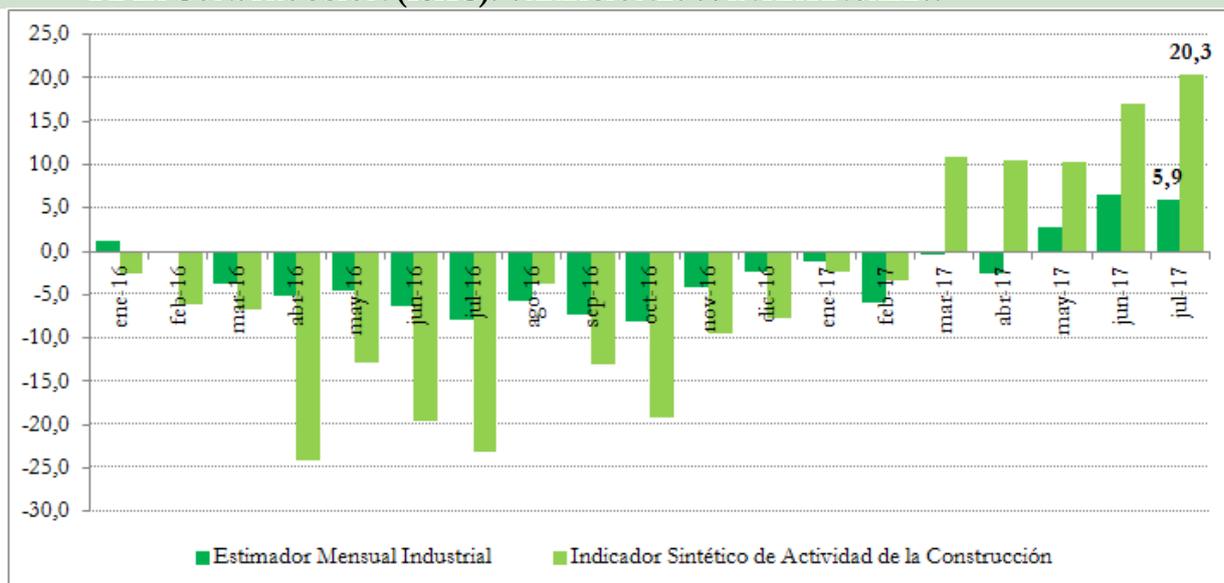
Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Otros datos del INDEC, confirman la tendencia analizada. El Estimador Mensual Industrial (EMI) creció en julio un 5,9% respecto al año anterior, siendo su tercera expansión interanual consecutiva. Al interior del EMI se encuentra una gran dispersión en las tasas de variación interanual de los bloques y rubros. El bloque de mayor incidencia en el indicador, que explica el 22% del total del resultado, es “Productos alimenticios y bebidas”, cuya producción se incrementó durante julio un 3,9% i.a, mientras que “Sustancias y productos químicos” (16,39% del EMI), se contrajo un 5,4% en la comparación interanual. Los dos sectores que los siguen en peso relativo: “Metalmecánica, excepto industria automotriz” (14,76%) y “Metálicas básicas” (11,08%), se expandieron frente a julio del año previo un 15,8% y 15,2%, respectivamente.

Otro sector que ha mostrado un comportamiento dinámico ha sido la construcción: en los últimos meses está creciendo a tasas por encima de los dos dígitos, traccionado por la obra pública, de cara a las elecciones del mes próximo.

El Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) creció un 20,3% interanual en julio, exhibiendo cinco meses consecutivos de expansiones, los primeros desde el magro crecimiento de enero de 2016. No obstante, debe considerarse que la totalidad de la suba interanual no se explica sólo por el aumento de la producción del sector, sino también por la baja base de comparación, dado que en el mismo mes del año anterior había sufrido una caída del 23,1%.

GRÁFICO 2. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL E INDICADOR SINTÉTICO DE ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN (ISAC). VARIACIONES % INTERANUALES.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

A su vez, el consumo aparente de insumos registró un fuerte incremento, sobre todo en los rubros ligados a la obra pública: asfalto lideró el crecimiento del mes de julio, con una suba del 95,1% interanual, seguido por hierro redondo para hormigón (45,5% i.a.), artículos sanitarios de cerámica (30,2% i.a.) y cemento (19,8% i.a.). Por otro lado, el Índice Construya, de actividad de las empresas líderes de la construcción, creció 24,3% i.a. en agosto, acumulando una suba del 10,3% en los primeros ocho meses del año.

Si bien el desempeño se ha analizado de manera sintética, **el nivel de actividad no sólo parece estar expandiéndose, sino que la tendencia ha sido hacia la aceleración, por lo que se puede esperar una consolidación de la recuperación económica.**

2. ...pero la demanda (privada) aún no acompaña

La actividad del sector “Comercio mayorista, minorista y reparaciones” se expandió a una tasa de dos dígitos durante junio, de acuerdo al EMAE. Sin embargo, **los indicadores que nos permiten analizar la evolución de la demanda privada aún no reflejan dicho aumento.**

Las ventas en los supermercados, de acuerdo a lo relevado por el INDEC, en el mes de junio totalizaron \$27.726 millones, lo que muestra una suba del 20,3%. No obstante, analizando las ventas a precios constantes, es decir, sin el efecto de la inflación, se observa una contracción del 1,2% de las cantidades vendidas, en línea con los tres meses precedentes. Del total facturado en junio por los supermercados encuestados, el 27% correspondió a ventas de artículos de almacén, seguido por 14% a artículos de limpieza y perfumería, 12% a lácteos y a bebidas. La venta de carnes sólo sumó el 8% de la facturación, mientras que las frutas y verduras apenas el 2%.

Otra encuesta elaborada por el mismo organismo, muestra que el desempeño de los centros de compras presentó resultados similares a los de los supermercados: mientras la facturación ascendió a \$5.249,6 millones (+11,3% i.a.), las cantidades vendidas disminuyeron un 5,1% respecto al mismo mes del año anterior.

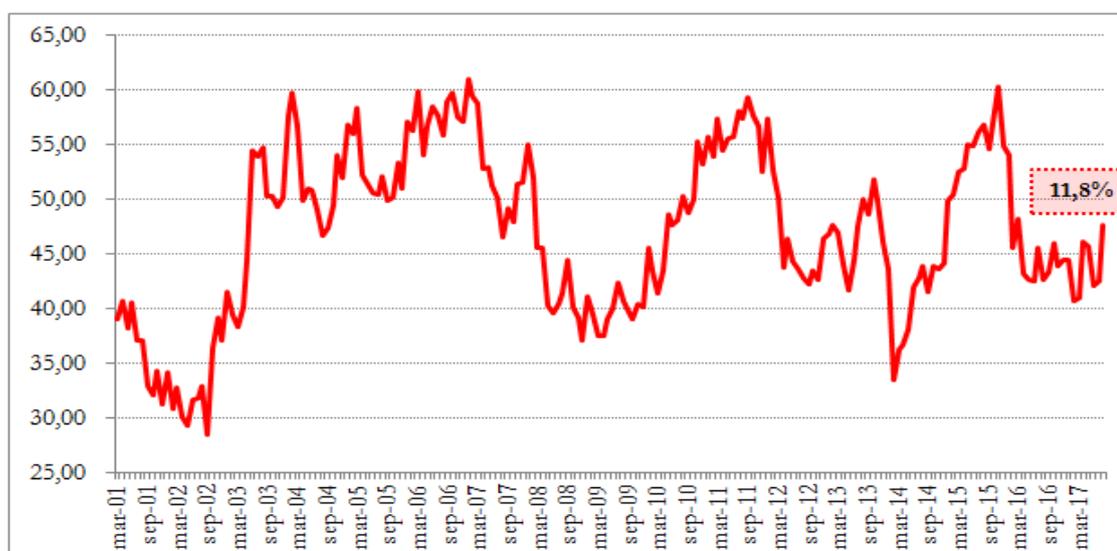
CUADRO 6. ENCUESTA DE VENTAS DE SUPERMERCADOS Y CENTROS DE COMPRAS.
MILLONES DE PESOS CORRIENTES Y CONSTANTES Y VARIACIONES % INTERANUALES

Período	Ventas totales		Variación porcentual respecto al mismo período del año anterior	
	a precios corrientes	a precios constantes	a precios corrientes	a precios constantes
	Millones de pesos		%	
SUPERMERCADOS				
ene-17	26.295,2	22.179,8	21,2	...
feb-17	24.519,3	20.271,7	16,3	...
mar-17	26.318,2	21.205,7	18,2	...
abr-17	27.631,5	21.824,3	25,3	-1,0
may-17	26.644,0	20.895,3	19,9	-2,5
jun-17	27.726,1	21.416,4	20,3	-1,2
CENTROS DE COMPRAS				
ene-17	3.921,8	3.510,7	22,7	...
feb-17	3.614,8	3.209,1	13,8	...
mar-17	4.189,1	3.628,9	10,6	...
abr-17	4.803,8	4.017,6	8,9	-8,9
may-17	4.572,0	3.805,0	12,3	-4,3
jun-17	5.249,6	4.340,3	11,3	-5,1

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Sin embargo, a pesar de las contracciones en términos reales de las ventas minoristas, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la UTDT creció 11,8% en agosto. El componente del ICC que presentó mayor expansión respecto a agosto del año anterior fue “Bienes Durables e Inmuebles” que subió un 44,0%, seguido por “Situación Personal” y “Situación Macroeconómica”, que aumentaron 5,7% y 4,9%, respectivamente. Por otra parte, a la distribución territorial, el ICC se expandió un 13,6% i.a. en el Gran Buenos Aires, seguido por el 10,5% i.a. de Capital Federal y el 9,6% i.a. del Interior del país.

GRÁFICO 3. ÍNDICE DE CONFIANZA DE CONSUMIDOR



Fuente: elaboración propia en base a UTDT

En suma, a pesar que aún la recuperación no haya llegado a las compras finales, **las expectativas de la demanda privada están mejorando**. Por lo tanto, se espera que durante los próximos meses esta percepción de los consumidores se traslade a las compras, y consolide la recuperación económica que parece estar en marcha.

PANORAMA INTERNACIONAL

LA TORMENTA PERFECTA PARA EL DÓLAR

Jorge Viñas

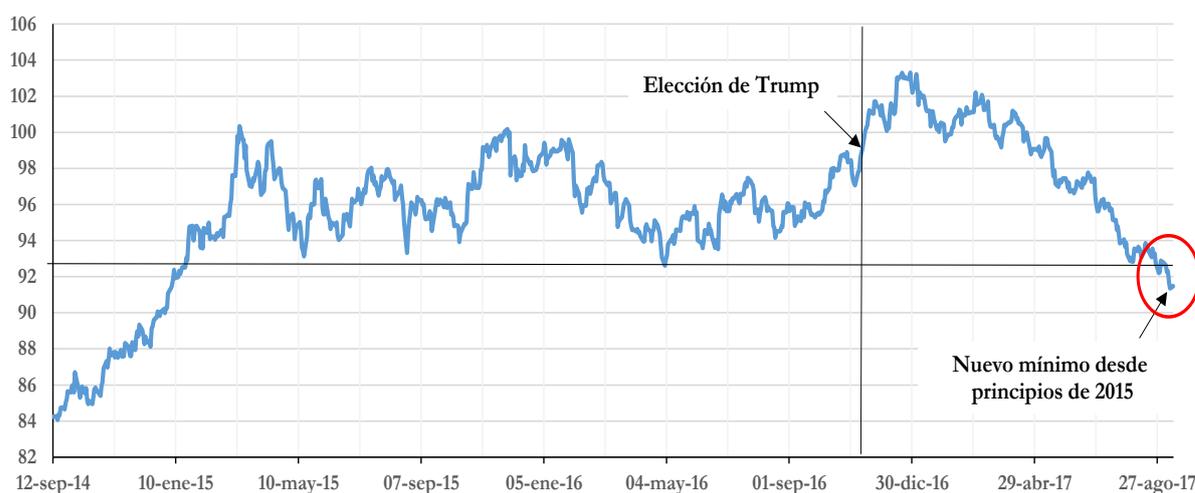
Una sucesión de eventos económicos, geopolíticos y climáticos han confluído para acelerar la depreciación del dólar en términos multilaterales. En cambio, en Europa la mejora de la economía lleva al BCE a plantear la reducción de los estímulos monetarios, impulsando el fortalecimiento del Euro. Para los países emergentes, el escenario global continúa siendo benigno.

1. Se acelera la depreciación del dólar

En la última semana, la cotización del dólar estadounidense en el mercado internacional de divisas cayó a un nuevo mínimo en más de dos años. Al viernes 8 de septiembre, el Dollar Index², que refleja la evolución del dólar frente a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU., cerró en 91,35, lo que representa una depreciación del 2,5% en el último mes y del 11% en lo que va de 2017.

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX EN LOS ÚLTIMOS 3 AÑOS

Índice 03/1973 = 100



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Como se puede apreciar en el gráfico 4, el Dollar Index ya se ubica un 6,6% por debajo de su valor del 8 de noviembre de 2016. Ese día, el triunfo sorpresivo de Donald Trump en las elecciones presidenciales dio comienzo a una fuerte escalada de la divisa estadounidense, ante las expectativas positivas generadas por el programa económico del nuevo Presidente, que lo llevó a un máximo de 103,30 a fines de diciembre de 2016. Buena parte de la caída del dólar desde entonces se explica por la decepción ante el avance prácticamente nulo del programa económico de Trump. Pero no ha sido la única causa.

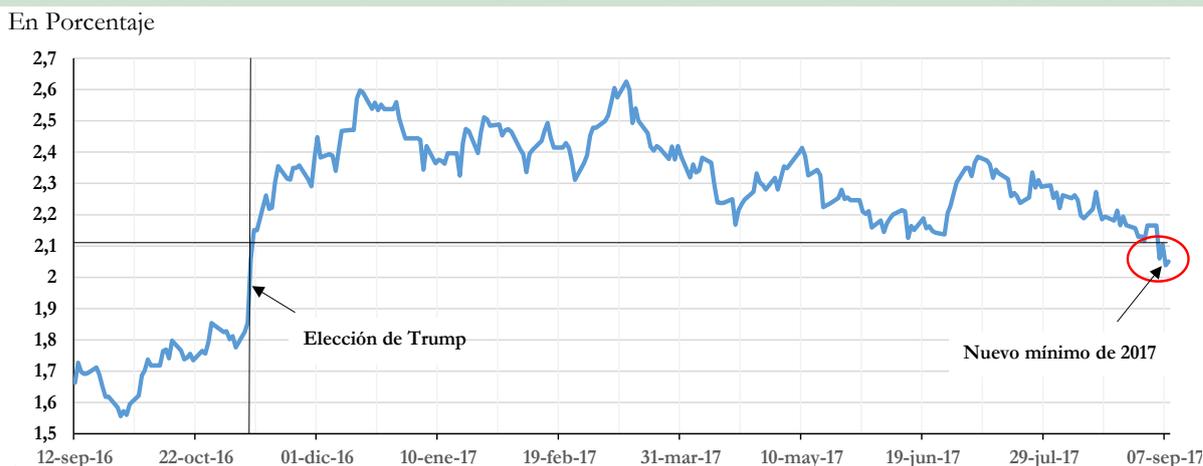
En el plano geopolítico, un nuevo pico de tensión con Corea del Norte, a partir de las pruebas de lanzamientos de misiles cada vez más provocativas por parte del régimen norcoreano, ha contribuido a acentuar la debilidad de la moneda estadounidense. Del mismo modo, los daños provocados por la inusual violencia de los huracanes Harvey e Irma tendrán un impacto negativo sobre la actividad económica en el corto plazo³, constituyendo otro factor negativo para el dólar.

² La composición actual de la canasta del Dollar Index es: Euro 57,6%, Yen: 13,6%, Libra: 11,9%, Dólar Canadiense: 4,2%, Franco Suizo: 3,6%. Actualmente, el índice es diseñado, calculado y publicado por Intercontinental Exchange, un mercado en el que se negocian contratos de commodities, futuros y opciones, que toma cotizaciones en tiempo real de alrededor de 500 bancos.

³ En el mediano plazo, el esfuerzo de reconstrucción de los daños ocasionados por el huracán puede fomentar un mayor nivel de actividad

En el plano estrictamente macroeconómico, existen factores monetarios y fiscales que favorecen la depreciación del dólar. Por un lado, la inflación persistentemente baja pese a la mejora de la actividad económica y al descenso de la tasa de desempleo, ha llevado a una reevaluación del proceso de normalización de tasas de interés por parte de la Fed. Las expectativas respecto a la próxima suba de tasas de interés se han ido desplazando hacia el segundo semestre de 2018. Esto ha provocado un descenso de toda la estructura temporal de tasas de interés en EE.UU. La tasa de retorno del bono del Tesoro a 10 años se ubica en 2,05% al 8 de septiembre, el mínimo del año y marcando una caída de 60 puntos básicos (p.b.) desde los máximos de marzo (véase el gráfico 5).

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE RETORNO DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Por otro lado, la falta de acuerdo en el Congreso para aumentar el tope de endeudamiento del Tesoro, puso a la Administración al borde de la cesación de actividades por desfinanciamiento. Sólo un acuerdo de última hora que incluyó una cláusula de ayuda para la reparación de daños de los huracanes, evitó dicho desenlace, pero solo en forma transitoria, por lo que a fin de año asomará nuevamente esta amenaza⁴. Este síntoma de fragilidad fiscal también conspira contra la fortaleza del dólar.

Finalmente, en el plano internacional, si bien EE.UU. ha logrado sostener un crecimiento moderado en forma ininterrumpida desde la salida de la gran crisis financiera, en el último año ha perdido la condición de ser el principal motor y prácticamente único sostén de la economía mundial.

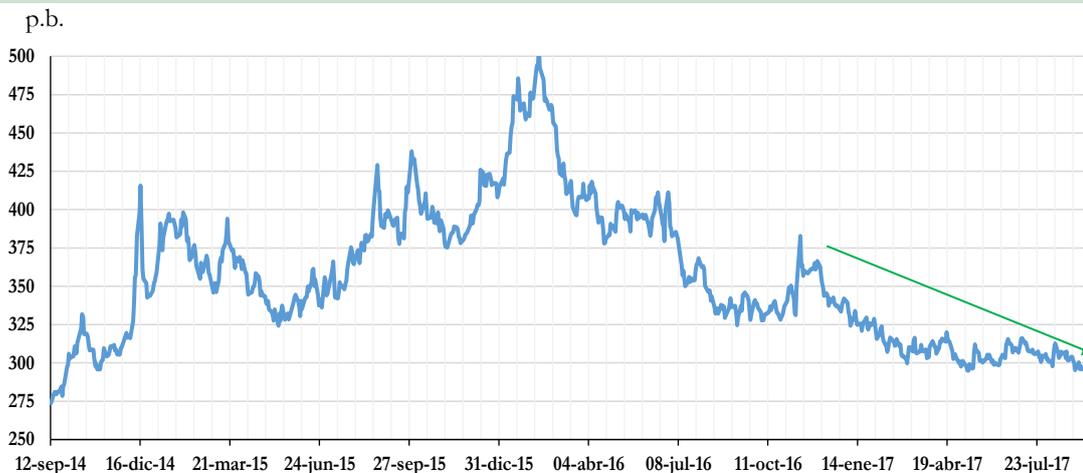
En el mundo desarrollado, las economías de la Eurozona y Japón han mostrado mejoras significativas respecto al crecimiento anémico de los años anteriores. Esto contribuyó al fortalecimiento del euro y del yen más allá de los factores específicos que debilitaron al dólar. Por otra parte, China ha mostrado una estabilización de su tasa de crecimiento en torno al 6,5% anual, despejándose por ahora los temores a una desaceleración más brusca y disruptiva, lo que ha favorecido una reversión en el proceso de salida de capitales que estaba erosionando las reservas internacionales y debilitando su moneda.

2. *Persisten las condiciones benignas para países emergentes*

Este contexto internacional de dólar débil, tasas de interés muy bajas en el mundo desarrollado y crecimiento global más equilibrado, es favorable para los países emergentes. Los flujos de capital hacia sus economías se mantienen elevados, favoreciendo un descenso en las tasas de interés externas e internas. Según el índice de bonos soberanos emergentes EMBIG Diversificado que elabora JPMorgan, el spread soberano de los países emergentes bajó a 295 p.b. al 8 de septiembre, el mínimo del año y el nivel más bajo desde octubre de 2014 (véase el gráfico 6).

⁴ O quizás antes, si llegara a producirse un choque militar con Corea del Norte que obligue a pedir autorización a subir más el techo de la deuda y por más tiempo

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE LOS SPREADS SOBERANOS SEGÚN EL ÍNDICE EMBIG DIVERSIFICADO



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg, JPMorgan

Asimismo, la tendencia a la apreciación cambiaria provocada por el ingreso de capitales y por el debilitamiento del dólar, tiene un efecto benéfico sobre la inflación y sobre las expectativas inflacionarias, lo que les da margen a los bancos centrales para relajar la política monetaria y brindar un estímulo a la actividad económica. En otros casos, entre los que se destaca Argentina, la amplia disponibilidad de financiamiento, permite conducir una política fiscal más laxa que si dicho financiamiento no estuviera al alcance, evitándose un ajuste fiscal contractivo potencialmente perjudicial para la actividad económica al menos en el corto plazo.

La apreciación cambiaria tiene como arista negativa el deterioro de la competitividad de las exportaciones y de los sectores transables en general. Sin embargo, este factor se ve mitigado en parte por la mejora del crecimiento global apuntalada por la recuperación de Europa y de Japón. La estabilización del crecimiento de China, que ha redundado en un repunte de sus importaciones, favorece particularmente a los países latinoamericanos productores de commodities y a los países asiáticos que proveen de insumos y partes industriales a China. Además, dado que la apreciación cambiaria frente al dólar en estos países no es un fenómeno aislado que afecta a algún o algunos países en particular, sino que se da en forma más o menos generalizada como consecuencia de la debilidad del dólar, la apreciación en términos multilaterales es de magnitud muy inferior respecto a si se considera sólo el dólar.

3. ¿Qué podría alterar el escenario actual?

Por ahora no hay indicios de que las condiciones que sostienen este escenario benigno para países emergentes vayan a revertirse en forma inminente. Sin embargo, dado que la historia muestra que los cambios en el escenario global suelen ser bruscos y dolorosos para los países emergentes, vale la pena indagar sobre los riesgos que enfrenta, o qué condiciones deberían cambiar para que se concrete un cambio hacia un escenario más negativo. Esto equivale en gran medida a establecer las condiciones para un cambio en la tendencia declinante del dólar.

a) Que Trump logre avanzar en la reforma tributaria.

En primer lugar, dado que uno de los factores principales para la depreciación del dólar ha sido el atascamiento legislativo de la agenda económica del Presidente Trump, cualquier avance que logre en este frente podría encender nuevamente el optimismo. Algunos observadores resaltan que el reciente acuerdo con los Demócratas, para extender transitoriamente el tope de endeudamiento a cambio de ayuda para los damnificados por los huracanes, puede ser el inicio de una relación más pragmática y productiva que permita destrabar la agenda legislativa. En los últimos días Trump ha redoblado su insistencia para que se ponga en marcha el tratamiento de la reforma tributaria, la pieza clave en el programa del Presidente. Pero luego de varios anuncios en este sentido, sólo avances concretos en el contenido y los detalles de dicha reforma permitirá que el escepticismo imperante mute en nuevas expectativas positivas.

b) Que reaparezca la inflación

Otro frente clave es el de la inflación. El determinante principal para mantener bajas las tasas de interés ha sido la persistencia con que la inflación se ha mantenido por debajo tanto de los pronósticos privados como de las estimaciones de los miembros de la Reserva Federal. El debate de fondo entre los que defienden la tesis de que la baja inflación obedece a factores estructurales de carácter permanente, y aquéllos que sostienen que se trata de un fenómeno puramente transitorio, detallado en esta sección del número anterior del IEM⁵, continúa vigente y sin resolución.

Por el momento, los datos más recientes siguen sin mostrar vestigios de aceleración inflacionaria. El índice Core PCE, el deflactor de los gastos de los consumidores que es la medida de inflación subyacente preferida por la Fed como input de la política monetaria, registró en julio una variación del 1,4% interanual, marcando un nuevo descenso respecto al 1,5% de junio, y el nivel más bajo desde diciembre de 2015. Por el lado del mercado laboral, los datos de empleo de agosto mostraron una desaceleración en la creación de nuevos puestos respecto a los meses anteriores, que a su vez fueron revisados a la baja, mientras que la tasa de desempleo subió una décima a 4,4%. El componente de variación salarial, los ingresos promedio por hora, se mantuvo estable en el 2,5% interanual, lo que implica que los salarios continúan sin alimentar presiones inflacionarias.

Todo esto ha influido en los miembros de la Fed, como lo reflejan las recientes declaraciones de varios de ellos, en el sentido de que “antes de volver a subir las tasas hay que asegurarse que se den las condiciones para que la inflación retorne a la meta del 2%”. En esta línea, la probabilidad de una suba de tasas de 25 p.b., implícita en la cotización de los futuros de Fondos Federales, recién alcanza el 50% para el último trimestre de 2018. Hace sólo dos meses atrás, dicha probabilidad superaba el 50% para diciembre de este año, luego se desplazó a marzo de 2018 hasta llegar a la situación actual.

En este contexto, una eventual aceleración inflacionaria sería una sorpresa mayúscula con fuerte impacto negativo. Se empezaría a anticipar subas más aceleradas de tasas por parte de la Fed, lo que repercutiría en un desplazamiento alcista de toda la estructura temporal de tasas de interés y en un fortalecimiento del dólar. El problema es que una aceleración inflacionaria no puede descartarse de plano, teniendo en cuenta que el desempleo se mantiene en un nivel bajo en términos históricos, que la depreciación del dólar ya no aporta la presión bajista sobre los precios de los bienes transables que ejercía cuando se apreciaba, y que los precios del petróleo y otros commodities han dejado de ser un factor deflacionario⁶.

c) Que la materialización de los riesgos geopolíticos provoque un aumento duradero de la aversión al riesgo

Hasta ahora, los sucesivos picos de tensión en la relación de EE.UU. con Corea del Norte han provocado solamente episodios aislados y de corta duración de aumento de la volatilidad financiera. Luego del “susto” inicial, los mercados financieros han retornado rápidamente a la normalidad, lo que implica que no ha dejado ninguna secuela significativa sobre las condiciones macroeconómicas ni sobre el nivel de actividad.

El único efecto identificable que ha persistido es la suba del precio del oro, que ha subido 18% en lo que va de 2017 y 12% desde principios de julio, a lo que debe sumarse la contribución del riesgo geopolítico al descenso en las tasas de interés libres de riesgo y en el Dollar Index. Pero en **cada uno de los episodios, los principales índices de acciones mundiales han recuperado su nivel previo y actualmente se encuentran muy cerca de los máximos históricos alcanzados un mes atrás, mientras que los flujos de capital hacia países emergentes no se han detenido y anteriormente se vio que los spreads soberanos se encuentran en el mínimo en casi tres años.**

Este comportamiento complaciente de los inversores globales puede estar reflejando que asignan una baja probabilidad a que las tensiones con el régimen norcoreano deriven en un conflicto militar a gran escala. Si esta hipótesis es correcta, entonces la reacción de los inversores en caso de que finalmente estalle el conflicto militar podría generar un fuerte y mucho más duradero aumento en la aversión al riesgo. En ese caso, se acentuaría la demanda de activos seguros, y el consiguiente descenso en las tasas libres de riesgo ya no se vería acompañado de un mayor flujo de capitales hacia

⁵ Véase Jorge Viñas, “El riesgo geopolítico altera la calma”, IEM N° 153, 16 de agosto de 2017, pág. 12

⁶ El panorama de precios de commodities se trata en detalle en otro artículo de este número del IEM

países emergentes y un descenso en los spreads soberanos, sino el efecto opuesto: salida de capitales y ampliación de spreads.

La situación en Corea del Norte sigue siendo muy difícil de evaluar, pero los indicios más recientes apuntan a una escalada aun mayor de las tensiones, con test nucleares cada vez más provocativos por parte de Corea del Norte y sanciones económicas cada vez más severas por parte de EE.UU. y sus aliados. Aunque, por el momento, el elevado costo para todos los involucrados de un conflicto militar torna difícil asignar una elevada probabilidad a tal escenario extremo.

d) *Que se interrumpa la mejora en Europa y Japón, o resurjan los temores respecto a China.*

Dado que parte del deterioro del dólar obedece al fortalecimiento reciente del Euro y del yen como consecuencia de la mejora de sus respectivas economías, una interrupción de dichos procesos de mejora podría generar al menos una reversión parcial de la tendencia negativa del dólar. **Este movimiento sería acompañado por una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento global, lo que repercutiría negativamente sobre los países emergentes.** Aún más negativo sería el impacto en caso de que la relativa calma que atraviesa la economía de China se viera alterada por los problemas de sobreendeudamiento que acarrea, ya que aumentaría nuevamente el riesgo de una desaceleración brusca y de problemas financieros más agudos.

Eurozona

El crecimiento del PIB de la Eurozona del segundo trimestre fue revisado al alza, del 2,3% anualizado estimado inicialmente al 2,6% en la última revisión. De esta forma, el crecimiento en el primer semestre promedió un sólido 2,4% anualizado. Al analizar la contribución de los distintos componentes de la demanda agregada, se advierte que la demanda externa neta aportó cerca de la mitad de ese crecimiento, 1,1 puntos porcentuales. Aquí es donde entra la preocupación por la fuerte apreciación del Euro, que en el último mes reafirmó su tendencia alcista y ya acumula una suba del 6,6% en términos efectivos multilaterales desde mediados de abril (véase el gráfico 7).

GRÁFICO 7. EUROZONA. TIPO DE CAMBIO NOMINAL EFECTIVO MULTILATERAL



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Eurostat

La preocupación por la apreciación del Euro llegó al BCE, que en la reunión de política monetaria de septiembre concluyó que la “elevada volatilidad” que muestra el Euro es nociva para la economía de la Eurozona. Sin embargo, no fue más allá de eso, señalizando que por el momento no está en análisis ninguna acción específica para contener la apreciación cambiaria. En línea con ello, y tal como se esperaba, la autoridad monetaria comenzó las discusiones internas tendientes a establecer un cronograma de reducción gradual en las compras mensuales de títulos bajo el programa de expansión cuantitativa (QE) vigente. En la conferencia de prensa tras la reunión, el Presidente de la entidad Mario Draghi comunicó que los primeros anuncios específicos serán realizados luego de la próxima reunión en octubre. Pero buscó matizar el efecto contractivo que dicha medida pueda tener, afirmando que “cualquiera sea la fecha en que se decida terminar con el programa QE, todavía no habrá suba de tasas por mucho tiempo después de esa fecha”.

De esta forma, nada hace pensar que la tendencia alcista del Euro muestre una reversión en el corto plazo. Por un lado, más allá de la preocupación expresada por el BCE, la fortaleza que viene evidenciando la economía lleva a pensar que la apreciación del Euro no es suficiente para interrumpir el ciclo expansivo. Por otro lado, hay que tener en cuenta la propensión que presentan los tipos de cambio a la sobre-reacción (“*over-shooting*”), lo que podría llevar al Euro a niveles aún más elevados antes de que se generen las condiciones para una corrección o que las autoridades tomen medidas específicas.

Japón

En el caso de Japón, el crecimiento del PIB del segundo trimestre fue revisado a la baja del 4,0% anualizado estimado inicialmente al 2,5%. Se esperaba una revisión bajista porque los últimos datos de inversión publicados la semana anterior así lo anticipaban, pero la magnitud de la revisión fue mayor a la esperada por el consenso, que se ubicaba en 2,9%.

De todos modos, sigue siendo un crecimiento satisfactorio de acuerdo a los patrones que ha exhibido la economía japonesa, y las proyecciones para el segundo semestre siguen apuntando a una desaceleración moderada, lo que llevaría a completar un año 2017 positivo con un crecimiento proyectado en el 1,5%. Pero la inflación sigue sin mostrar un repunte consistente.

En julio, la inflación se mantuvo en el 0,4% interanual, pero la inflación subyacente se ubicó en 0,1%. Mientras que las estadísticas salariales mostraron en julio una caída de los ingresos laborales del 0,3% interanual. La posibilidad de que el Banco de Japón (BOJ) logre cumplir la meta de 2% de inflación para el primer trimestre de 2019 continúa luciendo lejana.

El proceso expansivo en Japón sigue en pie, pero parece más endeble que el de la Eurozona. En este sentido, una apreciación del Yen podría tener consecuencias negativas más notorias y en forma más rápida que en el caso de la apreciación del Euro para la Eurozona. Sin embargo, por el momento la apreciación del yen ha sido de magnitud inferior a la del Euro. Tomando como referencia la cotización frente al dólar, en lo que va del año el yen acumula una apreciación del 7,5%, casi la mitad del 14,3% que acumula el Euro.

China.

En la última semana se conocieron dos datos positivos de China correspondientes al mes de agosto. Por un lado las estadísticas de comercio exterior mostraron una expansión del 5,5% interanual de las exportaciones y un crecimiento aun mayor, 13,3%, de las importaciones.

Al respecto, había temores de que la desaceleración de la actividad económica esperada para el segundo semestre, que los datos débiles de actividad del mes de julio tendían a corroborar, podía tener un efecto negativo sobre las importaciones, con el consiguiente impacto negativo sobre los países proveedores de China. Sin embargo, al menos por el momento tales temores no se materializaron, sino que por el contrario se registró una vigorosa expansión de los volúmenes importados de una amplia gama de commodities, que incluye hierro, cobre, derivados de petróleo y carbón. La fortaleza de las importaciones probablemente anticipe un repunte en los datos de actividad de agosto, lo que podría atemperar las expectativas de desaceleración para el segundo semestre.

Por otro lado, las reservas internacionales volvieron a crecer en agosto, por séptimo mes consecutivo. Lo hicieron en u\$s 10.800 millones, acumulando de esta forma u\$s 3,09 billones. La gradual recuperación de las reservas indica que la salida de capitales continúa disminuyendo. Esto favorece el fortalecimiento del yuan, lo que tiende a generar un círculo virtuoso, ya que la apreciación de la moneda local desalienta la salida de capitales, mientras que lo opuesto ocurre cuando el yuan se deprecia. En el último mes, la moneda china aceleró el ritmo de apreciación, pasando de 6,70 yuanes por dólar al 9 de agosto a 6,49 yuanes por dólar al 8 de septiembre, una apreciación del 3,1%, acumulando 6,7% en lo que va de 2017.

La disminución en la salida de capitales, la recuperación de reservas internacionales y la apreciación del yuan contribuyen a disipar los temores a que los problemas de sobreendeudamiento en China deriven en una crisis a gran escala.

PRECIOS DE COMMODITIES

Eloy Aguirre

Los precios de los *commodities* presentan una alta volatilidad. Las perspectivas son bajistas para el trigo y la soja, y alcistas para el maíz. El precio del petróleo también tiene riesgo de baja, mientras que los precios de los metales pueden subir si no se desacelera la economía china y si recrudecen las hostilidades entre Corea del Norte y Estados Unidos.

1. *Commodities agrícolas*

El primero de septiembre de este año comenzó en EEUU la campaña 2017/18 de siembra de soja, las expectativas indican que la producción de soja norteamericana aumentaría en esta campaña. Según el primer informe semanal de septiembre de la Bolsa de Cereales de Rosario, se espera que el rinde de la soja en EEUU alcance los 33,5 quintales por hectáreas (qq/ha), dando como resultado una producción sojera de 120,2 millones de toneladas para esta campaña. A su vez, el informe del Departamento de Agricultura de EEUU (USDA) de agosto de 2017 proyectó un nivel mundial una producción de soja de 347,36 M de tn para la campaña 2017/18, de las cuales 119,23 M de tn corresponderían a EEUU, 107 M de tn a Brasil y 57 M de tn para Argentina.

En cuanto a la demanda de soja, la importación mundial alcanzaría los 148 M de tn para la campaña 2017/18, resultando 5,7 millones más que la campaña anterior. El principal importador mundial de soja es China y según USDA la importación china de soja alcanzaría los 94 M de tn, seguido por la Unión Europea con 14,6 M de tn y México con 4,3 M de tn. La demanda de China continúa firme y aumentaría en 3 M de tn respecto de la campaña anterior.

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA. SEPTIEMBRE 2016-2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

El gráfico 8 muestra la evolución del precio internacional de la tonelada de soja desde septiembre del año 2016 hasta septiembre del año 2017. Se puede ver que el precio de la soja alcanzó un máximo en enero del año 2017, de US\$ 395 la tn. y comenzó una tendencia decreciente hasta mediados de junio del mismo año. La corta recuperación de julio se debió principalmente a especulaciones sobre problemas climáticos en EEUU. Las expectativas de mejoras en la producción de EEUU según las nuevas estimaciones podrían mantener el precio internacional de la soja en torno a los US\$360 la tn en el corto plazo.

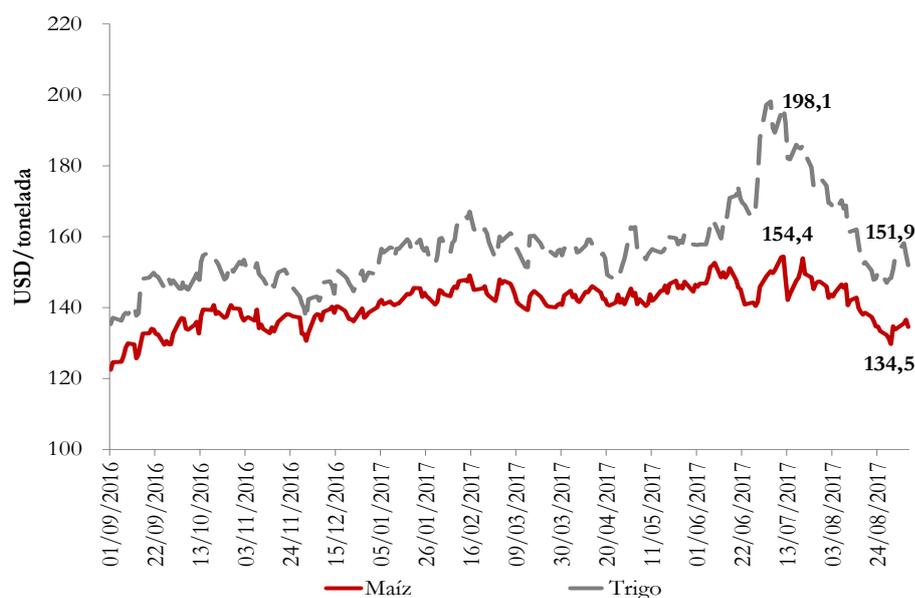
En cuanto al trigo y el maíz, según el informe de USDA de agosto la producción mundial de trigo alcanzaría en la campaña 2017/18 las 743,18 M de tn, 12 M de tn menos que la campaña anterior. El máximo productor mundial es

China y se estima que producirá 130 M de tn de trigo para esta campaña, le sigue la India con 96 M de tn y Rusia con 77,5 M de tn. En el caso del maíz, proyecta una producción mundial de 1.033,47 M de tn para la campaña 2017/18, mostrando una reducción de 36,5 M de tn respecto de la campaña anterior. Del total proyectado 359,5 M de tn corresponden a EEUU, 215 M de tn a China y 95 M de tn a Brasil. Se destaca la proyección de Brasil, ya que en la campaña 2015/16 produjo 67 M de tn de maíz, el aumento proyectado se debe principalmente al buen clima durante la siembra (enero-marzo).

En el caso de la demanda, las estimaciones indican que se importaría un total de 179,35 M de tn de trigo en el mundo de los cuales 28,15 M de tn corresponderían al norte de África y 25,25 M de tn al sudeste asiático. Brasil es uno de los países con mayores importaciones de trigo, se estiman para la campaña 2017/18 una demanda de importación de 7,2 M de tn. La demanda de importación mundial del maíz se proyecta en 147,21 M de tn, 10 M de tn más que la campaña anterior. Entre los mayores importadores se encuentra México con 15,5 M de tn, Japón con 15 M de tn y Corea del Sur con 10,2 M de tn.

El gráfico 9 presenta la evolución de los precios internacionales del trigo y el maíz entre septiembre del año 2016 y septiembre del año 2017. El precio del maíz se mantuvo en torno a los U\$S 140 la tn y alcanzó un máximo en julio del 2017 de U\$S 154,4 la tn. Según el último informe del Consejo internacional de Cereales, se estima un incremento del consumo mundial de maíz que podría impactar positivamente en el precio internacional. Por su parte, el trigo tuvo una fuerte alza en julio del año 2017, que duró poco para volver a colocarse en torno a los U\$S 150 la tn. Esto se debió principalmente a la oferta rusa que incrementó sus exportaciones.

GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL MAÍZ Y EL TRIGO. SEPTIEMBRE 2016-2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

2. Petróleo

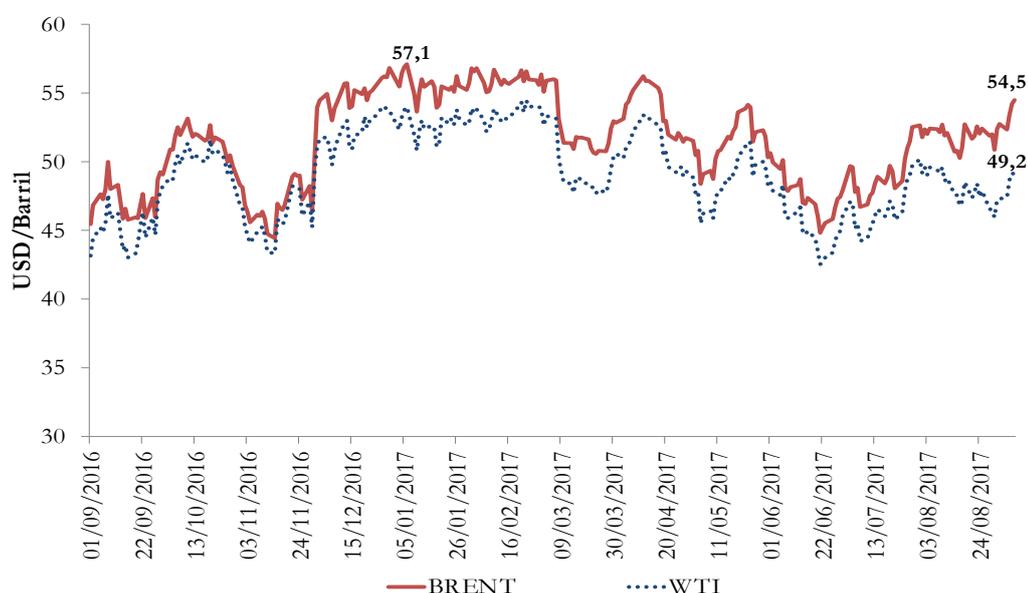
El gráfico 10 muestra la evolución del precio del crudo WTI⁷ y Brent⁸ desde septiembre del año 2016 hasta el mismo del mes del año 2017. Se puede observar que los precios internacionales de estos tipos de petróleo oscilaron entre U\$S 60 y U\$S 40 el barril. El máximo alcanzado por el crudo Brent fue U\$S 57,1 b. y actualmente cotiza por encima de los U\$S 54 b. Al parecer el anuncio del recorte de producción realizado en diciembre del año 2016 por las autoridades de la OPEP⁹, alcanzó solamente para mantener el precio en torno al rango que muestra el gráfico 10.

⁷ Es petróleo de EEUU y significa West Texas Intermediate

⁸ Es petróleo del Mar del Norte referencia para mercados europeos

⁹ Organización de países exportadores de petróleo

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y BRENT.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

En la última reunión de la OPEP, en San Petersburgo, junto con algunos países productores no miembros como Rusia, se volvió a discutir el incumplimiento de los acuerdos de diciembre sobre recortes de producción de crudo por parte de algunos países miembros como Irak. El principal inconveniente de Irak es la necesidad de recursos debido a la crisis económica e institucional que sufre desde hace varios años. Por consiguiente, no será una tarea fácil para esta organización lograr que se respeten los acuerdos establecidos.

Por su parte, Arabia Saudita sostuvo que reducirá sus exportaciones a 6,6 millones de barriles diarios. Esta medida logró que a partir de julio del año 2017 subieran levemente los precios del crudo. Las tensiones entre miembros de la OPEP y las dificultades para cumplir las reducciones de producción dan señales que los acuerdos podrían fracasar. Esta situación podría tener consecuencias a la baja en el precio del crudo. La próxima reunión de la OPEP será en noviembre y en ella podría definirse el futuro de estos acuerdos.

Asimismo, la OPEP en su último informe mensual de agosto del año 2017, estima que la demanda de crudo en 2017 sería 96,5 M de barriles diarios (b/d) y la proyección para el año 2018 se encuentra en 97,7 M de b/d. En el año 2017, la mayor demanda provendría de EEUU con 20,2 M de b/d, seguido por Europa con 14,1M de b/d y China con 11,9 M de b/d. En cuanto a la oferta, el informe de la OPEP¹⁰ divide oferta de países no miembros de la OPEP y países miembros. La estimación de la oferta de países no miembros para el año 2017 alcanzaría los 57,8 M de b/d, 780.000 barriles diarios más que en el año 2016. El mayor oferente sería EEUU con 14,3 M de b/d, seguido por Rusia con 11,1 M de b/d.

Los países miembros de la OPEP produjeron 32,7 M de b/d en el año 2016 y la producción promedio de julio de este año fue 32,9 M de b/d, sumado a la oferta de no miembros y al no convencional la oferta total de julio alcanzó los 97,3 M de b/d. A su vez, la oferta de petróleo de países no miembros de la OPEP podría alcanzar en el año 2018 los 58,9 M de b/d, con EEUU superando los 15 M de b/d y Rusia con el mismo nivel del año 2017. Al parecer las perspectivas de crecimiento de la producción de EEUU y la falta de recortes de producción de algunos miembros de la OPEP, mantuvieron los precios del crudo por debajo de los US\$ 60 el barril. Según las estimaciones de demanda mundial se necesitaría una oferta promedio de 32,4 M de b/d desde los países miembros de la OPEP, para balancear oferta y demanda durante en el año 2017. Esta oferta sería alcanzada fácilmente por los países miembros y de esta forma los precios continuarían en un sendero volátil con techo en US\$ 60 el barril.

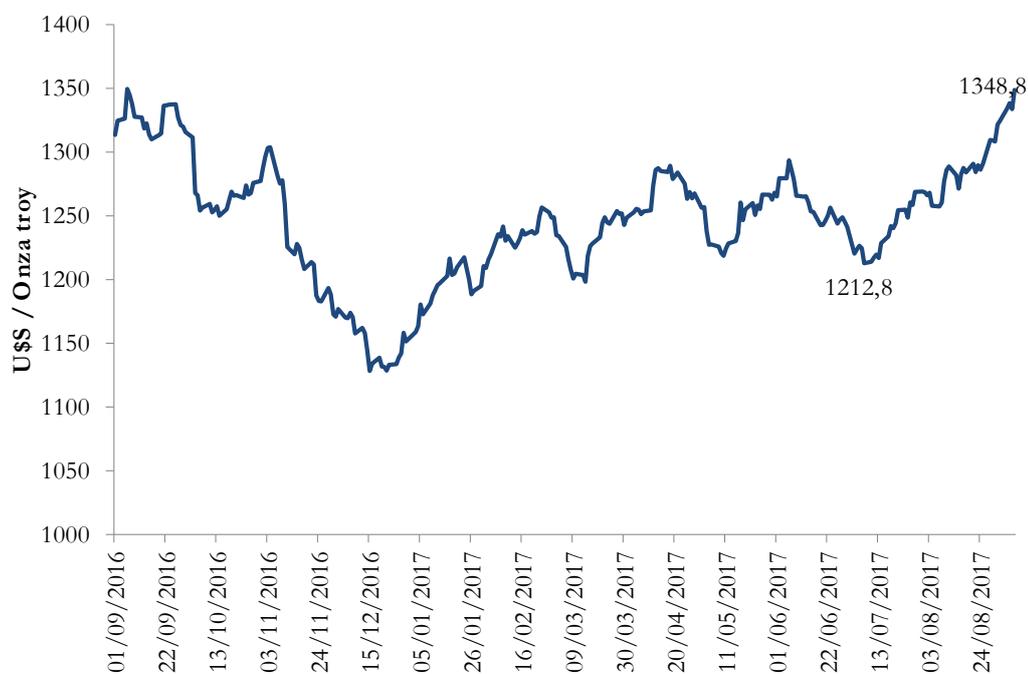
¹⁰ Monthly Oil Market Report. Agosto 2017.

3. Metales

El precio internacional de la mayoría de los metales aumentó entre agosto del año 2016 y 2017 debido principalmente a la demanda sostenida de China. El cobre mostró un aumento interanual del 36% en agosto del año 2017 alcanzando los U\$S 6.486 la tn. El acero incremento su precio un 25% en el mismo período y el aluminio subió 24%. Esta tendencia podría cambiar dependiendo de que se incremente la tensión entre Corea del Norte y EEUU, lo que podría generar mayor volatilidad en los mercados internacionales.

El gráfico 11 muestra la evolución del precio internacional del oro entre septiembre del año 2016 y 2017. En este caso el oro funciona como reserva de valor en los períodos de crisis o amenazas de conflictos bélicos. El precio internacional del oro alcanzó los U\$S 1.348 la onza troy en los primeros días de septiembre del año 2017, mostrando un incremento interanual del 2,5%. En el gráfico 11 se puede ver una reducción del precio del oro a fines del año 2016 y una fuerte recuperación a partir de julio del año 2017, esto se debió a la demanda china pero principalmente a la volatilidad generada en los mercados por el posible conflicto bélico entre EEUU y Corea del Norte. En este sentido, la amenaza latente en esa región produjo que varios capitales se refugiaran en el oro.

GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO. SEPTIEMBRE 2016 – 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

En síntesis, los precios de los *commodities* se mantuvieron en torno al promedio en el último año, mostrando alta volatilidad. Las proyecciones indican que en general la volatilidad continuará en lo que resta del año 2017 pero sin cambios bruscos de tendencia. En el caso de las materias primas agrícolas, el año 2017 podría terminar con una leve reducción en los precios del trigo y la soja, mientras que el precio internacional del maíz podría aumentar por el incremento del consumo mundial. A su vez, en el caso del petróleo si los países miembros de la OPEP no cumplen los recortes de producción y si EEUU continúa aumentando su oferta, el precio podría reducirse levemente a fines de este año. En cuanto a los precios de los metales, la variación de corto plazo continuará dependiendo del crecimiento de China y en el caso del oro de los posibles conflictos internacionales.

INDICADORES

Indicador	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m						1,6%	2,1%	2,4%	2,7%	1,4%	1,2%	1,7%	1,4%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>						1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%	1,3%	1,8%	1,4%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,7%	1,5%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%	1,8%	2,3%	1,6%	1,5%	1,8%	1,5%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%	33,4%	27,3%	25,2%	23,4%	22,9%	25,1%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%	2,4%	2,1%	1,8%	1,3%	2,1%	1,5%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	23,4%	22,9%	25,9%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,8%	1,6%
Indicadores Fiscales													
Ingresos Totales Var. % a/a	28,2%	28,5%	23,8%	48,8%	99,2%	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	24,3%	28,3%	n/d
Gastos Primarios Var. % a/a	38,3%	36,7%	51,5%	33,0%	85,4%	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	25,6%	22,9%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)													
<i>Mediana</i>	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	21,0	20,7
<i>Media</i>	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	28,3	27,9
Confianza del Consumidor (UTDT)													
<i>Índice</i>	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	44,5	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0	42,5	47,6
<i>Var. % m/m</i>	-6,6%	1,6%	6,3%	-4,5%	2,3%	-1,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%	1,0%	0,1
<i>Var. % a/a</i>	-25,0%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	-19,0%	-17,6%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,7%

Indicador	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-1,9%	-3,3%	-4,4%	-1,4%	0,2%	1,5%	-2,1%	1,4%	0,5%	3,4%	4,0%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sim estacionalidad</i>	-3,1%	-3,6%	-3,9%	-2,3%	0,1%	0,1%	-0,6%	0,7%	1,5%	2,9%	3,5%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-6,3%	-5,5%	-8,1%	-1,0%	0,2%	-2,8%	-7,4%	0,9%	0,1%	5,1%	4,2%	4,5%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,1%	-0,3%	-0,3%	3,0%	2,3%	-0,8%	-2,2%	3,4%	-2,2%	1,3%	-0,3%	0,6%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-4,1%	-8,1%	-7,5%	-1,7%	-1,0%	4,1%	-9,2%	-0,6%	-2,7%	5,3%	5,0%	5,4%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,3%	-2,1%	1,4%	1,9%	1,5%	-1,2%	0,2%	-0,6%	0,6%	1,3%	0,4%	1,5%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	0,0%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	23,7%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-12,6%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	4,0%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,0%	0,0%	-8,7%	28,7%	10,7%	8,7%	16,9%	18,8%	18,8%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	4.252	3.881	4.537	4.829	5.415	5.134	5.241	n/d
<i>Var. % a/a</i>	12,2%	-2,8%	-6,3%	20,8%	33,9%	9,7%	-6,3%	2,6%	2,2%	1,3%	-2,5%	5,5%	n/d
Importaciones en USD	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	4.340	3.939	5.468	4.973	6.057	5.898	6.039	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	7,1%	-2,4%	15,9%	12,4%	23,5%	14,9%	28,8%	n/d
Saldo Comercial en USD	705	361	-114	115	65	-88	-58	-931	-144	-642	-764	-798	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	199,6	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	204,7	198,6	193,6	195,5	195,4	205,6	196,3
<i>Var. % a/a</i>	-2,5%	2,1%	1,0%	6,4%	8,4%	13,2%	12,9%	7,0%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%