

# Informe Macroeconómico

lunes 22 de mayo de 2017

Nº 232



## CONTENIDO

EN POCAS PALABRAS...	2
FINANCIAMIENTO	4
<i>Los depósitos en dólares del sector privado se multiplicaron 2,6 veces desde la regularización del mercado de cambios en diciembre de 2015. Los depósitos en pesos sufrieron una contracción de 12% en términos reales en ese mismo lapso. Las tasas en dólares tuvieron un descenso importante desde fines de 2015 y se encuentran en niveles no vistos desde 2011. Las tasas en pesos en términos reales (es decir, considerando la inflación) entraron en terreno positivo por primera vez desde 2009. El sector agropecuario está favoreciendo el financiamiento en dólares.</i>	
RELEVAMIENTO DE LÍNEAS DE CRÉDITO	9
<i>Realizamos un relevamiento de las líneas de crédito disponibles para el sector agropecuario entre entidades líderes del mercado. Los resultados son consistentes con el panorama descripto en las secciones anteriores.</i>	
AGROECONOMÍA	10
MERCOSUR	12

### Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

### Coordinación del informe

Laura Pederiva  
Miguel Fusco

### Economistas a Cargo

Santiago Giraud  
Daniel Almazán Sendino

Visite nuestra página Web  
[www.crea.org.ar](http://www.crea.org.ar)

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

[economia@crea.org.ar](mailto:economia@crea.org.ar)

### INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO - AACREA

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



Acceda a nuestro nuevo servicio gratuito de Base de datos on-line, en [www.crea.org.ar](http://www.crea.org.ar).

### Acerca de AACREA

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

## EN POCAS PALABRAS...



**17%** Continúa siendo la **meta de inflación para 2017**, según precisó el titular del BCRA Federico Sturzenegger, al tiempo que afirmó que “Cambiar una meta, es no tener meta”.

**25,5%** fue la **tasa de LEBAC** que surgió de la última licitación el 16 de mayo, marcando un aumento de 125 puntos básicos respecto a la última subscripción. En la subasta se adjudicaron \$448.011 mill., renovando casi la totalidad del vencimiento de 476.181 mill.

**2.000** millones de dólares **adquirió el BCRA** desde que anunció su intención de elevar el stock de reservas del 10% al 15% del PBI. El titular de la entidad indicó además que se continuará con el programa según lo establecido.

**19.256** toneladas alcanzaron las **exportaciones de carne en abril** de acuerdo a datos de la cámara de la industria frigorífica. La cifra representó el mayor volumen de ventas externas desde septiembre de 2010.

**20%** fue **el aumento salarial que recibieron los empleados estatales nacionales para 2017**. Además se pagará un adicional de 1.300 pesos mensuales por presentismo que abarca a unos 120.000 trabajadores de planta no jerarquizados alcanzados por el convenio. Se acordó, así mismo, un premio por productividad, cuyos detalles están todavía pendientes de negociación.

**17.700** millones de dólares es el monto de las inversiones proyectadas en los acuerdos alcanzados entre la República Popular China y la Argentina en el marco de la gira del Presidente Mauricio Macri. La mayoría de este monto (US\$12.500 millones) será destinado a la construcción de dos nuevas centrales nucleares.

**22** **empresas chinas** recorrieron la zona manicera de Córdoba buscando abrir oportunidades de negocios alrededor del cultivo de maní. ProCórdoba, la agencia promotora de exportaciones de la provincia, calificó los resultados como “auspiciosos”.

**10,5%** se desplomaba el **índice Bovespa**, que capta la evolución de las principales acciones de Brasil, en la apertura de los mercados financieros tras conocerse que el Presidente Michel Temer fue grabado aprobando el pago de coimas. El escándalo disparó rápidamente versiones de una renuncia o del inicio de un proceso de destitución del jefe de estado.

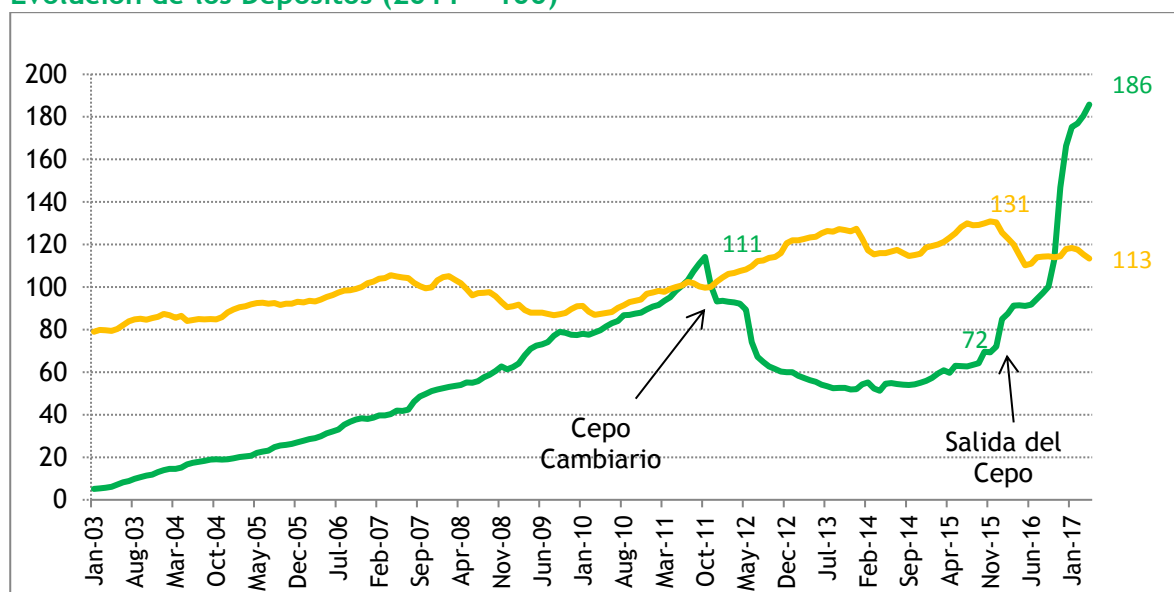
**1,1%** **creció la economía brasilera en el primer trimestre de 2017** en relación al último cuarto de 2016. Así, Brasil volvió a mostrar un trimestre de expansión por primera vez desde fines de 2014, aunque resta por verse si se sostendrá la tendencia ante el recrudecimiento de la crisis política.

# FINANCIAMIENTO

Los depósitos en dólares del sector privado se multiplicaron 2,6 veces desde la regularización del mercado de cambios en diciembre de 2015. Los depósitos en pesos sufrieron una contracción de 12% en términos reales en ese mismo lapso. Las tasas en dólares tuvieron un descenso importante desde fines de 2015 y se encuentran en niveles no vistos desde 2011. Las tasas en pesos en términos reales (es decir, considerando la inflación) entraron en terreno positivo por primera vez desde 2009. El sector agropecuario está favoreciendo el financiamiento en dólares.

Los depósitos son un punto de partida necesario a la hora de evaluar las condiciones financieras, de la economía en general y del sector agropecuario en particular. En efecto, los bancos cumplen un rol de intermediarios, tomando los depósitos del público y canalizándolos hacia quienes requieren préstamos. De esta manera, la capacidad de ofrecer crédito está ligada a la disponibilidad de depósitos en el sistema financiero.

## Evolución de los Depósitos (2011 = 100)



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

En ese sentido, se observa un comportamiento dispar de los depósitos del sector privado, según se encuentren en moneda nacional o en dólares. Comenzando por los depósitos en dólares, puede verse en el gráfico que tras la implementación del cepo cambiario a fines de 2011 se produjo una caída significativa. Como consecuencia de ello, los depósitos en dólares en noviembre de 2015 eran un 31% inferiores a los del momento de implementarse las restricciones cambiarias (noviembre de 2011). Posiblemente, el retiro de fondos se debió a motivos precautorios, dada la incertidumbre generada y el temor a nuevas medidas. Sin embargo, con la liberalización del mercado cambiario, y el éxito del blanqueo de capitales, los depósitos crecieron de manera muy significativa desde el cambio de Gobierno. En particular, desde diciembre de 2015 se multiplicaron 2,6 veces.

Es de destacar que traducir la masa de recursos en dólares a préstamos no es nada sencillo, debido a restricciones legales <sup>1</sup>sobre quiénes pueden recibir crédito en dólares. Puntualmente, por temor al “descalce” de monedas, luego de la crisis de 2001, se colocó como salvaguarda que sólo quienes tienen ingresos en dólares (básicamente,

Desde diciembre de 2015 los depósitos en dólares se multiplicaron 2,6 veces. Los depósitos en pesos tuvieron una dinámica negativa.

<sup>1</sup> Ver Política de Crédito del BCRA para más detalles

los exportadores) pueden recibir crédito en esa moneda. De no operar esta restricción, una persona que gana en pesos pero tiene pasivos en dólares encontraría, ante una devaluación fuerte de la moneda local, que el peso de la deuda se multiplica sin que sus ingresos tengan una variación equivalente para afrontar esta situación. Así mismo, el riesgo de impago crece de manera significativa si la carga de la deuda en relación a los ingresos se dispara súbitamente ante una suba en la cotización del dólar.

Si bien esta norma fue flexibilizada<sup>2</sup> parcialmente por el BCRA en los últimos meses, las limitaciones legales a la hora de prestar hacen que la abundancia de fondos en dólares disponibles para colocar sea incluso mayor en términos relativos a lo sugiere el gráfico.

Antes de abordar la evolución de los depósitos en pesos, cabe aclarar que a lo largo de este informe nos referiremos, siempre que se trate de variables en pesos, a cifras en moneda constante. Es decir, analizamos la evolución “descontada” la inflación, para corregir pérdida de poder adquisitivo del peso. Pensemos, por ejemplo, en que podía hacerse con 100 pesos en 2011 en relación a que se puede hacer con 100 pesos hoy, y ello da la pauta de que una comparación sin tener en cuenta la inflación carece de sentido.

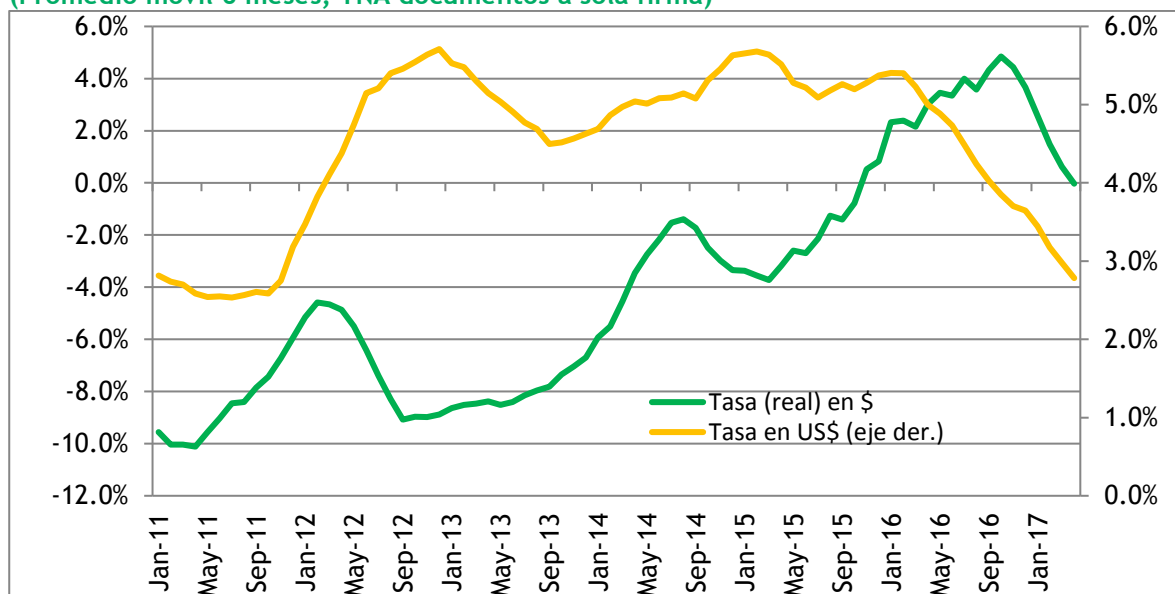
Pasando a los números, el desempeño de los depósitos en pesos medidos en moneda constante muestra un comportamiento bastante menos favorable que el de los depósitos en dólares. En particular entre septiembre de 2015 y abril de 2017 los depósitos en pesos en moneda constante disminuyeron 11,8%, aunque desde abril de 2016 parece observarse una recuperación o al menos una estabilización en torno a niveles más bajos. Entre los factores que podrían incidir en esta dinámica podemos citar la aceleración inflacionaria, además de la elevada tasa de las Lebac en relación a los plazos fijos, que incentiva a canalizar el ahorro fuera de los bancos hacia esos instrumentos. De igual manera, el levantamiento del cepo cambiario permitió volver a adquirir divisas, que en Argentina actúan también como un instrumento de ahorro alternativo a los activos en pesos.

*La tasa en dólares muestra una tendencia decreciente, mientras que la situación opuesta se ve en la evolución de la tasa real (teniendo en cuenta la inflación) en pesos*

En suma, del lado de los depósitos se observa que el sistema financiero tiene abundancia de dólares, potenciado además por restricciones legales para prestar. Por su parte, la performance de los fondos en moneda local es más bien negativa, si bien pareciera observarse una mejora relativa en los últimos meses.

### Tasa de Interés en Dólares y Real en Pesos, Activas

(Promedio móvil 6 meses, TNA documentos a sola firma)



Fuente: Movimiento CREA sobre la base a BCRA.

<sup>2</sup> [Comunicación A 6105 del BCRA](#)

Al analizar las tasas, se observa que el costo del financiamiento muestra comportamientos opuestos según se trate de pesos o dólares. Por un lado, la tasa en dólares muestra una tendencia decreciente desde principios de 2016, en sintonía con el significativo aumento de los depósitos en esa moneda y la consecuente necesidad de los bancos de encontrar destino a esos fondos. En particular, la tasa nominal anual (TNA) promedio por documentos a sola firma en dólares fue en abril de 2,78%, prácticamente la mitad de lo registrado en enero de 2016 cuando la TNA era de 5,41%.

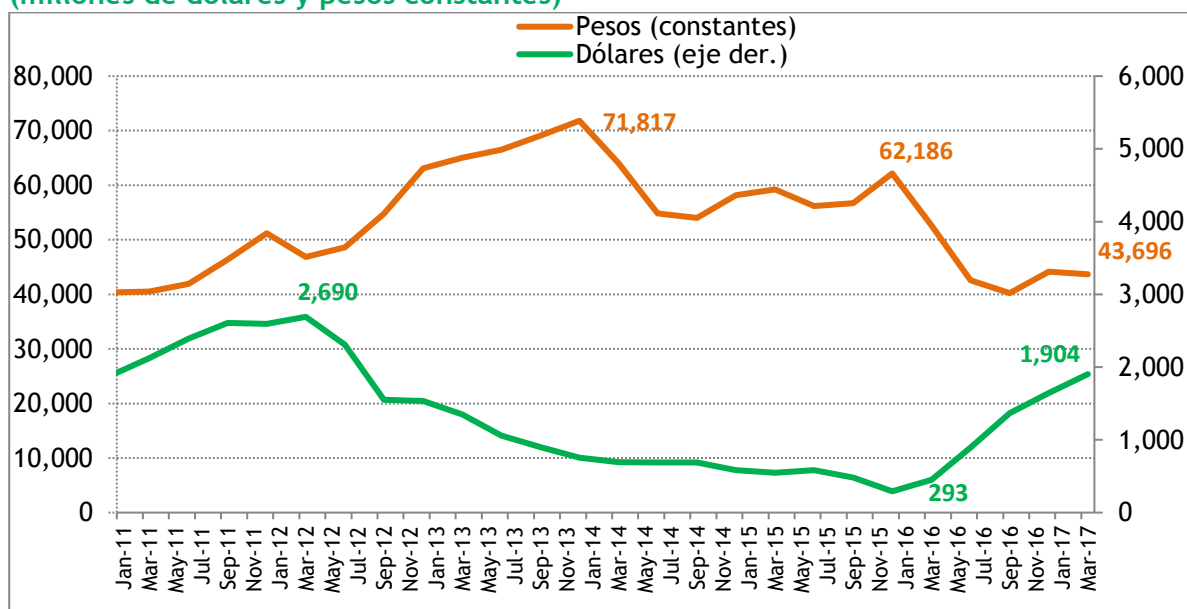
*El sector agropecuario viene incrementando el endeudamiento en moneda extranjera. El stock de crédito en dólares se multiplicó 6,5 veces entre diciembre de 2015 y marzo de 2017.*

Mientras tanto, las tasas reales en pesos muestran un aumento relevante respecto a los valores vigentes en los últimos años y en 2016 volvieron a valores positivos por primera vez desde 2009. A diferencia de la tasa nominal, que es sencillamente la tasa que informa el banco, la tasa real tiene en cuenta cuál es la inflación esperada en el período. Por ejemplo, una tasa de interés en pesos de 10% puede ser alta o baja según cuanto sea la inflación y, vinculado a ello, cuánto vayan a crecer los ingresos en pesos. 20% es una TNA onerosa si espero una inflación de 2% en el próximo año, pero muy conveniente si creo que en el próximo año la variación de los precios va a ser de 50% y los intereses van a ser “licuados” por ello.

Así, como puede verse en el gráfico, en los últimos años la TNA de los documentos a sola firma en pesos estuvo por debajo de la inflación esperada, con lo cual las tasas reales de interés fueron negativas de forma ininterrumpida desde 2009 a mediados de 2015.

Especialmente, a partir de 2016 lograr tasas positivas en términos reales se convirtió en el eje de la política antiinflacionaria encarada por el BCRA, que fija la tasa de referencia para la economía y regula con ello el costo del endeudamiento. Se advierte que desde octubre la tasa de interés real en pesos fue descendiendo gradualmente, en línea con relajamiento de la política de altas tasas implementadas por el BCRA. Sin embargo, los resultados de la inflación de febrero y marzo llevaron a la autoridad monetaria a elevar nuevamente su tasa de referencia, regresando en abril la tasa esperada real en pesos a 2,1% anual. Vale decir que, además, la entidad que preside Federico Sturzenegger dio a entender en su último comunicado que no descarta nuevas subas en la tasa de referencia si la inflación continúa en valores más altos a los esperados en mayo.

### Stock de Préstamos al Sector Agropecuario (millones de dólares y pesos constantes)



Fuente: Movimiento CREA sobre la base a BCRA.

Al margen de que desde el punto de vista de quien toma un crédito las tasas negativas en términos reales son favorables, lo cierto es que desde el punto de vista macroeconómico la situación acarrea varias dificultades. En efecto, la permanencia de tasas reales negativas durante largos periodos de tiempo es uno de los factores principales que explica el bajo desarrollo del sistema financiero argentino, afectando la disponibilidad de financiamiento y generando la preferencia por instrumentos de ahorro como el dólar o

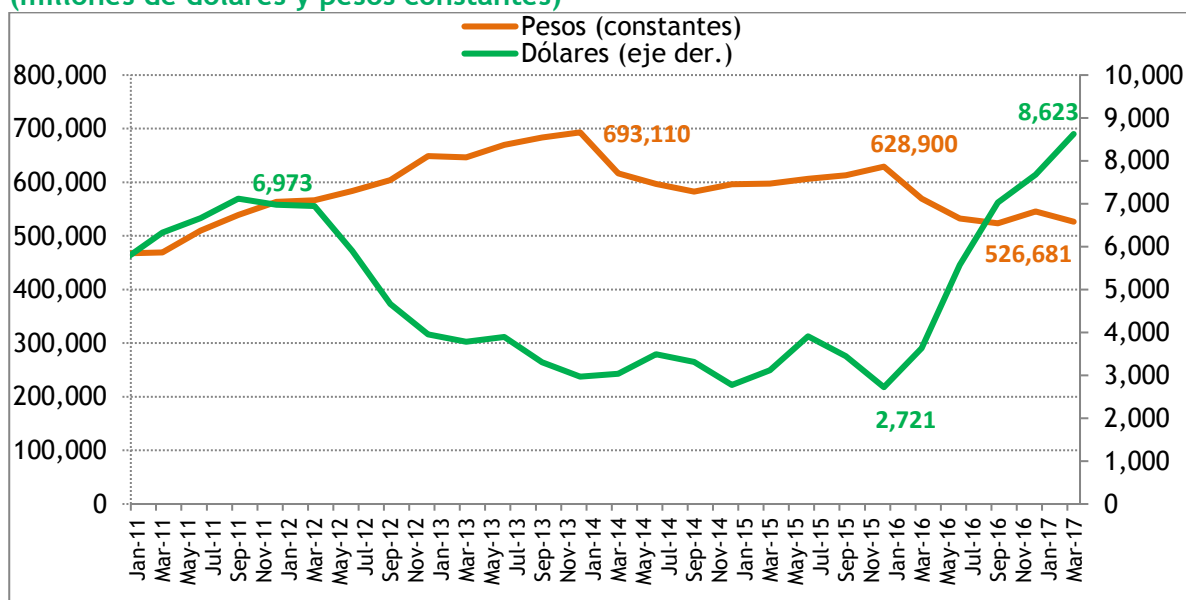
los inmuebles. Por otra parte, tasas positivas son favorables para los ahorristas en general, que pueden proteger el valor de su capital, y también son beneficiosas de manera indirecta si contribuyen a la estabilización de la economía en torno a los objetivos del Gobierno.

Con este panorama, tasas en dólares en baja y tasas reales en pesos al alza, encontramos que el sector agropecuario viene incrementando el endeudamiento en moneda extranjera, desde el cambio de Gobierno. En efecto, el stock de crédito en dólares se multiplicó 6,5 veces entre diciembre de 2015 y marzo de 2017. Así, el financiamiento en dólares pasó de representar el 4,2% del crédito al sector al 27,6% en ese lapso. Pese a que este incremento es muy significativo, se debe tener en cuenta que se partió de una base muy baja dado que en diciembre de 2015 el stock de deuda en dólares del sector era un 88% inferior al vigente en 2011. Así mismo, la porción de la deuda total nominada en moneda extranjera no es demasiado distinta del promedio observado entre 2007 y 2011 previo a la implementación del cepo (30,4%). Por estos motivos, no puede decirse todavía si lo que observamos es un cambio de tendencia.

Mirando el financiamiento en pesos, el stock de deuda en moneda local constante del sector agropecuario tuvo una disminución de 30% desde diciembre de 2015, probablemente vinculado a las elevadas tasas en moneda local. Puede además verse en el gráfico que entre septiembre y marzo se observó un crecimiento de 8,9% en el stock de financiaciones en pesos en moneda constante, en línea con el relajamiento de la política monetaria que comenzó lentamente desde fines de mayo y con mayor intensidad a partir de octubre. Con el nuevo ciclo de alza de tasas a partir de abril, resta por ver si la recuperación se mantiene o se reanuda un comportamiento negativo de los préstamos en moneda local.

Vinculado a esto, la estabilidad del tipo de cambio nominal, que creció sólo 6,6% interanual en abril, podría haber favorecido la toma de crédito en dólares, en la medida que abarata este tipo de créditos en relación a aquellos en pesos. En efecto, la TNA por un préstamo a sola firma en abril de 2016 era de 33,23%, mientras que en dólares era de 4,2%. Si agregamos la devaluación del período, la TNA de 4,2% en dólares equivalió a una tasa de 11% en pesos, un tercio de la que se obtuvo endeudándose en moneda local. De todas formas, no se debe perder de vista el riesgo que implica contraer deudas en moneda extranjera, en la medida que una devaluación puede encarecer fuertemente la amortización de estos compromisos, riesgo inexistente al contraer pasivos en pesos.

### Stock de Préstamos al Sector Privado excluido el agro (millones de dólares y pesos constantes)



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

Por otra parte, se debe destacar que el comportamiento del sector agropecuario es similar a lo que se observa en el resto del sector privado. En particular, el stock de crédito en pesos en moneda constante del sector privado, excluido el agro, cayó 17,5% desde diciembre, mientras que las financiaciones en dólares se multiplicaron 3,2 veces. Si bien en ambos casos se aprecia un dinamismo muy superior de los préstamos en dólares, el mayor crecimiento en el rubro agropecuario podría deberse a las restricciones vigentes para ser sujeto de crédito en moneda extranjera. Recordemos en este punto que, como

comentábamos en la sección depósitos, tener un flujo de ingresos en dólares es una de las condiciones que permite el acceso al endeudamiento en esta divisa.

En definitiva, se observa que desde el cambio de Gobierno las tasas en dólares se abarataron mientras que lo inverso ocurrió con las tasas en pesos. En este marco, el stock de crédito en dólares del sector agropecuario tuvo un importante crecimiento, mientras que la cartera de préstamos en pesos de los bancos, en moneda constante, sufrió una contracción. Igual tendencia pero en una magnitud algo menor se observó en el sector privado, situación que estaría vinculada a un menor acceso al financiamiento en dólares.



# RELEVAMIENTO DE LÍNEAS DE CRÉDITO

Realizamos un relevamiento de las líneas de crédito disponibles para el sector agropecuario entre entidades líderes del mercado. Los resultados son consistentes con el panorama descrito en las secciones anteriores.

En este apartado se detallan las principales líneas de financiamiento en pesos, destinadas a las empresas del sector agropecuario, vigentes al mes de mayo de 2017. La información se obtuvo a través de un relevamiento a entidades bancarias<sup>3</sup>, tanto públicas como privadas, realizado por el Área de Economía de AACREA. Los datos obtenidos se procesaron y sintetizaron de manera de facilitar la visualización y comparación de los mismos.

## Stock de Préstamos al Sector Privado (excluido el agro) (2011 = 100)

	2016	2017	Var. Interanual
<b>Líneas Promedio por Banco</b>			
\$	7,8	9,3	19,2%
US\$	2,8	4	42,9%

<b>Tasa Promedio (TNA)</b>			
\$	28,0%	23,0%	-17,9%
mínima	20,0%	13,0%	-35,0%
máxima	39,0%	37,0%	-5,1%
US\$	5,6%	4,0%	-29,1%
mínima	4,8%	2,0%	-58,3%
máxima	6,5%	6,0%	-7,7%

Fuente: Fuente: Movimiento CREA en base a relevamiento realizado a entidades bancarias durante mayo de 2017.

Como puede verse en el cuadro, las líneas promedio por banco disponibles para el sector pasaron de 7,8 a 9,3 (19,2% de crecimiento) en el caso de las financiaciones en pesos. Entre de las opciones de financiamiento en moneda local, se destacó que varias de las entidades participantes ofrecen fondos en pesos para la compra de campos hasta cinco años de plazo, modalidad no reportada el año pasado. Al tiempo que se amplió el menú de opciones disponible, también disminuyó la tasa ofrecida promedio, desde una TNA promedio de 28% a una de 23%. En relación a este último punto las tasas analizadas se encuentran vigentes al mes de mayo y podrían variar en el futuro.

*Se verificó un crecimiento de las líneas disponibles y una baja en las tasas de interés. El alza fue mayor en las líneas en dólares.*

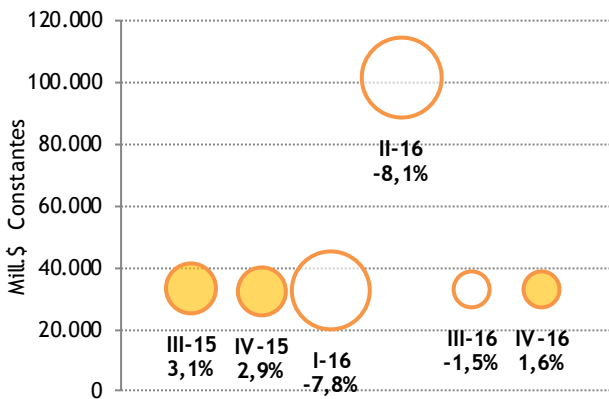
Observando las opciones de financiamiento en dólares, se aprecia un crecimiento incluso mayor, pasando de 2,8 líneas por banco en 2016 a 4 en 2017 (42,9% de alza). De igual forma, la tasa promedio ofrecida paso de 5,6% a 4% anual. Entre las nuevas alternativas de fondeo o no reportadas en 2016, se encuentran la posibilidad de obtener créditos en dólares para la compra de hacienda o para la adquisición de maquinaria en la modalidad prenda.

De esta manera, el panorama observado en el relevamiento es coherente con las estadísticas del BCRA. Especialmente, las líneas en dólares disponibles para el sector tuvieron un crecimiento importante al tiempo que se redujo la tasa ofrecida. Las opciones en pesos registraron de igual manera un crecimiento, aunque menor, y mostraron una menor tasa en sintonía con una política monetaria menos restrictiva por parte del BCRA.

<sup>3</sup> Los bancos que brindaron información fueron: Banco Provincia de Bs. As., BBVA Francés, Galicia, Macro, Nación, Santander Rio e ICBC.

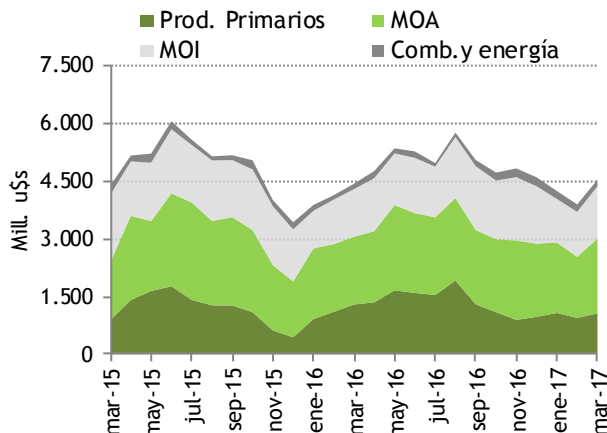
# AGROECONOMÍA

## PIB Agropecuario, Caza y Silvicultura



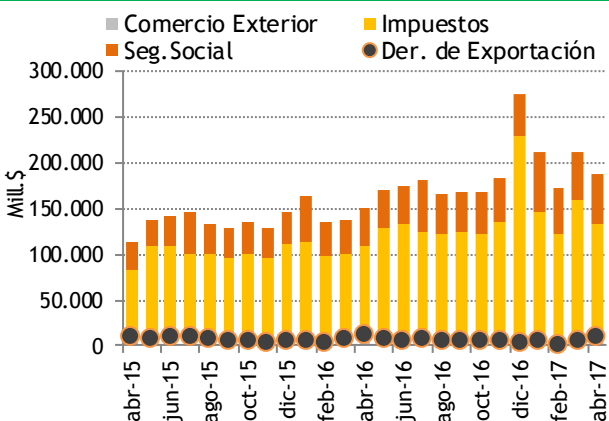
\* El tamaño de la burbuja representa la var. interanual  
Fuente: INDEC

## Exportaciones



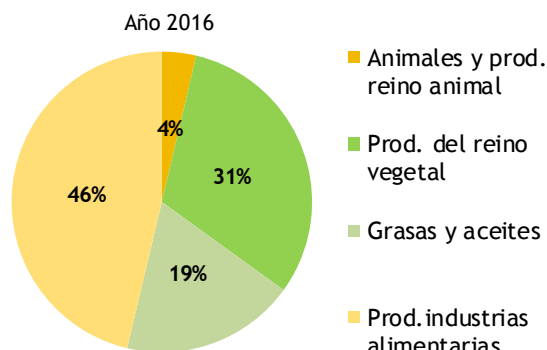
Fuente: INDEC

## Recursos tributarios



Fuente: AFIP

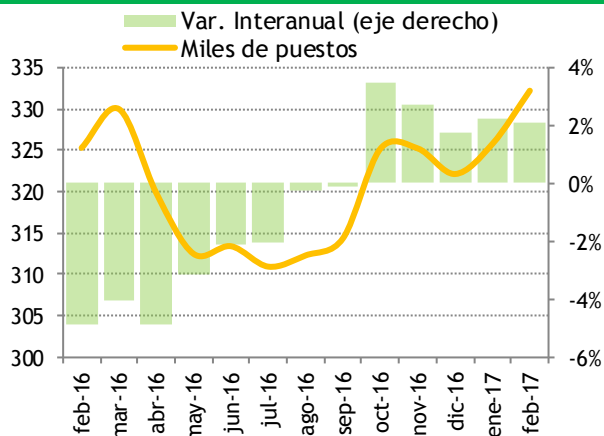
## Derechos de exportación Agro



Acumulado hasta jun

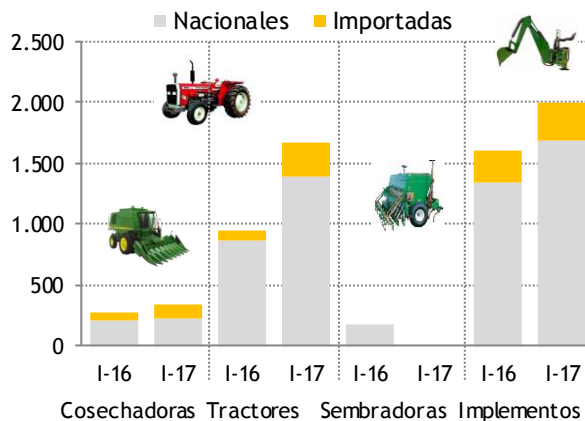
Fuente: AFIP

## Puestos de Trabajo Producción Primaria



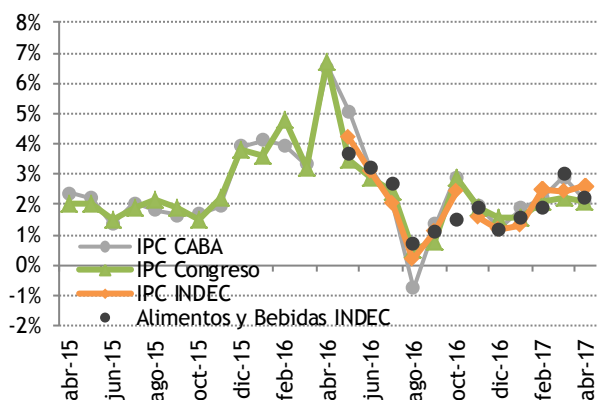
Fuente: MECON

## Maquinaria Agrícola - Unidades vendidas



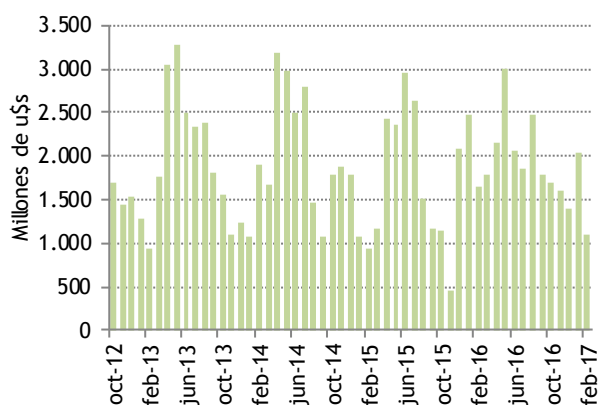
Fuente: INDEC

### IPC - Variación mensual



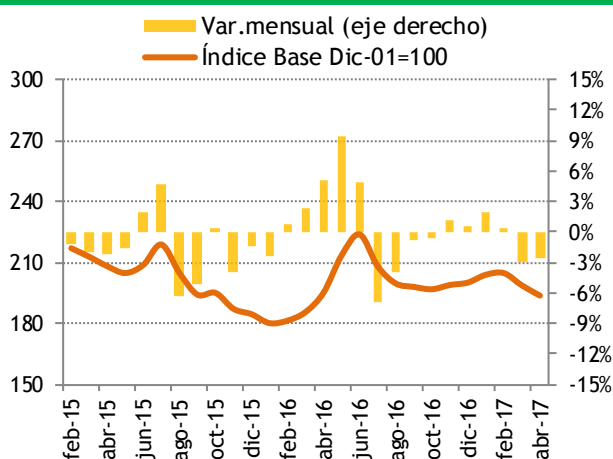
Fuente: INDEC, Congreso, DGEyC CABA

### Liquidación de divisas cereales y oleaginosas



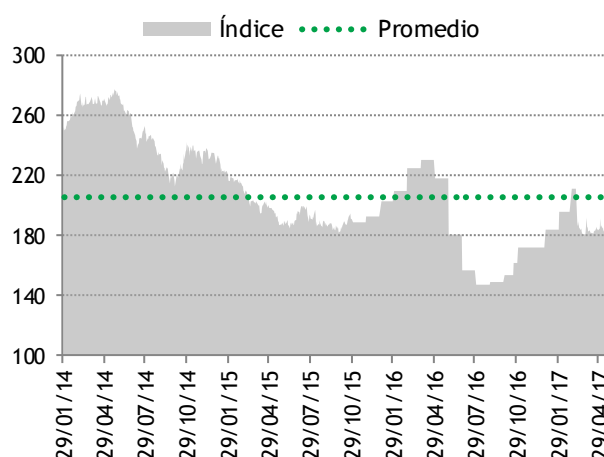
Fuente: MinAgri

### Índice de Precios de Materias Primas



Fuente: BCRA

### Índice de Commodities Argentinas



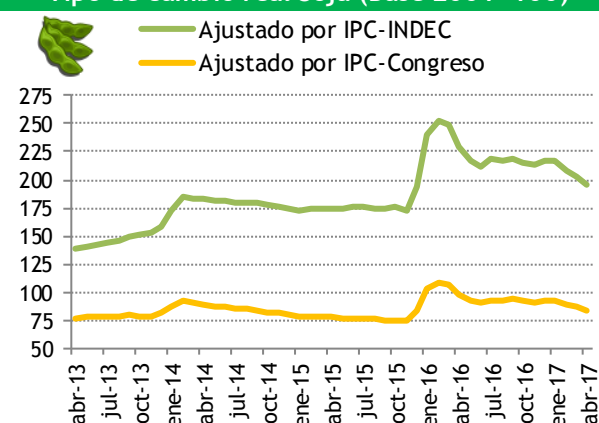
Fuente: MATBA

### Tasas de interés Activas

	en \$		en u\$s
<b>Tasas Generales</b> <span style="float: right;">abr-17</span>			
Adelantos en CC	30,1%	↑	-
Doc.a sola firma (hasta 89 días)	28,1%	↑	1,7% ↓
Créd. Personales (hasta 180 días)	40,3%	↑	-
Tarjetas de crédito	42,9%	↑	19,9% →
<b>Tasas por actividad</b> <span style="float: right;">mar-17</span>			
Cereales, oleag. y forrajeras	28,3%	↑	9,1% ↑
Servicios agrícolas	26,8%	↓	6,1% ↑

Fuente: BCRA

### Tipo de cambio real Soja (Base 2001=100)



Fuente: AACREA

# MERCOSUR

		Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	
Indicadores Macro	Producto Interno Bruto (Tasa de crecimiento)	IV-16	-2,1% ↓	-2,5% ↑	3,4% ↑	3,7% ↑
	Producto Interno Bruto Agro (Tasa de crecimiento)	IV-16	1,6% ↓	-5,0% ↓	-1,5% ↓	4,5% ↑
	Inflación (Variación IPC)	abr-17	2,6% ↑	0,1% ↓	0,5% ↑	0,2% ↓
	Reservas (Millones de u\$s)	abr-17	48.217 ↓	374.957 ↑	7.811 ↑	12.757 ↑
	Tipo de cambio nominal (Moneda local/u\$s)	abr-17	15,36 ↓	3,20 ↑	5.542,5 ↑	28,12 ↓
	Exportaciones (Millones de u\$s)	mar-17	4.527 ↑	20.085 ↑	1.031 ↑	502 ↓
	Importaciones (Millones de u\$s)	mar-17	5.468 ↑	12.940 ↑	909 ↑	704 ↓
<i>Fuente: BCB, BCP, BCRA, BCU, INDEC, INE, MERCOSUR.</i>						
Variables Agro - Campaña 2016/17	Maíz (Millones de ton.)	Producción	40,0 ↑ +	96,0 ↑ +	3,3 ↑ +	0,3 ↓ -
		Exportaciones	27,5 ↑ +	34,0 ↑ +	2,5 ↑ +	0,0 ↓ -
		Consumo doméstico	10,7 ↑ =	60,0 ↑ =	1,4 ↑ +	0,7 ↑ =
	Soja (Millones de ton.)	Producción	56,0 ↓ +	111,0 ↑ +	10,1 ↑ +	3,3 ↑ +
		Exportaciones	9,0 ↓ =	61,9 ↑ +	6,2 ↑ +	3,0 ↑ +
		Consumo doméstico	49,8 ↓ =	45,1 ↑ +	3,9 ↓ +	0,2 ↓ =
	Trigo (Millones de ton.)	Producción	16,0 ↓ =	6,7 ↑ =	1,3 ↓ +	0,8 ↑ -
		Exportaciones	10,2 ↓ +	0,8 ↓ -	0,7 ↓ =	0,4 ↓ -
		Consumo doméstico	5,9 ↓ -	11,7 ↑ +	0,6 ↓ +	0,5 ↓ +
	<i>Fuente: USDA</i>					
	Estimación correspondiente a <b>may-17</b>					

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

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