

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 179 Año 19 – 16 de diciembre de 2019

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Leandro Marcarian, Héctor Rubini y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

Inflación. El IPC aumentó 4,3% en noviembre. En los primeros 11 meses del año acumuló una suba de 48,3%, superior a la inflación de todo el año anterior, de modo que en lo que va de 2019 la inflación de este año es ya la más alta registrada desde el año 1991.

LO QUE HAY QUE SABER

Nuevo ciclo presidencial. El nuevo Presidente, Alberto Fernández, inauguró su gestión el martes 10 de diciembre. Recibe a la economía argentina en recesión, con la 3ª mayor inflación del mundo y un sector público ineficiente y con serios problemas de liquidez. Inevitablemente debe negociar una reestructuración de los vencimientos de la deuda pública y aplicar un programa de estabilización y crecimiento económico creíble y sostenible.

El mundo se desacelera. La percepción de un menor riesgo geopolítico y las políticas económicas expansivas han contribuido a reducir el riesgo de recesión global para 2020. Regiones con desaceleración en el último año como Europa, y los países emergentes, deberían crecer más que EE.UU., pero las bases de la economía mundial no lucen sólidas.

Chile, de las protestas a la recesión: Las protestas en Chile no cesan. La economía se paralizó más de lo esperado y las autoridades temen una recesión. El presidente Piñera anunció un paquete de medidas fiscales transitorias para 2020. Sin embargo, la mayor parte de ese paquete está destinado a la reconstrucción de lo destruido y no a atender a las demandas que generaron las protestas.
















Brexit, hecho consumado: El Primer Ministro Boris Johnson logró un contundente triunfo en las elecciones legislativas de esta semana, lo que le permite ahora concretar la salida unilateral de Gran Bretaña de la Unión Europea. Sin embargo, el Partido Nacionalista Escocés aumentó notablemente la cantidad de legisladores electos. La ministra principal de Escocia, Nicola Sturgeon, desea convocar a un nuevo referéndum para lograr la independencia de ese país, pero Boris Johnson ha afirmado que no permitirá la celebración de esa consulta.

LO QUE VIENE

Nuevo plan económico. Se espera en diciembre y enero la sanción de leyes que delinearán el nuevo plan económico de Alberto Fernández, y el inicio de las negociaciones sobre la deuda pública con acreedores privados y el FMI.

Nueva tregua entre China-EEUU. Las autoridades de ambos países firmarían en los primeros días de enero los términos de la primera fase de una aparente tregua comercial por 18 meses. China aumentaría sus compras de bienes agrícolas estadounidenses, y EE.UU. suspendería toda nueva suba de aranceles a importaciones de bienes de origen chino

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE NOVIEMBRE DE 2019

| | | 2019 | | | | Tendencia hasta noviembre |
|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------|------------|---------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| | | Agosto | Septiembre | Octubre | Noviembre | |
| IPC Var. % mensual |  | 4,0% | 5,9% | 3,3% | 4,3% |  |
| IPC Var. % interanual |  | 54,5% | 53,5% | 50,5% | 52,1% |  |
| Industria % uso capacidad instalada |  | 60,5% | 57,7% | 62,1% | s.d. |  |
| | | 2019 | | | | Tendencia hasta noviembre |
| | | Agosto | Septiembre | Octubre | Noviembre | |
| LELIQ % nom. anual en \$ al último día del mes |  | 83,3% | 78,4% | 68,0% | 63,0% |  |
| EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes |  | 2.532 | 2.143 | 2.278 | 2.262 | Estable |
| Dólar \$/U\$S prom. bancos al último día del mes |  | 59,1 | 56,5 | 58,5 | 59,9 | Estable |
| IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual |  | 49,2% | 35,2% | 31,9% | 49,8% |  |
| Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales |  | 1,0% | 0,7% | 0,0% | 1,0% | Estable |
| Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales |  | -3,2% | -26,1% | -8,9% | -9,5% |  |

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|----------|--------------|--------------------------------------------|----------------|------------------|-------|------------------|--|
| PRECIOS | IPC C.A.B.A | Direccion General de Estadística y Censos. | Noviembre 2019 | Var. % mensual | 4,0% | 2,8% | |
| | | | | Var.% interanual | 49,0% | 47,2% | |
| | IPC G.B.A | INDEC | Noviembre 2019 | Var. % mensual | 4,1% | 3,2% | |
| | | | | Var.% interanual | 51,4% | 49,7% | |
| | IPC NACIONAL | INDEC | Noviembre 2019 | Var. % mensual | 4,3% | 3,3% | |
| | | | | Var.% interanual | 52,1% | 50,5% | |

II. ACTIVIDAD

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|--------|-------------------|-------------------------------------|--------|------------------|--|
| Demanda interna | Ventas en Shoppings | INDEC | Setiembre 2019 | Var. % interanual a p.corrientes | 45,4% | 43,4% | |
| | Ventas en Supermercados | | Setiembre 2019 | Var. % interanual a p.corrientes | 45,2% | 51,3% | |
| | Patentamiento autos 0 Km | ACARA | Noviembre 2019 | Var.%interanual | -35,4% | -33,2% | |
| Actividad | Estimador Mensual de Actividad Economica | INDEC | Setiembre 2019 | Var.% mensual (sin estacionalidad) | -1,6% | -0,8% | |
| | | | | Var.% interanual | -2,1% | -3,6% | |
| | | | | Var. % ene- set '19 vs ene- set '18 | -2,3% | -2,3% | |
| | PBI | | 2° Trimestre 2019 | Var. % ene-jun '19 vs ene-jun '18 | -2,5% | -5,8% | |
| Actividad Industrial | Índice de Producción Industrial Manufacturero | INDEC | Octubre 2019 | Var.% interanual | -2,3% | -5,1% | |
| | | | | Var. % ene-oct '19 vs ene-oct '18 | -7,2% | -7,8% | |
| | Uso capacidad instalada | | Setiembre 2019 | % uso capacidad instalada | 57,7% | 60,5% | |
| Construcción | Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción | INDEC | Octubre 2019 | Var.% interanual | -9,5% | -8,5% | |
| | | | | Var. % ene-oct '19 vs ene-oct '18 | -8,3% | -8,1% | |
| Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna | IVA DGI (Bruto) | AFIP | Noviembre 2019 | Var % mensual | 7,7% | 7,5% | |
| | | | | Var. interanual | 43,5% | 39,9% | |
| | Var % mensual | | | 11,6% | 7,7% | | |
| | Var. interanual | | | 42,1% | 27,3% | | |
| | Var % mensual | | | 5,3% | 7,7% | | |
| | Var. interanual | | | 51,8% | 58,0% | | |

III. COMERCIO EXTERIOR

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|-------------------|-------------------------|--------|--------------------|-------------------|--------|------------------|--|
| Comercio Exterior | Exportaciones | INDEC | Octubre 2019 | Nivel (US\$ M) | 5.889 | 5.746 | |
| | | | Enero-Octubre 2019 | Nivel (US\$ M) | 53.848 | 47.959 | |
| | | | | Var. % interanual | 5,4% | 4,9% | |
| | Importaciones | | Octubre 2019 | Nivel (US\$ M) | 4.121 | 4.002 | |
| | | | Enero-Octubre 2019 | Nivel (US\$ M) | 42.583 | 38.462 | |
| | | | | Var. % interanual | -25,6% | -26,2% | |
| | Saldo balanza comercial | | Octubre 2019 | Nivel (US\$ M) | 1.768 | 1.744 | |
| | | | Enero-Octubre 2019 | Nivel (US\$ M) | 11.265 | 9.497 | |

PANORAMA DE ARGENTINA

LOS DESAFÍOS PARA EL NUEVO GOBIERNO.

Héctor Rubini

El nuevo Presidente, Alberto Fernández, recibe a la economía argentina en recesión, con la 3ª mayor inflación del mundo y un sector público ineficiente y con serios problemas de liquidez. Inevitablemente, debe negociar una reestructuración de los vencimientos de la deuda pública, y aplicar un programa de estabilización y crecimiento económico creíble y sostenible.

1. *Alberto Fernández: de los festejos a los problemas*

Esta semana se inició la presidencia de Alberto Fernández. Los anuncios de su nuevo equipo económico, no han terminado de disipar las dudas respecto del futuro rumbo a partir de este mes. La necesidad de un programa antiinflacionario y de recuperación de crecimiento económico exige una acción directa para revertir la dinámica decepcionante de la última década. En realidad, ya desde 2007 se retornó a números fiscales en rojo de manera permanente, y la inflación empieza a acelerarse desde 2007-2008 (inicio de la manipulación oficial de las estadísticas de inflación, actividad y empleo hasta 2015), y de manera inequívoca se bica en los dos dígitos anuales desde 2010. Desde 2011 se registra un comportamiento de la actividad con crecimiento del PBI los años impares y caídas en los años pares. Una extraña regularidad que se interrumpe el año pasado y el corriente, cerrándose un bienio con dos caídas consecutivas del PBI. Un desplome que probablemente recién se revierta en 2021.

La nueva administración deberá avanzar rápidamente en la atención de urgencias de corto plazo y de reformas que permitan recuperar el terreno perdido en toda la década, y en gran medida en los últimos cuatro años. La economía que llega a fin de este año más personas en condiciones de pobreza (al menos 4 millones) que, a fin de 2015, una inflación en torno de 58% para este año (la tercera mayor del mundo) y un Sector Público No Financiero al borde de la cesación de pagos. Los dólares prestados por el FMI fueron gastados íntegramente para pago de servicios de la deuda pública, gastos corrientes y para la intervención del BCRA en el mercado cambiario.

La administración Macri llegó a su fin con deuda interna pública en default, control de cambios y a los movimientos de capitales, el abandono (de facto) del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, y una aguda crisis de liquidez en el sector privado. Esto afecta no sólo a micro y pequeñas y medianas empresas, sino ya a empresas no financieras de todo el país. Los casos más conocidos y críticos han sido el de la corredora de cereales BLD, todavía sin solución definitiva a la vista, el default de la aceitera Vicentín y de Celulosa Argentina, y la reestructuración de deuda anunciada por Loma Negra para enero. Por otro lado, de no revertirse en breve la sequía junto al prematuro salto de la temperatura ambiente, la pérdida de grandes extensiones de cultivos de granos gruesos y pasturas van a complicar a no pocos productores agropecuarios.

A pesar del sesgo menos intervencionista de la administración Macri en el sistema financiero, el comercio interior y exterior, y en la determinación de sus precios, no ha sido un gobierno realmente “neo” liberal. Nunca mostró avances hacia una efectiva desregulación de mercados (especialmente el laboral), ni en el achicamiento del Estado, ni en una reforma tributaria en serio, que alivie la carga de los impuestos para el sector privado. En materia comercial se levantaron restricciones cuantitativas a importaciones, no de manera masiva, y sin responder a un programa claramente definido.

En materia financiera y cambiaria, el sesgo “liberal” se vio siempre desdibujado por un Banco Central no independiente, y que en los cuatro años mantuvo una política ambivalente, con libertad para la determinación del tipo de cambio y de las tasas de interés, junto a la influencia permanente de la autoridad monetaria sobre ambas variables. El “sinceramiento” tarifario (una suerte de “Rodrigazo” en cuotas) fue dirigido por el propio gobierno, y la desregulación en la indexación de precios regulados, no siguió criterios homogéneos entre sectores ni pareció responder estrictamente a criterios de mercado. Peor aún, el mal manejo de la crisis cambiaria del año pasado desde sus inicios devino en políticas acordadas con el Fondo Monetario Internacional, que comenzaron con la administración de tasas de interés y del tipo de cambio, y finalmente condujo desde abril de este año a la secuencia de controles de precios “light”, default de la deuda interna, restricciones cambiarias moderadas (“cepo cambiario”), y luego las de tipo prohibitivo aplicadas desde el 28 de octubre que operan también como instrumento de control a los movimientos de capitales.

Este intervencionismo, propio de los años del kirchnerismo, profundizó la recesión del año pasado, aceleró a inflación y condujo al cierre de empresas y una destrucción de ingresos y de puestos de trabajo que no parece haber llegado a su fin. De todas formas, y sin contarse con información completa a la fecha, el cierre de la gestión de Macri muestra indicadores económicos marcadamente peores que los que dejó el kirchnerismo a fin de 2015:

CUADRO 1. LA ECONOMÍA ARGENTINA BAJO CRISTINA F. DE KIRCHNER (2012-15) Y MAURICIO MACRI (2016-19)

1.a. Indicadores promedio (2012-2015 vs. 2016-2019)

| INDICADOR | U. de medida | Promedio anual 2012-2015 (Adm. CFK II) | FUENTE | Promedio anual 2016-2019 (Adm. Macri) | FUENTE |
|-----------------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------|-----------------|---------------------------------------------|-----------------|
| Inflación (IPC) | Var. % | 30,25 | Est. Propia | 38,55 | Est. Propia |
| Crecimiento PBI | Var. % | 0,4 | Est. Propia | -1,2 | Est. Propia |
| Desempleo mano de obra | % de Pobl. Econ. Activa | 7,2 | Est. Propia | 8,9 | Est. Propia |
| Déficit fiscal/PBI | % | 4,2 | Min. Hacienda | 5,9 | Est. Propia |
| Déficit fiscal primario/PBI | % | 2,7 | Min. Hacienda | 2,9 | Est. Propia |
| Déficit cuenta corriente/PBI | % | 1,8 | INDEC | 3,5 | Est. Propia |
| Exportaciones | Mill. U\$S | 67.050 | INDEC | 60.834 | Est. Propia |
| Importaciones | Mill. U\$S | 66.794 | INDEC | 59.568 | Est. Propia |
| Tipo de cambio | \$/U\$S | 6,86 | BCRA | 26,18* | BCRA |
| Riesgo país | Puntos básicos | 857 | JP Morgan Chase | 658 | JP Morgan Chase |
| Tasa prom. Adel. c/doc. Más de \$ 10 M a 7 d. | % anual en \$ | 20,0 | BCRA | 43* | BCRA |
| Tasa promedio prést. personales | % anual en \$ | 37,1 | BCRA | 49,1* | BCRA |

*Calculado hasta el último día hábil de noviembre de 2019

Nota: Las estimaciones propias del período 2012-2015 corresponden a variables distorsionadas por la intervención al INDEC entre 2007 y 2015 que después del 10 de diciembre de 2015 no pudieron ser reconstruidas y empalmadas con series confiables después del 10 de diciembre de 2015. El ratio déficit fiscal/PBI fue reconstruido a partir de la información del Ministerio de Hacienda para 2012-2015, período en el que, al igual que en varios años anteriores, se publicaba incorrectamente un nivel de ingresos corriente que incluía fuentes de financiamiento externas al Sector Público No Financiero (nacional).

Fuente: Elaboración propia.

1.b. La economía real (año 2015 y año 2019)

| INDICADOR | U. de medida | Año 2015 | FUENTE | Año 2019 | FUENTE |
|----------------------------------------------|--------------|-----------|---------------|-----------|-------------|
| PBI | U\$S Mill. | 642.472 | INDEC | 453.853 | Est. Propia |
| Inflación (IPC prom.) | Var. % | 28,0 | Est. Propia | 54,5 | Est. Propia |
| Crecimiento PBI | Var. % | 2,7 | Est. Propia | -2,8 | Est. Propia |
| Ingreso por habitante | U\$S | 14.895 | INDEC-FMI | 10.010 | Est. Propia |
| Stock de deuda sector púb. No financ. (nac.) | Mill. U\$S | 253.989,2 | Min. Hacienda | 325.242,4 | Est. Propia |
| | % PBI | 39,5% | Min. Hacienda | 71,7% | Est. Propia |

Fuente: Elaboración propia.

1.c. Indicadores monetarios y financieros (fin de noviembre 2015 y fin de noviembre 2019)

| | INDICADOR | U. de medida | Año 2015 | FUENTE | Año 2019 | FUENTE |
|-------------------|----------------------------------------------------|----------------|----------|-----------------|-----------|-----------------|
| (a) | Base monetaria | Mill. \$ | 536.761 | BCRA | 1.671.621 | BCRA |
| (b) | Letras BCRA + pasivos pasivos netos | Mill. \$ | 400.640 | BCRA | 1.046.678 | BCRA |
| (c) | Reservas Intern. Brutas | Mill. U\$S | 25.615 | BCRA | 43.772 | BCRA |
| (a) / (c) | Base monetaria / Res. Int. Brutas | \$/U\$S | 21,0 | BCRA | 38,2 | BCRA |
| [(a) + (b)] / (c) | Pasivos BCRA remun y no remun/Reservas Int. Brutas | \$/U\$S | 36,6 | BCRA | 62,1 | BCRA |
| | Tipo de cambio oficial/mayorista | \$/U\$S | 9,69 | BCRA | 59,85 | BCRA |
| | Riesgo país (Spread sobre bonos del Tesoro EE.UU.) | Puntos básicos | 487 | JP Morgan Chase | 2.262 | JP Morgan Chase |

Fuente: Elaboración propia.

1.d. Indicadores de pobreza e indigencia (2° semestre 2016 y 1er semestre 2019)

| INDICADOR | U. de medida | 2016 (2° semestre) | FUENTE | 2019 (1° semestre) | FUENTE |
|---------------------|------------------|-----------------------|--------|-----------------------|--------|
| Hogares pobres | Núm. de hogares | 21,5 | INDEC | 25,4 | INDEC |
| Personas pobres | Núm. de personas | 30,3 | | 13,1 | |
| Hogares indigentes | Núm. de hogares | 4,5 | INDEC | 5,5 | INDEC |
| Personas indigentes | Núm. de personas | 6,1 | | 7,7 | |

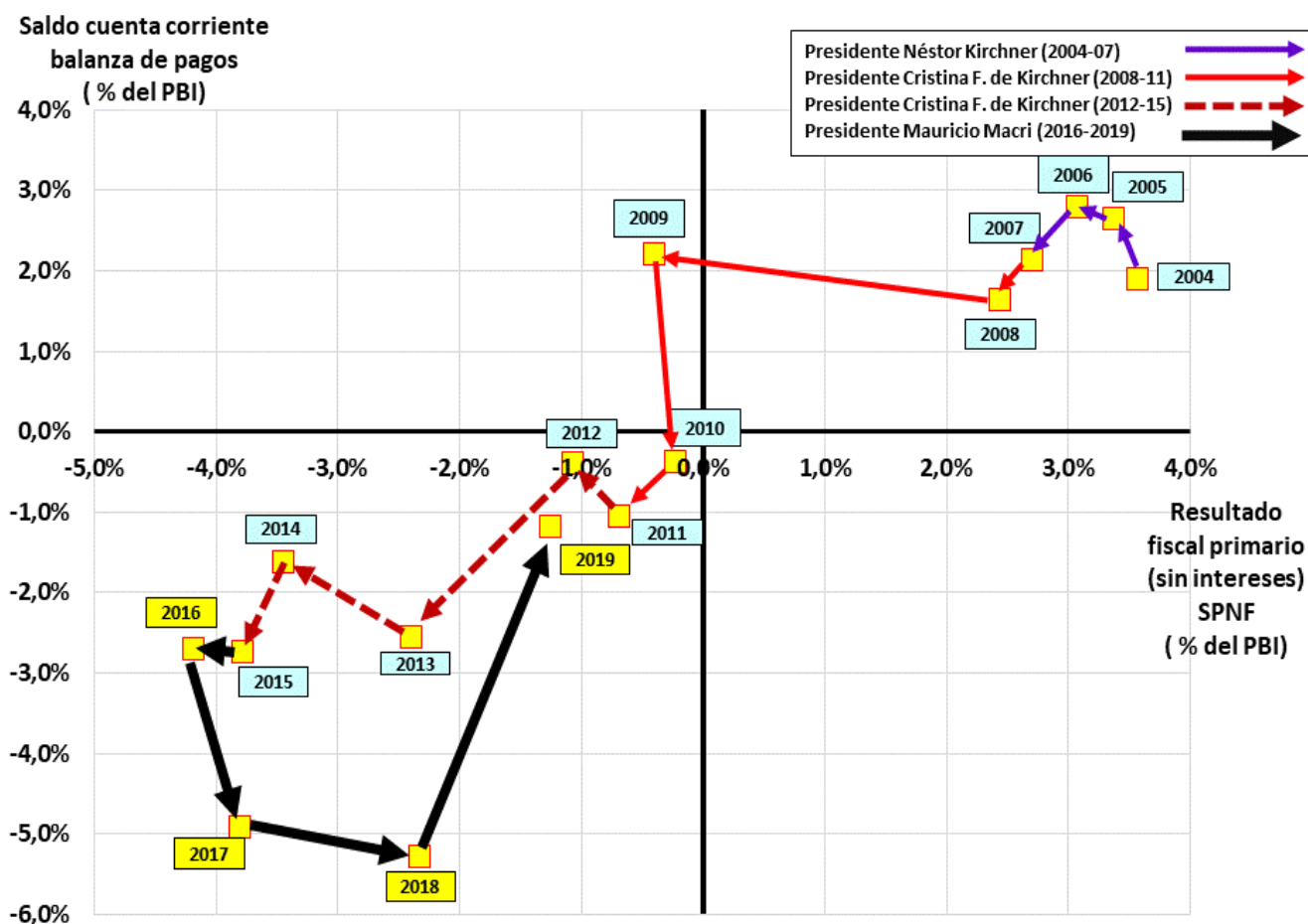
| INDICADOR | U. de medida | 2015 (3° semestre) | FUENTE | 2019 (3° semestre) | FUENTE |
|--------------------|---------------|-----------------------|--------|-----------------------|--------|
| Tasa de pobreza | % de personas | 28,5 | UCA | 40,8 | UCA |
| Tasa de indigencia | | 4,5 | | 8,9 | |

Nota: la información de INDEC es la primera disponible luego de la intervención al organismo, que puede ser comparable con los datos de este año.

Fuente: Elaboración propia

Los indicadores del actual escenario económico reflejan un proceso de marcado deterioro, explicable fundamentalmente por el deficiente manejo de la crisis de balanza de pagos iniciada a fin de abril de 2018. El sesgo fiscal expansionista iniciado en 2009 se mantuvo con vaivenes, a lo que siguió una política de reducción mínima el resultado primario en 2017, y dos años de duro ajuste en 2018 y 2019.

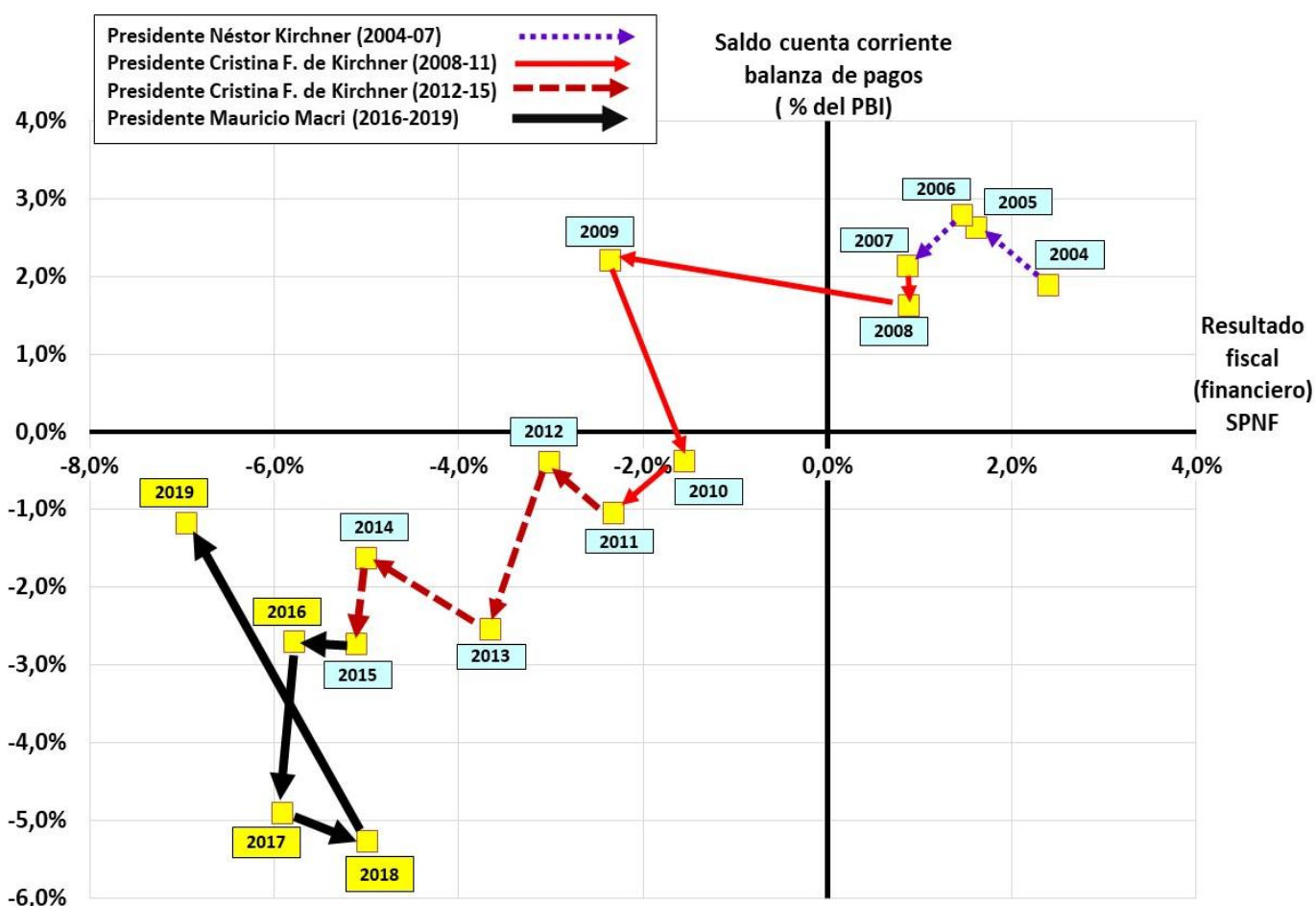
GRÁFICO 1. RESULTADO FISCAL PRIMARIO Y SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS % DEL PBI (2004 A 2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y de la Secretaría de Hacienda

El impacto de la recesión resultante permitió reducir importaciones y mejorar el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, no compensó siquiera, los egresos por intereses a pagar de un proceso de exagerado endeudamiento en los dos primeros años de esta administración, a lo que siguió la fuerte emisión de letras de corto plazo en 2018 y este año. La corrección parcial del déficit de cuenta corriente refleja una falta de competitividad que se arrastra desde 2007 a partir de las políticas de sesgo inflacionista aplicadas desde 2007, y que la administración Macri exacerbó, con una política inflacionista que mantuvo como prioridades una seguidilla de fuertes subas de tarifas públicas y precios regulados, el traslado a precios de subas de costos (salariales y no salariales) y la promoción de créditos indexados. Inevitablemente las autoridades perdieron credibilidad aun a pesar de haber ganado la elección de medio término de 2017, y el resultado fue no sólo el hasta ahora primero y único fracaso en el mundo de un régimen de “inflation targeting”, sino un escenario complicado por la pesada carga de los vencimientos de la deuda. Sólo los intereses explican la diferencia entre el gráfico anterior y el que se presenta a continuación. El resultado financiero del último año de la administración Macri (tanto en términos absolutos como en porcentaje del PBI, es el peor de los últimos 15 años, y no está nada lejos de varios de los peores de los últimos 70-80 años:

GRÁFICO 2. RESULTADO FISCAL TOTAL (FINANCIERO) Y SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS % DEL PBI (2004 A 2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y de la Secretaría de Hacienda

En síntesis: la actual administración recibe de la anterior un sector público endeudado y prácticamente desfinanciado, y una economía en recesión, con racionamiento de divisas y de crédito, niveles elevados de las tasas de interés y de la tasa de inflación, actividad con pocos signos de potencial recuperación y una persistente precarización laboral. **Las tareas requeridas para revertir esta realidad superan a cualquier amateur o dogmático principista. Exigen equipos profesionales, experimentados y que sigan un plan coherente y realista. Sin un equipo de profesionales, y sin un programa de estabilización y crecimiento coherente y creíble, todo puede empeorar.**

2. *La nueva gestión: giro al intervencionismo, pero sin autoritarismo*

El primer mensaje al país del presidente electo Alberto Fernández mostró un breve pantallazo del complicado escenario actual. Marcó claramente el abandono de las políticas y enfoques del gobierno anterior, y marcó con énfasis las prioridades inmediatas de su gestión:

1. Combatir el hambre y la pobreza.
2. Mejorar la situación de los jubilados y pensionados.
3. Reactivar el mercado interno vía microcréditos subsidiados a pequeñas y medianas empresas.
4. Renegociar los vencimientos de la deuda pública, priorizando la secuencia “crecer primero, y pagar después”.

En materia legislativa, se espera la presentación de un proyecto de ley para declarar la emergencia económica, social y sanitaria, y en ese marco aplicar las medidas básicas que según varios medios serían, entre otras, las siguientes:

- 1- Facultar al Poder Ejecutivo a extinguir o rebajar contribuciones patronales de empresas que incrementen los salarios de sus empleados, disponer incentivos impositivos para obras sociales y clínicas, y sobre programas de vacunación, revisar los cuadros de tarifas públicas, suspensión del último pacto fiscal con las provincias que las obligaba a reducir la carga del Impuesto a los Ingresos Brutos y otros.
- 2- Establecer una sobretasa o penalidad a los retiros en efectivo de los bancos por parte de empresas, exceptuándose comercios y personas físicas.
- 3- Disponer una moratoria impositiva para las PyMes.
- 4- Devolución de IVA (hasta \$700) a beneficiarios de jubilaciones, pensiones, Asignación Universal por Hijo y salarios.
- 5- Aumento de la alícuota del Impuesto a los Bienes Personales
- 6- Aplicación de un recargo de 30% al tipo de cambio para la compra de dólares para turismo y para los pagos a servicios del exterior y compra online de bienes importados.

Luego de los iniciales anuncios del Presidente y del nuevo ministro de Economía Martín Guzmán, a fin de la semana pasada se emitieron decretos emitidos que aumentan las retenciones a las exportaciones de bienes de origen agropecuario, y se establece por 180 días la doble indemnización para despidos sin justa causa.

El Presidente anunció que no se dará tratamiento parlamentario al proyecto de ley de Presupuesto 2020 enviado por el gobierno de Macri al Congreso Nacional, de modo que, **por tiempo en principio indeterminado, la política fiscal se ajustará a lo dispuesto en la ley de Presupuesto de este año.** El lineamiento básico es el de un reordenamiento macro a partir de criterios e instrumentos establecidos por el Poder Ejecutivo y a discutir con representantes sectoriales en dos ámbitos: a) el de un Consejo Económico y Social de donde surjan los llamados “Acuerdos Básicos de Solidaridad en la Emergencia” con énfasis en mecanismos para reactivar el mercado interno, y b) un Consejo Económico y Social para el Desarrollo, para debatir propuestas a ser incluidas en un programa o “Proyecto Nacional” para la próxima década. Los detalles se conocerían este fin de semana o la semana próxima.

3. *Desafíos para la nueva administración*

Uno de los más urgentes es el de negociar un calendario de vencimientos de la deuda que sea pagable para nuestro país. La herencia que recibe en términos de stocks, es de un fisco endeudado, con escasa liquidez, un banco central con patrimonio neto negativo, y otros entes estatales como los bancos comerciales públicos y el FGS-ANSeS, agotando su capacidad de proveer liquidez al Tesoro.

En términos de flujos, el progreso en la reducción del déficit primario de logró con instrumentos que junto a la escalada del dólar y de las tasas de interés agudizó la iliquidez del sector privado de mediados del año pasado. La economía que cae dos años consecutivos y a velocidad creciente en este año, difícilmente evite otra contracción (en torno de 1,5%) para el año próximo. Retomar una senda de crecimiento y recuperar los ingresos fiscales dependerá (paradojas del destino) del segundo semestre de 2020. Será determinante para recuperar capacidad de pago para los vencimientos de capital e intereses. **Dependerá también de que se cumpla o no el horizonte implícito en recientes presentaciones del hoy ministro Guzmán: cerrar a fin de marzo a más tardar un acuerdo con los acreedores. Pero en los mercados financieros (local y del exterior) se rumorea que dicha negociación llevará no menos de 9 meses hasta alcanzarse un acuerdo satisfactorio.**

Algunas frases clave del Presidente Alberto Fernández

Nunca nadie logra hacer todo lo que promete, pero el discurso inaugural de los presidentes muestra explícitamente la tónica de la gestión en sus primeros meses de gobierno. Estas han sido algunas frases destacables del discurso del Presidente Alberto Fernández ante el Congreso de la Nación el pasado 10 de diciembre:

- *“En esta emergencia social es tiempo de **comenzar por los últimos, para después poder llegar a todos**”.*
- *“... no ignoro que los conflictos que enfrentamos expresan intereses y pujas distributivas”.*
- *“**Queremos un Estado presente**, constructor de justicia social, que le dé aire a las economías familiares: por eso vamos a implementar un **sistema masivo de créditos no bancarios que brinde préstamos a tasas bajas**”.*
- *“Faltaría a la verdad y a la responsabilidad, si no compartiera con Ustedes el exacto escenario en el que hoy asumimos. Tiene cifras y datos contundentes, emanados de la administración saliente. Y es la información indispensable para comprender los desafíos que tendremos que asumir como sociedad. Si no hiciera esto, no podría explicar por qué **va a llevar algún tiempo lograr aquello que todos queremos**”.*
- *“Nuestro plan de Acuerdos Básicos de Solidaridad en la Emergencia, busca resolver esa situación de desorden, para otorgarle consistencia económica y social a nuestra recuperación. La consistencia integral de lo que proponemos en materia de todas las variables del **plan** -precios, salarios, tarifas, tipo de cambio, aspectos monetarios, fiscales y sociales-, serán explicitadas en los próximos días, convocando a todos los sectores involucrados”.*
- *“Vamos a trabajar de manera simultánea en nuevos ejes para transformar nuestra estructura productiva, con **políticas activas** que den cuenta del cambio tecnológico vertiginoso que enfrentamos, de la interrelación entre industrias, recursos naturales y servicios”.*
- *“Vamos a encarar el problema de la deuda externa. No hay pagos de deudas que se puedan sostener si el país no crece. Tan simple como esto: **para poder pagar, hay que crecer...** El país tiene la voluntad de pagar, pero carece de capacidad para hacerlo”.*
- *“**No vamos a repetir la triste historia de misiones de técnicos imprudentes que prometen planes que no pueden cumplir y toman decisiones que luego terminan comprometiendo el destino de millones de argentinas y argentinos.** Seriedad en el análisis y responsabilidad en los compromisos que se asumen para que los más débiles dejen de padecer. Bajo esas premisas asumiremos toda negociación de nuestra deuda”.*
- *“Defenderemos la **libertad y autonomía de los pueblos a decidir sus propios destinos**.*
- *“Queremos una prensa independiente del poder e independiente de los recursos que la atan al poder. Por eso vamos a reorientar el presupuesto de publicidad del Estado bajo otros criterios. Queremos **que dejen de servir a la propaganda del Estado para que pasen a servir al mejoramiento de la calidad educativa**”.*
- *“Cuando mi mandato concluya, la democracia argentina estará cumpliendo 40 años de vigencia ininterrumpida. Ese día quisiera poder demostrar que Raúl Alfonsín tenía razón. **Espero que entre todos podamos demostrar que con la democracia se cura, se educa y se come**”.*

La información al 30 de septiembre pasado de la página web del Ministerio de Hacienda muestra el siguiente horizonte de vencimientos de capital e intereses bastante complicado para los próximos 4 años:

2020: U\$S 63.806 M (51% bonos, y 31% letras del Tesoro),
2021: U\$S 40.640 M (77% bonos y 13% con el FMI).

2022: U\$S 50.041 M (56% bonos, y 37% con el FMI)

2023: U\$S 45.838 M (51% bonos y 41% con el FMI).

Sobre los U\$S 63.806 M a pagar en 2020, U\$S 48.968 M son amortizaciones de capital y U\$S 14.838 M, intereses. Los pagos a tenedores de **bonos y letras del Tesoro** para el próximo año ascienden a U\$S 39.935 M de vencimientos de capital (81,6% del total de amortizaciones de 2020), y U\$S 12.002 M por intereses (80,9% de los pagos de intereses de 2020). Una postergación “con sentido” que alivie el perfil de vencimientos con los bonistas exige alguna ingeniería para aliviar esto vencimientos, pero a su vez evitar fuertes “haircuts” (quitas a valor presente) a los bonistas, y repetir la andanada de juicios y riesgos de embargos del período 2002-2015. En cuanto a la deuda con el FMI, los vencimientos se concentran entre 2020 y 2023 sumando U\$S 44.237 M (U\$S 38.856 M de capital y U\$S 5.381 M de intereses). De ese total de amortizaciones e intereses, el 84,4% vence en 2022 y 2023.

Postergar pagos, negociar alguna forma de quita, conseguir períodos de gracia, hacerlo de forma amigable, son parte del libreto necesario para abordar este problema. Pero no es el único problema si lo que se va a priorizar es “primero el crecimiento, luego pagar”, o **“primero impulsar la demanda, luego lo demás”**.

Se ha anunciado en la campaña electoral que serán desdolarizadas. Algo de resultado incierto, que sólo se puede sostener si el tipo de cambio inicia un sendero de estabilidad permanente, algo que está por verse. Desdolarizar tarifas con dólar para arriba sólo asegura el retorno a cortes de suministro de luz, gas, e incluso de agua. ¿Qué hacer entonces?

Ya se preanunció un aumento de salarios, asignaciones universales por hijo (AUH) y jubilaciones. La disponibilidad de fondos, sin una previa baja de impuestos, es para no pocas empresas, se complica o es imposible. Para el Estado, sin subir impuestos, o bajar otros gastos, otro imposible.

Sin colocar nueva deuda es más emisión monetaria. Sin crecimiento ya, y desdolarización de neuronas ya, es más inflación.... Pero el propio ministro Guzmán admite que es “desestabilizante”... **la salida no sería emisionismo permanente, sino transitorio**. Sin crédito disponible por no menos de 9 meses, **¿a cuánto ascenderá la emisión monetaria y la inflación resultante? ¿Es en realidad emisionismo permanente, y no transitorio lo que se viene?**

La prioridad inmediata es un plan contra el hambre. Se habló en la campaña electoral de destinar \$ 100.000 M a tal efecto. Según el INDEC habría en Argentina unos 15,9 millones de pobres. La distribución de esa cifra arroja apenas \$ 6.289 por persona en situación de pobreza. Pero es poco más del 50% de la canasta básica alimentaria mensual a septiembre de este año. Eliminar la pobreza en un año exigiría transferencias por una cifra al menos 24 veces mayor. Equivale a aumentar el gasto público en \$ 2,4 Bn. Sin nueva deuda ni aumentar impuestos es viable sólo con emisión monetaria. La base monetaria promedio en septiembre era de \$1,34 Bn. Llevarla a diciembre de 2020, o antes, a \$3,74 Bn desde un escenario inicial con una inflación superior al 50% (la tercera más alta en el mundo), conduce inequívocamente a una hiperinflación. **¿La idea es una vía intermedia? ¿Cuál?** Nada se ha anunciado con precisión en esta semana.

Salida más que previsible fue la suba de las retenciones a las exportaciones agroalimentarias. Su atractivo no es poco: fáciles de recaudar, se promueven con un discurso populista atractivo para los votantes y si bien desalienta la producción en el mediano-largo plazo, promueve el consumo. Problemas en la realidad: exacerba la demanda agregada y desalienta la oferta, de modo que el efecto antiinflacionario inicial de reducción de precio interno a nivel inferior al internacional, se revierte a medida que cae la oferta local. En el caso de los derivados de soja, reduce el costo de alimentos balanceados para los productores de carne. Pero el precio de ganado en pie (y de la leche) al productor es uno, y el que paga el consumidor minorista es varias veces mayor. **¿Concentración de mercado, carga tributaria alta en la cadena de comercialización? ¿Que hará la nueva Secretaría de Comercio?** Tampoco se sabe nada.

Si las retenciones no se aplican de manera general y uniforme, surge además la conflictividad por el tratamiento heterogéneo a productos de origen agrícola y no agrícola. **¿Por qué subir retenciones a las exportaciones agropecuarias y no a las exportaciones mineras o a las de petróleo y gas, como las de Vaca Muerta? ¿Se pensó en la incompatibilidad entre es un instrumento que desalienta la producción de alimentos con el objetivo de aumentar su oferta y combatir el hambre?**

Al igual que en el gobierno de Macri se ha optado por no tener un ministerio de Economía, sino dividirlo en varios: Economía (para tareas de Hacienda y Finanzas), Desarrollo Productivo, Agricultura, Transporte y Obras Públicas. También hay cuestiones propias de un real ministro de economía que serán incumbencia de los ministros de Interior, Desarrollo

Social, Medio Ambiente, Vivienda y Ciencia y Tecnología. Todo a su vez, bajo el paraguas de la nueva vicejefa de gabinete. ¿Será la verdadera ministra de economía? **Aumentar la cantidad de ministerios, y mantener la cartera de economía desintegrada y subordinada a la Jefatura de Gabinete ¿funcionará bien?** El antecedente inmediato es el de la administración anterior, y de resultados decepcionantes.

En suma, el legado de Macri es una economía maltrecha, endeudada y en una estanflación difícil de revertir. Exige despejar las dudas antes mencionadas para entender el rumbo que seguirá la economía con las nuevas políticas que asoman como las fundamentales para el año 2020. **Pero todavía lejos de un programa de estabilización y crecimiento sostenible y creíble.** Mientras no se perciba tal cosa, seguirán las dudas y la incertidumbre sobre el rumbo de la economía, al menos en los próximos 3-4 meses.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL PARA 2020: MEJORAN LAS PERSPECTIVAS, SIGUEN LAS AMENAZAS

Jorge Viñas

La percepción de un menor riesgo geopolítico y las políticas económicas expansivas han contribuido a reducir el riesgo de recesión global para 2020. Regiones con desaceleración en el último año como Europa, y los países emergentes, deberían crecer más que EE.UU., pero las bases de la economía mundial no lucen sólidas.

1. *Mejores perspectivas globales para 2020*

A punto de terminar el año 2019, las perspectivas económicas globales para 2020 lucen menos sombrías que a mediados de año. El riesgo de recesión global, que había subido a niveles preocupantes, ha disminuido nuevamente a un nivel moderado. A ello han contribuido varios factores:

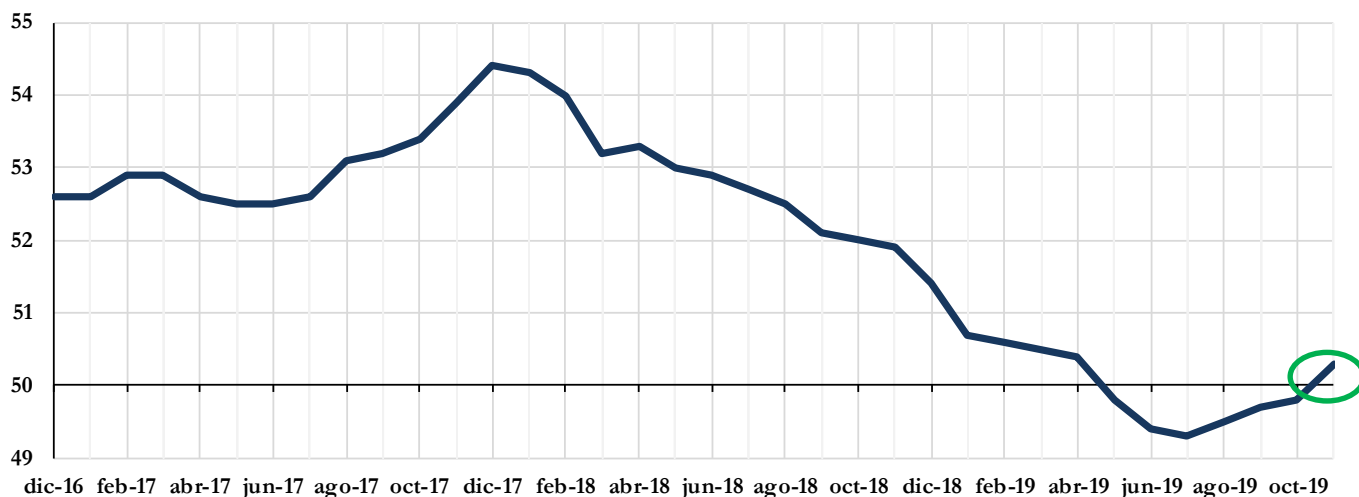
- a) **“Paños fríos” en la guerra comercial:** las negociaciones entre EE.UU. y China brindaron señales de distensión, apuntando a un acuerdo parcial limitado a corto plazo y postergando la entrada en vigencia de nuevos aranceles, como forma de evitar la espiralización del conflicto comercial cuyos efectos negativos ya se estaban sintiendo con fuerza en ambos países.
- b) **No al Brexit “duro”:** Finalmente, luego de muchas idas y vueltas y momentos de máxima tensión que anticipaban una ruptura definitiva, el Brexit parece encaminado a concretarse de forma acordada entre el Reino Unido y la UE. Este escenario se consolidaría en caso de que el partido Conservador obtenga mayoría propia en las elecciones generales el próximo jueves 12 de diciembre, tal como anticipan las encuestas¹. Esto ayuda a reducir la incertidumbre en las economías europeas, que han sido de las de peor desempeño en el mundo desde 2018.
- c) **Bancos Centrales al rescate:** Para contrarrestar el creciente riesgo de recesión, desde julio de 2019 la Fed llevó a cabo 3 bajas de tasa de Fondos Federales de 25 p.b cada una², mientras que el BCE reanudó las compras mensuales de títulos a partir de noviembre. La mayoría de los países emergentes aprovecharon el relajamiento monetario en los países desarrollados para bajar tasas de interés. En el caso de China, el gobierno implementó amplias medidas de estímulo fiscal y monetario para contrarrestar el shock negativo de la guerra comercial. Todas estas acciones contribuyeron a estabilizar las expectativas de los mercados financieros, evitando la instauración de un círculo vicioso que hubiera terminado irremediablemente en una recesión global.

¹ Las encuestas han mostrado consistentemente una ventaja a favor de los Conservadores del primer ministro Boris Johnson suficiente para formar gobierno sin alianzas, pero luego de las fuertes sorpresas electorales del pasado reciente, siendo el plebiscito del Brexit en 2014 la más resonante, nadie se atreve a asegurar el resultado.

² La Fed también comenzó a inyectar liquidez en el mercado de fondos de corto plazo (Repos) para hacer frente a las súbitas restricciones de liquidez que enfrenta recurrentemente el mercado de Repos, lo que se traduce en fuertes saltos en las tasas de interés de corto plazo. Si bien no es estrictamente igual a los programas de QE que llevó a cabo la Fed entre 2008 y 2014, ya que el QE se focalizaba en la compra de títulos de mediano y largo plazo y ahora la intervención es sólo con instrumentos de corto plazo, algunos sostienen de una forma “encubierta” de haber retomado la política de expansión monetaria cuantitativa.

- d) **Señales de mejora en los datos económicos:** La industria manufacturera, el sector que a nivel global más sufrió el impacto negativo de la guerra comercial y la caída de la inversión empresarial, ha comenzado a dar señales de estabilización. El gráfico 3 muestra la evolución de la encuesta de actividad PMI Global correspondiente al sector manufacturero, en el que se puede ver que en noviembre superó levemente, por primera vez desde abril, la barrera de 50 que divide expansión de contracción. Mientras que el repunte del empleo en EE.UU. en noviembre, aleja los temores de que un incipiente deterioro en el mercado laboral termine frenando el consumo. Todo esto apunta a que, en caso de que la economía mundial no sufra nuevos shocks en el corto plazo, se estarían sentando las bases para una recuperación del crecimiento en el transcurso del año 2020.

GRÁFICO 3. ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA GLOBAL



Fuente: Bloomberg

2. *El impulso al crecimiento global vendría desde fuera de EE.UU.*

Un elemento importante en el escenario para 2020 es que la mejora del crecimiento global debería venir no tanto de EE.UU. como de aquellas economías de peor desempeño reciente, como las de Europa y los principales países emergentes. En el caso de **EE.UU.**, el agotamiento del impulso fiscal de la reforma tributaria aprobada a fines de 2016 le resta un motor clave a la demanda agregada, mientras que el bajo nivel de desempleo, 3,5% según el último dato a noviembre, no deja mucho margen por el lado de la oferta agregada. Por ello, si bien no se espera una recesión, las proyecciones de crecimiento del PIB para 2020 se ubican por debajo del 2% anual, frente al 2,9% de 2018 y el 2,3% estimado para 2019.

En **Europa**, la disminución de las tensiones comerciales y el repunte esperado del sector manufacturero global benefician particularmente a **Alemania**, principal economía de la Eurozona, que desde la crisis de deuda de los países periféricos de la región fue su principal y casi exclusivo motor de crecimiento, y que sufrió un fuerte freno a lo largo desde fines de 2018 que la puso al borde de la recesión. La recuperación de Alemania, para la que se proyecta un crecimiento del PIB en torno al 1% en 2020, dará un nuevo impulso a la **Eurozona**, que también se beneficia por una menor incertidumbre en torno al Brexit y de un descenso del riesgo político en Italia. En el caso del **Reino Unido**, el acuerdo por el Brexit seguramente evitará un deterioro más profundo del nivel de actividad, pero las proyecciones apuntan a que el PIB crecerá por debajo del 1% en 2020.

En **China**, la descompresión de la guerra comercial es un factor claramente positivo. Sin embargo, no se espera un repunte fuerte del nivel de actividad para 2020, ya que es probable que el gobierno reduzca los estímulos económicos aplicados para sostener el crecimiento durante 2019. Pero el hecho de que el gobierno chino tenga margen para dejar de aplicar medidas expansivas es en sí mismo favorable, ya que muchas de dichas medidas tienen efectos colaterales negativos sobre la sustentabilidad de mediano y largo plazo de la economía de China. Por ello, si bien las proyecciones apuntan a que el crecimiento del PIB se ubique levemente por debajo del 6% en 2020, se puede afirmar sin temor a equivocarse que las perspectivas de la economía china han mejorado en los últimos meses.

La mejora de China y el repunte del comercio internacional es un factor importante para apuntalar una recuperación de los **países emergentes** (Brasil, Rusia, India, Sudáfrica, Turquía, México, Corea del Sur, entre los principales), que arrastran un deterioro importante en sus economías. En el caso de los países de del sudeste asiático, porque su sector industrial depende en gran medida de las exportaciones de partes para la industria manufacturera china. En el caso de los países de Latinoamérica, porque la demanda de China sigue siendo determinante en el mercado internacional de commodities. Además, si se desactiva la amenaza de la guerra comercial los países emergentes deberían verse beneficiados por las condiciones financieras benignas a nivel internacional, en especial las bajas tasas de interés, algo que no ha ocurrido durante 2019 por la preeminencia de los riesgos geopolíticos. También debería empezar a sentirse con mayor vigor el efecto de las bajas de tasas que la mayoría de los bancos centrales del mundo emergente llevó a cabo durante 2019. El principal obstáculo son las dificultades políticas y sociales que enfrentan varios de estos países como consecuencia del estancamiento de los últimos años en el proceso de crecimiento, siendo Latinoamérica la región más afectada con epicentro en Chile.

3. Los mercados financieros terminan el año con optimismo.

La mejora de las perspectivas económicas para 2020 se está reflejando en el comportamiento alcista de los mercados financieros que, en el caso de los mercados accionarios de EE.UU., se ubican en máximos históricos, mientras que en el resto del mundo alcanzan los mejores niveles del año. Esto se puede apreciar en la evolución en el último año del índice mundial de acciones elaborado por MSCI que se exhibe en el **gráfico 4**.

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MUNDIAL DE ACCIONES EN EL ÚLTIMO AÑO



Fuente: Bloomberg

La mejora del escenario económico también ha modificado las expectativas respecto a la trayectoria de las tasas de interés en EE.UU. En esta semana la Reserva Federal no modificó la tasa de Fondos Federales, manteniéndola en el rango de 1,50%-1,75%. Adicionalmente, ahora se asigna una probabilidad superior al 50% de que no habrá baja de tasas en el primer semestre de 2020. Sin embargo, tampoco se espera que una mejora del crecimiento lleve a la Fed a reiniciar la suba de tasas. Esto se debe a dos causas. En primer lugar, la inflación se mantiene baja, sin dar señales de aceleración. En segundo lugar, la Fed se encuentra en un proceso de revisión de su esquema de política monetaria, que podría derivar en un sesgo hacia aceptar que la inflación supere por un tiempo la meta del 2% sin impulsar una suba de tasas de interés, para compensar el largo período en que la inflación se ha mantenido por debajo del 2%.

La estabilidad proyectada en las tasas de Fondos Federales se ha traducido en una relativa estabilidad en las tasas de mercado de mediano y largo plazo, que se mantienen en niveles históricamente bajos. La tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años se ha mantenido a lo largo del segundo semestre de 2019 en un rango de 1,50-2,00% (véase el gráfico 5) y por el momento nada hace pensar en un cambio brusco en el corto plazo. En el resto del mundo desarrollado, persiste el fenómeno de las tasas negativas: en Alemania, la tasa del bono a 10 años se ubica en -0,30%. Al respecto, en la Eurozona no se prevé nuevas medidas de estímulo en el corto plazo. Lagarde acaba de asumir al frente del BCE y debe enfocarse en lo inmediato a superar las divisiones internas en la institución monetaria que dejó la última decisión de Draghi de retomar la política de expansión cuantitativa vía recompra de títulos.

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



Fuente: Bloomberg

4. Factores de riesgo que requieren mantener la cautela

Este escenario relativamente benigno, sin embargo, sigue presentando bases endebles y enfrentando amenazas que, en el caso de concretarse, producirían un rápido deterioro en las perspectivas globales. El principal frente de tormentas sigue siendo el de las relaciones comerciales. Más allá de los avances hacia un acuerdo parcial entre EE.UU. y China, el hecho de que todavía no esté concluido abre un fuerte interrogante respecto a la actitud que adoptará Trump el 15 de diciembre, cuando se vence la prórroga para no aplicar nuevos aranceles. Si es cierto que el acuerdo está cerca, Trump debería aceptar una nueva postergación, pero la imprevisibilidad que ha mostrado en sus decisiones a lo largo de su gestión, a punto de entrar en su cuarto año, abre una cuota importante de incertidumbre. Pero no se trata el único foco de conflicto en materia comercial. La amenaza de Trump de aplicar sanciones comerciales a Francia, y el restablecimiento de aranceles a la importación de acero y aluminio de Brasil y Argentina, son otros ejemplos claros de que el comercio mundial sigue bajo amenaza.

Además, el año próximo estará signado por el calendario electoral en EE.UU. En la primera parte del año, por la evolución de las primarias del partido Demócrata, que definirán al candidato opositor que enfrentará a Trump, que irá por su reelección con seguridad, ya que no surge ninguna figura dentro del partido Republicano capaz de desbancarlo³. Dentro del campo demócrata aparecen con chances no triviales de imponerse, aunque no son favoritos, algunos candidatos con propuestas heterodoxas en el frente económico, como Elizabeth Warren. En caso de que la tendencia en las internas empezara a inclinarse hacia ese lado, el “riesgo político” empezaría a jugar un rol importante. Luego en la segunda parte del año, vendrá la campaña presidencial de cara a las elecciones de noviembre, en la que Trump, pese a que el desempeño positivo de la economía en materia de empleo e inflación le juegan a favor, mantiene niveles de popularidad relativamente bajos y no tiene asegurada su reelección.

Dejando de lado los factores políticos, las últimas recesiones globales en 2002 y 2009 tuvieron como detonantes el estallido de burbujas financieras. En el primer caso, la burbuja se había gestado en la segunda mitad de la década del ‘90 en las acciones tecnológicas listadas en el índice Nasdaq. En el segundo caso, los causantes fueron los mercados inmobiliario e hipotecario en EE.UU. Por lo tanto, vale la pena indagar respecto a la posibilidad de que se esté gestando alguna burbuja, cuyo eventual estallido derive en una nueva recesión global. La política monetaria expansiva, incluyendo herramientas no convencionales que han retomado los principales bancos centrales, al generar tasas de interés muy bajas y altos niveles de liquidez, tienden a ser un caldo de cultivo para la formación de burbujas. Esto se debe a que inversores y ahorristas deben recurrir a alternativas de inversión más riesgosas para obtener tasas de retorno aceptables.

³ Esto, además, torna improbable que tenga éxito el proceso de *impeachment* de Trump que está impulsando la oposición demócrata en el Congreso, ya que la mayoría republicana en el Senado no dará apoyo al desplazamiento de Trump porque conduciría a una derrota segura de los Republicanos en las elecciones presidenciales de noviembre.

Un mercado que está sonando como potencial fuente de excesos e inestabilidad en EE.UU., es el de los CLO⁴ que son instrumentos financieros creados a partir de la securitización de préstamos apalancados, es decir préstamos otorgados a empresas con alto endeudamiento y, por lo tanto, de alto riesgo. La clave pasa porque los CLO agrupan a una gran cantidad de préstamos, lo que aporta el beneficio de la diversificación, y son divididos en varios tramos con distintos niveles de subordinación, lo que lleva a que el riesgo de incumplimiento sea sobrellevado en mayor medida por los tramos inferiores, mientras que los tramos de mayor jerarquía presentan bajo riesgo. Este tipo de estructura recuerda a la que llevó en su momento a la crisis *subprime*, aunque las regulaciones financieras y bancarias establecidas desde entonces limitan el daño potencial. El monto en circulación de CLO asciende a u\$s 667.000 millones, 3,1% del PIB de EE.UU., habiendo aumentado un 150% desde 2012. También se advierte un relajamiento en las condiciones crediticias de los instrumentos, aunque no al nivel de la crisis subprime cuando proliferaron los créditos hipotecarios a deudores sin ninguna capacidad de repago.

Finalmente, sea que un nuevo shock de origen geopolítico sacuda a la economía global, sea que el estallido de una burbuja impacte al sistema financiero internacional, se está extendiendo la percepción de que los bancos centrales han perdido en gran medida la capacidad de hacer frente a la próxima recesión. La falta de reacción de la inflación pese a los múltiples esfuerzos en términos de aplicación de todas las herramientas disponibles, y el bajo nivel de tasas desde cual se partiría, constituyen los argumentos principales de los que sostienen dicha tesis. Esto se da con mayor intensidad en Japón y Europa, pero también alcanza a EE.UU.

LAS PROTESTAS EMPUJAN A CHILE A UNA RECESIÓN

Leandro Marcarian

Las protestas en Chile no cesan. La economía se paralizó más de lo esperado y las autoridades temen una recesión. El presidente Piñera anunció un paquete de medidas fiscales transitorias para 2020. Sin embargo, la mayor parte de ese paquete está destinado a la reconstrucción de lo destruido y no a atender a las demandas que generaron las protestas.

1. ¿Por qué continúan las protestas?

Las protestas en Chile no cesan. La población sigue saliendo a las calles, sigue reclamando y la dirigencia política chilena no parece encontrar la forma de descomprimir la situación. Tal vez el problema radica en que esa dirigencia aún no logra entender el por qué de las protestas. Chile ha logrado reducir la pobreza de un 36% de la población en el año 2000, a apenas 8,6% en 2017. También ha logrado mantener un crecimiento prácticamente ininterrumpido de su PBI desde 1987 y ha logrado bajar la desigualdad.

Entonces, si los resultados han sido tan buenos, ¿por qué protesta la población? La respuesta puede ser tan simple que asusta. Es probable que la población esté protestando porque los resultados efectivamente han sido menos buenos de lo que se creen. Sebastian Edwards, profesor de economía internacional en UCLA propone tres posibles razones para el estallido social⁵

- La desigualdad de ingresos que mide el coeficiente de Gini (y efectivamente ha mejorado) no es la que percibe la población, sino que se guían por otro tipo de desigualdad en un término más amplio del concepto, que incluye condiciones de vida, acceso a servicios básicos y que tan “justo” es el sistema
- La población no logra reconocer las mejoras antes mencionadas
- La población si percibe las mejoras, pero no están conformes con la velocidad del proceso

El mismo Edwards plantea algunas medidas alternativas de desigualdad para mostrar que el caso chileno dista de ser el milagro latinoamericano que se creía. Utilizando el “better life index” de la OCDE,⁶ Edwards demuestra que los resultados de Chile no solo están entre los peores de los países que componen la OCDE, sino que hasta es superado por

⁴ Sigla en inglés que corresponde a *Collateralized Loan Obligations*

⁵ <https://promarket.org/the-reality-of-inequality-and-its-perception-chiles-paradox-explained/>

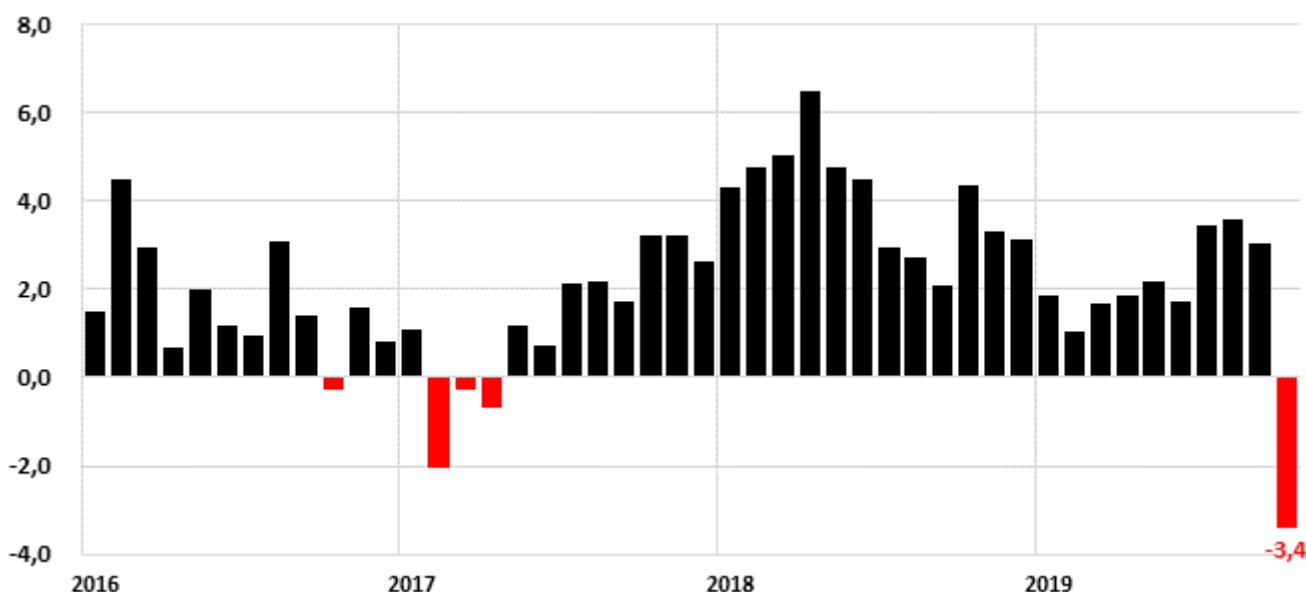
⁶ El índice está compuesto por 11 bloques sobre las siguientes temáticas: vivienda, ingresos, trabajo, comunidad, educación, medio ambiente, compromiso cívico, salud, satisfacción con la vida, seguridad, balance trabajo-vida social.

países como Brasil. Más allá de lo que pueda ser medido a través del ingreso, la sociedad chilena parece sentir que el sistema beneficia desproporcionadamente a un grupo selecto. Sean cuales sean las causas, la realidad es que las protestas, que arrancaron hace menos de dos meses, ya están teniendo efectos muy palpables sobre la economía chilena.

Los costos de las protestas

El Banco Central de Chile publicó hace pocos días el indicador mensual de actividad económica para octubre. Dicho indicador sufrió un retroceso interanual de -3,4%, superior a lo esperado por los analistas, que ponían un límite a la caída en el intervalo entre (-0.5%, -3%). Sabiendo que solo 12 días de protestas⁷ causaron tal cimbronazo en el estimador mensual, se descuenta que el dato de noviembre será aún peor, ya que dicho mes estuvo afectado en su totalidad por la crisis política que derivó en un freno total de la actividad.

**GRÁFICO 6. INDICADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (IMACEC).
 VAR. % INTERANUAL. ENERO 2016-OCTUBRE 2019.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central de Chile

La Dirección del Trabajo ha contabilizado en casi 100.000 los puestos de trabajos destruidos entre octubre y noviembre, de los cuales, el 80% se sucedieron después del 18 de octubre. El Ministerio de Hacienda ha corregido sus proyecciones de crecimiento para 2020 a la baja⁸, sin embargo, todo indica que, de seguir este proceso, Chile sin dudas entraría en recesión en el segundo trimestre del próximo año. Algunos medios y personalidades de la economía chilena se animan a comparar los efectos de las protestas con el terremoto de 2010.

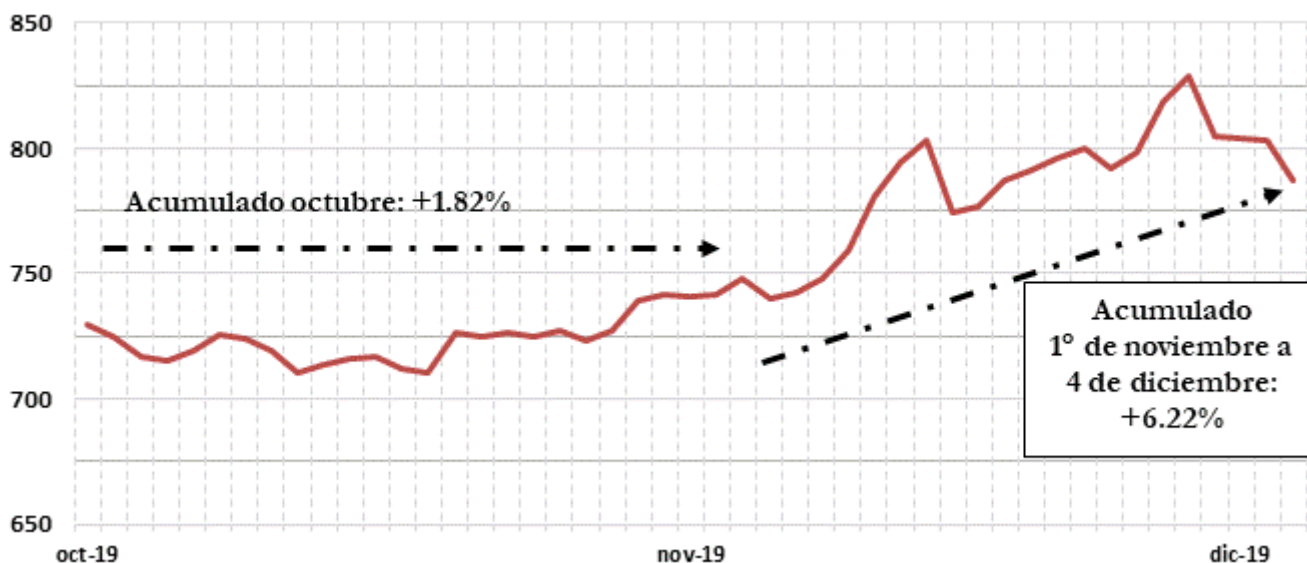
La inestabilidad política también tuvo su correlato financiero. El peso chileno tuvo la depreciación más fuerte de sus últimos años este noviembre, superando por primera vez los 800 pesos por dólar. La característica principal del mercado cambiario ha sido la volatilidad. Luego de subir fuertemente en los últimos días del mes, el peso retrocedió con la misma potencia, generando incertidumbre sobre cuál será el efecto de dichos movimientos en la inflación.

Sin embargo, el presidente del Banco Central de Chile aseguró en un comunicado de prensa que la institución no intervendrá en el mercado de cambios y que "*Chile tiene un sistema financiero solvente, una baja exposición cambiaria de los agentes económicos, una situación fiscal sólida, un nivel adecuado de reservas internacionales y fondos soberanos, expectativas de inflación ancladas en 3 por ciento*".

⁷ Las protestas comenzaron el 18 de octubre

⁸ Aunque por el momento continúan en rangos positivos

GRÁFICO 7. TIPO DE CAMBIO PESO CHILENO/USD. JULIO-DICIEMBRE DE 2019.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central de Chile

2. ¿Cómo se sale de esta? Con política fiscal expansiva, pero transitoria

Dada la magnitud de la caída, el presidente Piñera se vio obligado a anunciar un paquete de medidas para reactivar la economía. El plan de reactivación consta de un gasto adicional por \$5.500 millones de dólares para 2020. Dicho plan se divide en reconstrucción de lo destruido durante las protestas (\$3025 millones), apoyo a las PyMEs (\$1950 millones), y otros (\$525 millones). Sin embargo, vale destacar que las autoridades se ocuparon de remarcar que estas son medidas transitorias, dando a entender que no estarían dispuestos, por el momento, a poner en riesgo la solvencia fiscal del país con un aumento sostenido del gasto público. Todo esto implicará redefinir la meta de déficit fiscal a 4,4% del PBI, ya que el plan de reactivación antes mencionado significa un aumento del gasto en prácticamente 10 puntos.

La financiación de este gasto es otro dilema. Por un lado, Chile tiene un ratio Deuda/PBI aceptable (72%), por lo que se puede permitir colocar deuda. Eso mismo anunció el ministro de finanzas, confirmando que \$3500 millones del paquete serían financiados con venta de activos soberanos en moneda extranjera.

Pero todo cambia si el aumento en el gasto se transforma en la nueva norma para la economía chilena. Como puede verse, nada del plan de estímulo apunta a saciar las demandas de la población. Por lo que uno debería esperar un mayor aumento del gasto, pero de forma permanente, antes de que las protestas cesen.

Si esto es así, más allá de la buena posición fiscal y de deuda en la que se encuentra hoy en día Chile, ningún país puede darse el lujo de aumentar el gasto indefinidamente sin aumentar impuestos, emitir o endeudarse. Asumiendo que para financiar ese nuevo gasto se han de aumentar los impuestos, la pregunta clave es sobre quién recaerán.

Como se mencionó en el artículo del mes pasado, si bien la pobreza es baja en Chile, gran parte de su población es aún muy vulnerable y, en promedio, el 80% más pobre de la población vive endeudado, mientras que el 20% más rico posee el monopolio del ahorro. Por ende, si el nuevo gasto busca beneficiar a los más pobres, quienes, a su vez, no poseen capacidad de ahorro y menos aún de soportar una carga tributaria mayor, **el gasto necesariamente deberá ser financiado con impuestos muy progresivos que impacten en su mayoría sobre el 20% más rico del país.**

Ahora, esto genera un nuevo problema de orden intertemporal, ya que **este grupo posee el monopolio de ahorro en Chile. Y si se carga de impuestos al ahorro, se estará desincentivando la inversión, la cual es más necesaria que nunca ahora que el gobierno ha decidido aumentar su gasto.**

CUADRO 2. DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO POR QUINTILES (2017)

| Quintiles de ingreso | Gasto promedio mensual en USD | | | Ingreso disponible promedio mensual en USD | | | Ahorro neto |
|----------------------|-------------------------------|------------|---------------|--------------------------------------------|------------|---------------|-------------|
| | Por hogar | Per cápita | Participación | Por hogar | Per cápita | Participación | |
| Total | 1.402 | 497 | 100 | 1492 | 532 | 100 | 0 |
| I | 536 | 264 | 7,7 | 309 | 166 | 4,1 | -3.5 |
| II | 815 | 320 | 11,6 | 631 | 259 | 8,5 | -3.2 |
| III | 1.095 | 385 | 15,6 | 980 | 357 | 13,1 | -2.5 |
| IV | 1.521 | 521 | 21,7 | 1530 | 533 | 20,5 | -1.2 |
| V | 3.045 | 996 | 43,4 | 4010 | 1346 | 53,8 | 10.3 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Se puede resumir este proceso bajo el nombre de *“la encrucijada intertemporal de Chile”*. El gobierno necesita aumentar el gasto para financiar nuevos derechos adquiridos por la población, para terminar con las protestas que están empujando al país a una recesión. Dada la estructura de la distribución del ingreso y la naturaleza progresiva que dicho gasto debiera tener, solo puede ser financiado con impuestos al quintil más rico de la población, el cual es el único que ahorra, por lo que el gasto estará financiado indirectamente por impuestos al ahorro. Con menos ahorro privado local, es de esperar que haya menos inversión futura. Y con menos inversión, el producto crecerá menos; en un momento en el que se necesita un crecimiento fuerte que impacte a todos los estratos de la sociedad para poder aumentar la base sobre quienes se cobran estos nuevos impuestos y bajar así la incidencia de los mismos sobre el ahorro.

O sea, la dinámica actual llevaría a un aumento del gasto insostenible, con incidencia negativa sobre el crecimiento futuro del PBI. Esto obligaría a Chile a, eventualmente, recortar el gasto público y volver a la situación original, previa a las protestas. Por ende, cualquier aumento del gasto que surja como consecuencia de estas protestas será transitorio y deberá ser deshecho en el futuro. En el medio, Chile habrá perdido años de crecimiento y desarrollo económico en una batalla inútil en la que todos salen perjudicados.

NOTA ESPECIAL

PAUL VOLCKER (1927-2019)

Héctor Rubini

El pasado domingo 8 de diciembre falleció Paul Adolph Volcker, titular de la Reserva Federal de los EE.UU. entre 1979 y 1987. Su adopción de una política monetaria bien dura, bajo la primera presidencia de Ronald Reagan, lo convirtió en el símbolo de lo que es un banquero central independiente y comprometido con derrotar la inflación. Algo que en el país del norte permeó en la profesión y en las políticas monetarias de la Reserva Federal hasta la gran crisis financiera de 2008.

Si bien la fuerte suba de la tasa de Fondos Federales durante su gestión indujo una recesión y un significativo aumento del desempleo en los años '80, la inflación inició un rumbo inequívoco hacia un sendero de estabilidad que se consolidó en las dos décadas siguientes. De hecho, el período iniciado en los '80 por Volcker hasta la crisis Subprime se lo conoce en buena parte de la literatura macroeconómica y la tradición verbal de los banqueros centrales como “La Gran Moderación”.

Paul Volcker había nacido el 5 de septiembre de 1927 en Cape May, Nueva Jersey. Se graduó en Economía en 1949 la universidad de Princeton y completó la maestría en economía en Harvard en 1951. Si bien aprobó el examen general para el doctorado, no escribió la tesis. Ingresó dos después al cuerpo de economistas del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, donde trabajó entre 1952 y 1957. Luego fue economista del Chase Manhattan Bank (1957-61), Subsecretario del Departamento del Tesoro (1962-65), vicepresidente del Chase Manhattan Bank (1965-68), Subsecretario para asuntos monetarios del Departamento del Tesoro (1969-74), presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York (1975-79) y presidente de la Reserva Federal (1979-87). Luego fue docente en varias universidades, inclusive en su alma mater, Princeton University, hasta el año 2001 y fue nombrado director ejecutivo del banco de inversión Wolfensohn & Company. En 1996 presidió un comité de mediación entre familiares de víctimas del Holocausto y varios bancos suizos, por el reclamo del recupero de los fondos depositados en esas entidades antes de la Segunda Guerra Mundial. La justicia suiza finalmente falló a favor de los reclamantes que lograron en conjunto recuperar una suma en torno de los U\$S 1.250 millones.

En el año 2000 fue nombrado presidente del organismo más importante a nivel internacional de normas contables: el *International Accounting Standards Board* (IASB). En 2002 fue contratado por Arthur Andersen para presidir una comisión investigadora sobre los procedimientos de esa firma contable cuando diversas agencias federales estaban examinando el rol de Arthur Andersen en la quiebra de la empresa de energía Enron. Luego en 2004 encabezó las investigaciones sobre corrupción en el Programa de las Naciones Unidas Petróleo por Alimentos que había permitido al gobierno de Irak a financiar con exportaciones de petróleo gastos en infraestructura, alimentos y medicamentos hasta el fin de la guerra de Irak en 2003.

Volcker tuvo un rol relevante cuando en el Tesoro entre 1968 y 1974, donde fue uno de los que persuadió al presidente Nixon de abandonar los acuerdos de Bretton Woods, y de los que recomendaron las devaluaciones del dólar entre 1971 y 1973. Sin embargo, saltó a la fama mundial por su muy dura política monetaria como titular de la Reserva Federal (Fed) para combatir la inflación. Al iniciar su gestión en agosto de 1979 la inflación mostraba una inequívoca aceleración desde antes del shock petrolero de ese año: 6,7% en 1977, 9% en 1978. La Fed fue subiendo la tasa de Fondos Federales de 6,75% en enero a 10% en diciembre sin éxito. Cuando asumió Volcker en agosto de 1979, la inflación fue de 13,3%. Por otro lado, el desempleo no descendía de 6,0%.

La estrategia gradualista, no funcionaba, de modo que para tratar de restringir la liquidez de una forma tal que no queden dudas del compromiso de la Fed contra la lucha de inflación, pasó a una estrategia de shock: la tasa de Fondos Federales que venía aumentando de 10,25% en abril de 1979 a 15,5% en octubre de ese año, fue elevada hasta a 20% en marzo de 1980. Luego de dos bajas hasta julio se retomó el sendero de suba de tasas, si bien el desempleo era de 7,2% la economía mostraba síntomas de inequívoca caída (recesión) desde enero de ese año. Aun así, Volcker logró convencer al resto del Comité de Mercado Abierto **a duplicar la tasa de Fondos Federales: de 10% en agosto de 1980 a 20% en diciembre de ese año y la mantuvo por encima de 16% hasta noviembre de 1980 cuando la redujo a 13% y luego a 12%.** Sin embargo, **recién en agosto de 1982 la Fed mantendría la tasa de Fondos Federales en niveles inferiores al 10%.**

La inflación cayó con el decidido rigor de Volcker, pero también el empleo de mano de obra entre enero y julio de 1980, y luego entre julio de 1981 y noviembre de 1982. En particular, **la tasa de desempleo de 1982, 10,8%, fue la más alta desde 1940, lo cual le valió fuertes críticas y hasta soportar protestas frente a su propia oficina.**

Subió la tasa de interés y mantuvo una política monetaria restrictiva, logrando la caída de la inflación de 13,3% en 1979 a 12,5% en 1980, 8,9% en 1981, 3,8% en 1982 y 1983, 3,9% en 1984, 3,8% en 1985, y 1,1% en 1986.

Una de las consecuencias no deseadas de la política de Volcker fue la destrucción de empleos y empresas. **El desempleo recién retornó a tasas inferiores al 5% como en 1973-74, recién en la segunda mitad de los '90, bajo las presidencias de Bill Clinton.**

Otra consecuencia no deseada fue el impacto de la suba de tasas sobre el endeudamiento a tasa variable de gobiernos latinoamericanos con bancos estadounidenses. La crisis de la deuda se desata luego de más de dos años de altas tasas de interés (con niveles récord históricos de la *Prime Rate*, entre 1980 y 1982), conduciendo en agosto de 1982 al default de México y luego a las forzosas reestructuraciones de la deuda y programas de ajuste en los años '80 de otros 15 países de nuestra región, incluida Argentina. **El resultado fue la llamada “década perdida” para la región, con recesión, inflación, y en algunos casos (como Bolivia, Brasil y Argentina), hiperinflación.**

En 2006 fue nombrado presidente del Grupo de los 30, y en noviembre de 2008 el presidente Barack Obama lo nombró presidente de su Consejo Asesor para la Recuperación Económica. Volcker asumió el cargo en 2009 e impulsó desde su cargo regulaciones fuertes sobre la operatoria de los intermediarios financieros. Su propuesta normativa, conocida desde entonces como la “*Regla de Volcker*”, consistió en imponer restricciones a los bancos para invertir sus fondos en transacciones inmobiliarias y en limitar sus inversiones en acciones y en títulos-valores emitidos por *hedge funds*. Su propuesta fue rechazada en general, pero Obama la incluyó en la reforma financiera votada por el Congreso en 2010. Después de renunciar a dicho organismo en 2011, Volcker fundó en 2013 la ONG *Volcker Alliance* dedicada a investigaciones y propuestas para mejorar la calidad de la gestión del sector público.

Ya en octubre del año pasado en un reportaje a “The New York Times”, este gigante de 2,01 m. de altura admitía no encontrarse bien de salud⁹. A mediados de 2018 se le había diagnosticado cáncer de próstata, enfermedad que finalmente lo llevó a su muerte. Eso fue lo que forzó a la editorial Hachette Book Group a adelantar al 30 de octubre de 2018 el lanzamiento de su libro autobiográfico *Keeping at It: The Quest for Sound Money and Good Government*, escrito con la editora jefe de la agencia Bloomberg, Christine Harper. Un magnífico libro donde reafirma su enfoque irreductible desde sus tiempos al mando de la Reserva Federal: “*la estabilidad de precios es responsabilidad máxima de la Reserva Federal-en mi opinión de todos los bancos centrales*”.¹⁰

En dicho reportaje, sostuvo que la administración Trump llevó a que se haya perdido todo respeto por el gobierno, la Corte Suprema, el presidente, e incluso por la Reserva Federal. Volcker afirmó en dicha nota que Washington está bajo el poder de lobbyistas y think tanks. En su opinión, instituciones como la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de Harvard y la Escuela de Relaciones Públicas e Internacionales Woodrow Wilson de Princeton, han fracasado en la formación de una nueva generación de buenos funcionarios. El “error” es dejar de enseñar cómo gobernar y dedicarse a enseñar sólo diseños de políticas. En sus palabras: “*Ellos pueden discutir sobre la guerra y la paz, y la pobreza, y cualquier otra cosa, pero cuando vas a una facultad o escuela de políticas públicas, no estás aprendiendo cómo gestionar el maldito gobierno. Estás aprendiendo cómo debatir cuestiones de política*”.

La actual administración, bajo Donald Trump, nunca lo convocó ni consultó para nada. Tampoco Trump le generaba ninguna simpatía a Volcker. A pesar de reconocer la justa preocupación del gobierno por mejorar la situación de los trabajadores, en una nota de septiembre pasado, pero publicada dos días después de su muerte en *Financial Times*, Volcker criticó duramente a Trump y su administración¹¹:

“De manera creciente, intencionadamente o no, parece haber un movimiento para debilitar la fe de los estadounidenses en nuestro gobierno y en sus políticas y en sus instituciones”.

⁹ Andrew Ross Sorkin (2018): “Paul Volcker, at 91, Sees ‘a Hell of a Mess in Every Direction’”. *The New York Times*. Nueva York, 23 de octubre de 2018, en <https://www.nytimes.com/2018/10/23/business/dealbook/paul-volcker-federal-reserve.html>

¹⁰ Volcker, P. y C. Harper (2018): *Keeping at It: The Quest for Sound Money and Good Government*. Hachette Book Group. Nueva York. Cap. 8.s.

¹¹ Volcker, P. (2019). Paul Volcker’s Final Warning for America. Donald Trump’s Attacks on the Fed Are Helping to Undermine Faith in Democratic Institutions”. *Financial Times*. Londres, 11 de diciembre de 2019. En <https://www.ft.com/content/2389d7ec-1b3c-11ea-97df-cc63de1d73f4>

“Fuerzas nihilistas están desmantelando políticas para proteger nuestro aire, agua, y el clima. Y parecen tratar de desacreditar los pilares de nuestra democracia: el derecho a votar y elecciones transparentes, el imperio de la ley, la libertad de prensa, la separación de poderes, creer en la ciencia, y el concepto mismo de verdad”.

*“Cuando escribía mi libro, observé que el Presidente Donald Trump no había atacado la independencia de la Reserva Federal de los EE.UU. ... **Desde el fin de la 2ª Guerra Mundial no hemos visto un presidente que busca tan abiertamente direccionar la política de la Fed**”.*

*“Es un tema altamente preocupante, ya que **el banco central es una de nuestras instituciones públicas clave, diseñada cuidadosamente para que esté libre de ataques puramente partidistas**”.*

*“Setenta y cinco años atrás, los estadounidenses asumieron el desafío de derrotar una tiranía en el exterior. Nos unimos a nuestros aliados reconociendo fuertemente la necesidad de defender y sostener nuestras libertades democráticas que tanto costaron. **La generación de hoy enfrenta un test diferente, pero igualmente existencial. Cómo responderemos determinará el futuro de nuestra propia democracia, y en definitiva el del planeta mismo**”.*

Volcker ha sido considerado como la cara visible del monetarismo. Pero si bien respetaba a Milton Friedman, en su libro autobiográfico revela una opinión menos dogmática que la del prócer de Chicago. De hecho, al decidirse por el enfoque “duro” contra viento y marea para luchar contra la inflación en los '80, lo hizo con énfasis no en la relación mecánica entre dinero y precios según el enfoque tradicional de Chicago, sino en las expectativas, en la reacción de los mercados. **Volcker tenía claro que la existencia de información asimétrica, y a veces incompleta del sector privado hacen que el efecto de las decisiones de los bancos centrales esté condicionado a cómo el sector privado lee esas decisiones, la forma de aplicación y de comunicación de las mismas, el grado de compromiso de los banqueros centrales con sus metas, y su permeabilidad, o no, a presiones externas.**

En el citado libro autobiográfico expresaba Volcker que al momento de aceptar la titularidad de la Fed los dos condicionantes básicos para el logro de la estabilidad eran: a) la independencia de la Fed, y b) la credibilidad en sus políticas y en sus responsables. Algo hoy estándar en la literatura sobre reglas vs. discrecionalidad en contextos en que el sector privado no está seguro de qué política seguirá el banco central en el futuro. **Cuando los agentes financieros y no financieros no están seguros, convencidos, sobre las verdaderas preferencias y convicciones de los políticos, lograr la baja de la inflación y la credibilidad en programa antiinflacionarios dependen en buena medida de que los banqueros centrales logren consolidar una reputación de credibilidad y de intolerancia frente a la inflación. De ahí, que en su gestión en la Fed optara por una terapia de shock para la suba de tasas de interés, aun a costa de generar los costos recesivos mencionados.**

La experiencia de Volcker ha sido, por tanto, marcadamente influyente. William Poole, ex titular del Banco de la Reserva Federal de St. Louis afirmó en un ensayo de 2005 en honor a Volcker que “sin su fuerte cambio en la política monetaria y su determinación para seguirla a través de varios años dolorosos, la economía de los EE.UU. habría continuado su espiral hacia abajo. Al revertir las erradas políticas de sus predecesores, Volcker sentó las bases para las largas expansiones de los años '80 y '90”. Otro gran ex presidente de la Fed, Ben Bernanke, sostuvo la semana pasada que “Él vino a representar la independencia (de la Fed). **Él personificó la idea de hacer algo políticamente impopular, pero económicamente necesario**”. El propio James Carter, cuya derrota electoral frente a Reagan en parte fue explicada por la política inicialmente “dura” de Volcker afirmó que “Paul era tan terco como alto, y aunque algunas de sus políticas como titular de la Fed fueron políticamente costosas, eran las correctas. Su conducción fuerte e inteligente ayudó a reducir la inflación impulsada por el precio del petróleo y a aliviar las presiones sobre el presupuesto de todos los estadounidenses”.

Volcker será sin dudas recordado como uno de los más influyentes (y también polémicos) banqueros centrales de toda la historia. Alguien que además de ser un gran defensor de la independencia de los bancos centrales y de su compromiso prioritario con el combate a la inflación, entendía que una economía de mercado requiere un estado eficiente, con funcionarios caracterizados por la ideoneidad, la honestidad y el compromiso. Valores que, según Volcker, se encuentran en una profunda crisis, al menos en los EE.UU.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

| 2019 | | diciembre | | | | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------|
| LUNES | MARTES | MIÉRCOLES | JUEVES | VIERNES | SÁBADO | DOMINGO |
| 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 |
| | INDEC: Informe de Avance Nivel de Actividad. 3 ^{er} Trimestre 2019. | INDEC: Indicadores Mercado de Trabajo. 3 ^{er} Trimestre 2019. Canasta Básica Alimentaria y Total. Noviembre 2019. | INDEC: Índice de Costo de la Construcción. Índices de Precios Mayoristas. Noviembre 2019. Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. 3 ^{er} Trimestre | Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Empleo y desempleo por estados. Noviembre de 2019. | | |
| 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 |
| INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Octubre 2019. Intercambio Comercial Argentino. Noviembre 2019. | | | INDEC: Encuesta Nacional de Centros de Compras Septiembre de 2019. Encuesta Nacional de Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Octubre 2019. | | | |
| 2020 | | enero | | | | |
| LUNES | MARTES | MIÉRCOLES | JUEVES | VIERNES | SÁBADO | DOMINGO |
| 30 | 31 | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 |
| | | | INDEC: Índice de Salarios. Octubre 2019. | | | |
| 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 |
| | | INDEC: Indicadores de Actividad de la Construcción. Noviembre 2019. | | Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Situación del empleo. Diciembre de 2019. IBGE (Brasil): IPC Brasil. Diciembre de 2019. | | |
| 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 |
| | INDEC: Utilización Capacidad Instalada en la Industria. Noviembre 2019. Bureau of Labor Statistics EE.UU.: IPC. Diciembre de 2019. | INDEC: IPC. Noviembre 2019. Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Índice de Precios a los Productores. Diciembre de 2019. | Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Índices de Precios de Exportación e Importación. Diciembre de 2019. | | | |
| 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 |
| INDEC: Índice de Costo de la Construcción. Índices de Precios Mayoristas. Diciembre 2019. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria. | Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria. | INDEC: Canasta Básica Alimentaria y Total. Diciembre 2019. | INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) Noviembre 2019. Intercambio Comercial Argentino. Diciembre 2019. Encuesta Nacional de Centros de Compras. Encuesta Nacional de Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Diciembre de 2019. | Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Empleo y desempleo por estados. Diciembre de 2019. | | |
| 27 | 28 | 29 | 30 | 31 | 01 | 02 |
| | | | INDEC: Índice de Salarios. Noviembre 2019. Banco de Inglaterra: Reunión del Comité de Política Monetaria. | Bureau of Labor Statistics EE.UU.: 4 ^o trimestre de 2019. IBGE (Brasil): Índice de Precios al Produtor Brasil. Diciembre de 2019. | | |

| INDICADORES | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Indicador | Nov-18 | Dic-18 | Ene-19 | Feb-19 | Mar-19 | Abr-19 | May-19 | Jun-19 | Jul-19 | Ago-19 | Sep-19 | Oct-19 | Nov-19 |
| Precios | | | | | | | | | | | | | |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m | 3,2% | 2,6% | 2,9% | 3,8% | 4,7% | 3,4% | 3,1% | 2,7% | 2,2% | 4,0% | 5,9% | 3,3% | 4,3% |
| IPC Nac. Núcleo Var. % m/m | 3,3% | 2,7% | 3,0% | 3,9% | 4,6% | 3,8% | 3,2% | 2,7% | 2,2% | 4,6% | 6,4% | 3,8% | 4,0% |
| IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m | 3,4% | 1,7% | 3,4% | 5,7% | 6,0% | 2,5% | 2,4% | 2,6% | 2,5% | 4,5% | 5,7% | 2,5% | 5,3% |
| IPC GBA (INDEC) Var. % m/m | 2,9% | 2,8% | 2,8% | 3,8% | 4,8% | 3,2% | 3,0% | 2,6% | 2,1% | 3,9% | 5,8% | 3,2% | 4,1% |
| IPC GBA Núcleo Var. % m/m | 3,2% | 2,9% | 2,9% | 3,7% | 4,3% | 3,7% | 3,3% | 2,6% | 2,1% | 4,7% | 6,3% | 3,8% | 3,7% |
| IPCBA (CABA) Var. % m/m | 2,8% | 2,4% | 3,8% | 3,4% | 4,0% | 3,7% | 3,1% | 2,8% | 2,2% | 3,4% | 5,0% | 2,8% | 4,0% |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a | 48,5% | 47,6% | 49,3% | 51,3% | 54,7% | 55,8% | 57,3% | 55,8% | 54,4% | 54,5% | 53,5% | 50,5% | 52,1% |
| IPC Nac. Núcleo Var. % a/a | 46,2% | 47,7% | 49,9% | 52,5% | 55,5% | 58,0% | 58,8% | 56,7% | 54,4% | 57,1% | 55,3% | 54,2% | 52,1% |
| IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a | 49,6% | 51,2% | 53,0% | 58,3% | 64,0% | 66,2% | 64,9% | 60,8% | 58,1% | 58,8% | 56,9% | 51,8% | 54,6% |
| IPC GBA (INDEC) Var. % a/a | 48,0% | 47,1% | 48,9% | 50,7% | 54,1% | 55,1% | 56,8% | 54,8% | 53,9% | 53,6% | 52,4% | 49,7% | 51,4% |
| IPC GBA Núcleo Var. % a/a | 45,6% | 46,9% | 49,0% | 51,3% | 53,9% | 56,4% | 57,4% | 55,0% | 53,9% | 56,1% | 53,9% | 53,3% | 51,4% |
| IPCBA (CABA) Var. % a/a | 46,8% | 45,5% | 48,6% | 49,7% | 52,5% | 53,4% | 54,7% | 53,3% | 52,6% | 52,2% | 50,8% | 47,2% | 49,0% |
| Expectativas de Inflación (UTDT) | | | | | | | | | | | | | |
| Mediana | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 40,0 | 40,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 |
| Media | 38,3 | 35,7 | 39,2 | 36,9 | 40,8 | 40,6 | 36,6 | 34,5 | 31,9 | 34,7 | 33,1 | 31,2 | 32,7 |
| Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos Totales | 35,4% | 27,4% | 38,7% | 48,3% | 33,3% | 43,8% | 53,0% | 69,4% | 61,6% | 55,4% | 50,4% | 44,3% | s/d |
| Gastos Totales | 40,2% | 27,9% | 49,2% | 51,2% | 33,1% | 45,3% | 51,6% | 42,6% | 53,8% | 52,1% | 45,0% | 29,3% | s/d |
| Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.) | 30,9% | 27,7% | 36,9% | 42,5% | 38,7% | 46,3% | 53,8% | 72,7% | 59,9% | 62,0% | 51,9% | 47,6% | s/d |
| Gastos Primarios | 32,2% | 21,9% | 33,0% | 29,3% | 30,2% | 36,2% | 35,5% | 37,1% | 50,5% | 42,6% | 37,9% | 31,9% | s/d |
| Recursos tributarios (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | |
| Recaudación total | 33,7% | 36,0% | 38,9% | 40,4% | 37,3% | 51,2% | 47,8% | 52,1% | 53,4% | 56,3% | 42,5% | 42,8% | 58,2% |
| Dirección General Impositiva | 41,2% | 49,4% | 49,4% | 43,2% | 42,2% | 55,0% | 49,0% | 43,4% | 52,0% | 49,2% | 40,2% | 39,9% | 43,5% |
| Dirección General de Aduanas | 6,4% | 9,5% | 2,5% | 8,9% | 9,9% | 16,5% | 46,9% | 31,1% | 28,1% | 40,9% | 100,5% | 65,2% | 67,4% |
| Sistema de Seguridad Social | 23,1% | 23,7% | 28,5% | 30,4% | 27,3% | 33,7% | 32,2% | 32,0% | 39,9% | 39,5% | 29,2% | 27,3% | 42,1% |

| Indicador | Nov-18 | Dic-18 | Ene-19 | Feb-19 | Mar-19 | Abr-19 | May-19 | Jun-19 | Jul-19 | Ago-19 | Sep-19 | Oct-19 | Nov-19 |
|---------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Confianza del Consumidor (UTDT) | | | | | | | | | | | | | |
| Indice | 32,1 | 36,0 | 33,1 | 36,0 | 34,8 | 34,4 | 36,5 | 40,6 | 44,2 | 41,9 | 42,1 | 43,8 | 41,4 |
| Var. % m/m | -1,7% | 12,1% | -8,0% | 8,9% | -3,5% | -1,1% | 6,0% | 11,2% | 8,9% | -5,2% | 0,6% | 4,0% | -5,5% |
| Var. % a/a | -37,2% | -16,7% | -26,7% | -17,8% | -20,6% | -14,2% | 1,1% | 12,8% | 21,9% | 15,5% | 24,9% | 34,1% | 28,8% |
| Indicadores de Actividad | | | | | | | | | | | | | |
| EMAE (INDEC) Var. % a/a | -7,4% | -6,6% | -5,7% | -4,7% | -7,0% | -1,2% | 2,7% | 0,3% | 0,5% | -3,8% | -2,1% | s/d | s/d |
| Var m/m, sin estacionalidad | -2,0% | 0,3% | 0,6% | 0,2% | -1,1% | 0,5% | 0,0% | -0,5% | 1,3% | -1,0% | -1,6% | s/d | s/d |
| Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a | -57,9% | -46,4% | -53,4% | -58,8% | -57,6% | -60,9% | -63,1% | -34,1% | -15,8% | -27,2% | -37,0% | -26,9% | s/d |
| Var m/m, con estacionalidad | -11,1% | 46,3% | -38,0% | 1,2% | 10,9% | -15,5% | -1,8% | 30,6% | 7,5% | -3,1% | -10,2% | 1,2% | s/d |
| Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a | -8,0% | -10,7% | -10,4% | -6,2% | -12,3% | -8,7% | -5,4% | -6,1% | -1,9% | -1,1% | -0,9% | -3,2% | s/d |
| Var m/m, desest. | -1,7% | -1,6% | 0,3% | 0,0% | -0,1% | 0,2% | 1,9% | -1,8% | 1,2% | 1,2% | -2,0% | -0,4% | s/d |
| Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a | -13,8% | -14,9% | -11,1% | -8,4% | -14,1% | -8,9% | -6,9% | -7,2% | -1,9% | -6,4% | -5,1% | -2,3% | s/d |
| ISAC (INDEC) Var. % a/a | -15,9% | -20,6% | -15,7% | -5,3% | -12,3% | -7,5% | -3,5% | -11,8% | -1,7% | -5,9% | -8,5% | -9,5% | s/d |
| Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a | -30,4% | -31,8% | -20,1% | -13,2% | -16,3% | -17,1% | -12,1% | -13,9% | -7,5% | -7,5% | -6,7% | 8,8% | 12,7% |
| Var. % m/m, desest. | -7,3% | -6,6% | 3,3% | 5,3% | 9,7% | 3,7% | -1,4% | -0,5% | 2,8% | -4,0% | -1,5% | 5,1% | -1,6% |
| Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a | -17,9% | -17,9% | -14,2% | 1,5% | -12,0% | -5,1% | 4,7% | -11,3% | 5,4% | -5,9% | -6,7% | -8,5% | -9,8% |
| Indicadores del Sector Externo | | | | | | | | | | | | | |
| Exportaciones en USD | 5.349 | 5.282 | 4.586 | 4.464 | 5.136 | 5.305 | 6.017 | 5.235 | 5.856 | 5.568 | 5.746 | 5.889 | s/d |
| Var. % a/a | 14,6% | 15,4% | -4,7% | 3,7% | -5,0% | 1,9% | 16,5% | 1,9% | 8,3% | 7,5% | 14,1% | 9,1% | s/d |
| Importaciones en USD | 4.365 | 3.913 | 4.214 | 4.004 | 3.953 | 4.174 | 4.644 | 4.174 | 4.905 | 4.400 | 4.002 | 4.121 | s/d |
| Var. % a/a | -29,2% | -27,1% | -26,5% | -22,9% | -33,7% | -31,6% | -28,0% | -23,5% | -20,6% | -30,3% | -14,9% | -18,8% | s/d |
| Saldo Comercial en USD | 984 | 1.369 | 372 | 460 | 1.183 | 1.131 | 1.373 | 1.061 | 951 | 1.168 | 1.744 | 1.768 | s/d |
| Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100) | 200,6 | 202,3 | 204,6 | 204,6 | 203,0 | 202,5 | 199,9 | 213,3 | 203,1 | 199,7 | 204,2 | 212,7 | 209,7 |
| Var. % a/a | -0,2% | 0,8% | 0,7% | -3,9% | -6,5% | -9,4% | -12,2% | -1,1% | -2,0% | -3,7% | 2,0% | 4,4% | 4,5% |

| Indicador | Nov-18 | Dic-18 | Ene-19 | Feb-19 | Mar-19 | Abr-19 | May-19 | Jun-19 | Jul-19 | Ago-19 | Sep-19 | Oct-19 | Nov-19 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Indicadores Monetarios | | | | | | | | | | | | | |
| Saldos promedio mensuales | | | | | | | | | | | | | |
| Base Monetaria (\$ M.M.) | 1.256,3 | 1.336,8 | 1.345,6 | 1.343,2 | 1.314,4 | 1.324,8 | 1.342,6 | 1.341,9 | 1.382,2 | 1.323,9 | 1.349,0 | 1.385,5 | 1.580,7 |
| Circulante | 737,0 | 794,3 | 835,8 | 805,7 | 807,1 | 816,9 | 823,5 | 850,4 | 904,3 | 907,3 | 920,0 | 933,83 | 938,2 |
| Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c) | 1.224,0 | 1.159,4 | 1.296,8 | 1.356,4 | 1.449,8 | 1.672,0 | 1.528,1 | 1.540,1 | 1.700,8 | 1.793,0 | 1.723,7 | 1.714,7 | 1.537,6 |
| (a) Deuda Remun. (LELIQ+NOCOM) | 769,2 | 737,8 | 806,2 | 884,8 | 951,9 | 992,9 | 1.020,6 | 1.101,3 | 1.207,3 | 1.246,1 | 1.099,2 | 1.023,8 | 803,2 |
| (b) Pasivos netos por pases | 6,2 | 9,3 | 13,2 | 3,2 | 3,4 | 1,2 | 5,2 | 4,4 | 3,3 | 43,5 | 124,2 | 190,0 | 232,3 |
| (c) Depósitos del Gobierno | 448,6 | 412,3 | 477,4 | 468,4 | 494,5 | 677,9 | 502,3 | 434,4 | 490,2 | 503,5 | 500,3 | 500,9 | 502,1 |
| Reservas intern. brutas (U\$S M.M.) | 52,6 | 57,0 | 66,2 | 67,0 | 68,0 | 72,7 | 67,7 | 64,2 | 66,4 | 62,2 | 50,2 | 46,6 | 43,5 |
| Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.) | 12,4 | 14,0 | 14,8 | 14,3 | 14,6 | 15,5 | 16,9 | 16,4 | 14,7 | 15,8 | 13,2 | 13,1 | 13,9 |
| (Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA) | 61,7 | 58,1 | 51,5 | 51,2 | 51,8 | 52,4 | 56,5 | 60,3 | 59,6 | 67,2 | 83,0 | 92,6 | 105,3 |
| Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S) | 36,5 | 37,9 | 37,4 | 38,4 | 41,4 | 43,2 | 44,9 | 43,7 | 42,5 | 52,7 | 56,5 | 58,5 | 59,7 |
| Depósitos bancarios | | | | | | | | | | | | | |
| Saldos promedio mensuales | | | | | | | | | | | | | |
| Total depósitos (\$ M.M.) | 3.734,1 | 3.916,2 | 3.970,1 | 4.022,6 | 4.154,1 | 4.228,4 | 4.390,0 | 4.398,2 | 4.400,6 | 4.761,7 | 4.427,2 | 4.352,9 | 4.262,8 |
| Sector privado | 2.805,9 | 3.031,1 | 3.105,3 | 3.211,4 | 3.353,6 | 3.444,5 | 3.573,6 | 3.630,8 | 3.697,3 | 3.976,9 | 3.675,5 | 3.601,1 | 3.533,0 |
| Sector público | 928,2 | 885,0 | 864,8 | 811,2 | 800,5 | 783,9 | 816,4 | 767,4 | 703,3 | 784,8 | 751,7 | 751,8 | 729,8 |
| En moneda local (\$ M.M.) | 2.610,3 | 2.677,1 | 2.742,4 | 2.755,5 | 2.747,0 | 2.730,8 | 2.820,3 | 2.878,6 | 2.940,9 | 3.020,8 | 3.001,8 | 3.005,6 | 3.012,5 |
| Sector privado | 1.805,2 | 1.950,9 | 2.003,2 | 2.074,1 | 2.124,0 | 2.153,6 | 2.203,0 | 2.286,6 | 2.353,9 | 2.377,0 | 2.394,9 | 2.395,2 | 2.418,5 |
| Sector público | 805,1 | 726,1 | 739,2 | 681,4 | 623,0 | 577,3 | 617,3 | 592,0 | 587,0 | 643,8 | 606,9 | 610,4 | 594,0 |
| En moneda extranjera (\$ M.M.) | 1.123,8 | 1.240,1 | 1.246,0 | 1.267,1 | 1.407,1 | 1.497,6 | 1.569,6 | 1.519,6 | 1.459,7 | 1.740,8 | 1.425,3 | 1.347,3 | 1.250,3 |
| Sector privado | 1.000,6 | 1.080,2 | 1.102,0 | 1.137,3 | 1.229,2 | 1.291,0 | 1.369,8 | 1.344,2 | 1.343,5 | 1.599,3 | 1.280,5 | 1.205,9 | 1.114,5 |
| Sector público | 123,2 | 159,9 | 143,9 | 129,8 | 178,0 | 206,7 | 199,8 | 175,4 | 116,2 | 141,5 | 144,8 | 141,4 | 135,8 |
| En moneda extranjera (U\$S M.M.) | 30,9 | 32,7 | 33,3 | 33,0 | 34,2 | 34,7 | 35,0 | 34,7 | 34,4 | 33,4 | 25,1 | 23,0 | 20,9 |
| Sector privado | 27,5 | 28,5 | 29,5 | 29,7 | 29,9 | 29,9 | 30,5 | 30,7 | 31,6 | 30,6 | 22,6 | 20,6 | 18,66 |
| Sector público | 3,4 | 4,2 | 3,8 | 3,4 | 4,3 | 4,8 | 4,5 | 4,0 | 2,7 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,3 |
| Tasas de interés | | | | | | | | | | | | | |
| Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual | 64,1 | 59,4 | 57,4 | 47,6 | 61,2 | 68,5 | 71,8 | 66,8 | 59,6 | 71,3 | 83,5 | 70,1 | 63,5 |
| Tasas activas (% anual) | | | | | | | | | | | | | |
| Call en pesos entre bancos privados | 58,5 | 55,3 | 54,1 | 43,7 | 51,9 | 64,5 | 68,0 | 70,3 | 58,2 | 65,7 | 69,9 | 58,8 | 54,9 |
| Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días | 73,0 | 65,0 | 61,1 | 52,0 | 60,6 | 68,9 | 73,3 | 66,9 | 62,6 | 77,2 | 85,5 | 70,9 | 64,0 |
| Préstamos personales | 64,5 | 63,9 | 64,1 | 62,1 | 60,6 | 63,4 | 67,0 | 53,0 | 65,7 | 69,4 | 76,3 | 75,5 | 74,2 |
| Tasas pasivas (% anual) | | | | | | | | | | | | | |
| BADLAR | 50,3 | 48,7 | 45,7 | 38,0 | 40,4 | 48,5 | 52,5 | 51,7 | 49,0 | 54,9 | 59,1 | 54,8 | 45,7 |
| Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000 | 43,0 | 42,3 | 41,0 | 35,3 | 36,3 | 42,4 | 48,6 | 46,8 | 45,0 | 50,2 | 55,0 | 52,4 | 43,9 |
| Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000 | 50,8 | 48,4 | 45,3 | 38,0 | 40,5 | 48,2 | 52,1 | 51,1 | 48,4 | 54,7 | 59,3 | 55,0 | 45,8 |