

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

Nº 147 AÑO 15

9 DE FEBRERO DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Jorge Riaboi

Héctor Rubini

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ MACRINOMICS: LENTA EN REACCIONAR	2
▪ CAFÉ FINANCIERO	6
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ ESCENARIO GLOBAL: DEL DICHO AL HECHO...	11
▪ COMMODITIES EN LA ERA TRUMP	17
NOTA ESPECIAL	
▪ ¿SUBSISTIRÁ EL PAPEL DEL G20 EN LA ERA DE DONALD TRUMP?	22
▪ IN MEMORIAM: ANTHONY ATKINSON (1944-2017)	26
INDICADORES	29

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

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

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

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- El INDEC informó que el IPC creció 1,3% en el mes de enero, por debajo de las proyecciones de las consultoras privadas y de las centrales sindicales para dicho período.

LO IMPORTANTE

- Comienza un año crucial para el Gobierno. En el primer semestre de este año deberá revertir el escenario de estanflación para aspirar a un triunfo en las elecciones primarias del próximo 13 de agosto, previas a los comicios legislativos del 22 de octubre. Dichas elecciones representan tanto un plebiscito sobre el desempeño de la administración Macri, como una definición sobre la fortaleza política del gobierno hasta diciembre de 2019.

LO QUE HAY QUE SABER

- Los cambios de ministros en Argentina no afectaron las expectativas de los mercados. Sin embargo, es todavía lento el retorno a un sendero de crecimiento económico sostenido, con estabilización de precios y un tipo de cambio real alto y competitivo.
- El blanqueo y las ventajas impositivas ayudaron a las cotizaciones de los bonos soberanos comprimiendo los rendimientos. Asimismo, la resistencia del tipo de cambio hacia la depreciación favorece las opciones en pesos.
- Ha llegado la hora para Trump de comenzar a transformar sus promesas de campaña en políticas de Gobierno. Mientras aún prevalecen las expectativas optimistas generadas por sus iniciativas “pro-crecimiento”, las dificultades que enfrenta para avanzar con sus reformas empiezan a despertar dudas. En este contexto, la Fed ha decidido mantener una postura cauta respecto al proceso de normalización de las tasas de interés, a la espera de definiciones respecto al nuevo programa económico.
- Las iniciativas iniciales de Donald Trump, de corte proteccionista no tuvieron impacto negativo en el mercado de commodities. Los precios continúan subiendo y la posible implementación de un mega plan de infraestructura en EEUU aumentaría la demanda de materias primas industriales.

LO QUE VIENE

- Aceleración de la inflación, ante subas de precios regulados y de tarifas eléctricas desde este mes para usuarios residenciales -entre 60% y 90% - y empresas -entre 80% y 148%-.
- Cierre de las paritarias laborales. Los primeros acuerdos alcanzados muestran subas salariales entre 25% y 45%, en extremo alejadas de la pauta sugerida por el gobierno nacional, en el orden del 18%.
- Presión a la baja del tipo de cambio ante las perspectivas de nuevos ingresos de divisas vía endeudamiento público y privado en el exterior.
- Avances de Donald Trump con sus proyectos de desmantelamiento del sistema de salud conocido como “Obamacare”, mayor gasto militar y primeros proyectos de infraestructura.
- Inicio efectivo de la salida de Gran Bretaña (“Brexit”) de la Unión Europea.

PANORAMA DE ARGENTINA

MACRINOMICS: LENTA EN REACCIONAR

Héctor Rubini

Los cambios de ministros no afectaron las expectativas de los mercados. Sin embargo, es todavía lento el retorno a un sendero de crecimiento económico sostenido, con estabilización de precios y un tipo de cambio real alto y competitivo.

1. *La campaña electoral ya comenzó.*

El año político comenzó un poco antes de enero. Neutralizado el proyecto de reforma de Impuesto a las Ganancias que impulsaba la oposición, el Poder Ejecutivo sorprendió a la opinión de la mayoría de los medios con la remoción de varios funcionarios. En un mes y medio debieron abandonar sus cargos Daniel Boisich (secretario de Coordinación Administrativa del Ministerio de Salud), Sebastián Laspiur (Director de Promoción de Salud y control de Enfermedades No Transmisibles), Marina Kosacoff (Subsecretaria de Prevención y Control de Riesgos del Ministerio de Salud), Carlos Falistocco (a cargo del Programa de Lucha Nacional contra el SIDA y Enfermedades de Transmisión Sexual), Héctor Coto (Director de Enfermedades Transmisibles por Vectores), Carla Vizzotti (Directora de Enfermedades Inmunoprevenibles) Isela Constantini (presidenta de Aerolíneas Argentinas), Alfonso de Prat Gay (Ministro de Hacienda y Finanzas), Néstor Pérez Balduino (Secretario de Promoción, Programas Sanitarios y Salud Comunitaria -viceministro de Salud-), Carlos Melconian (Presidente del Banco de la Nación Argentina) y Daniel Chain (Secretario de Obras Públicas del Ministerio del Interior).

Las renuncias más impactantes fueron las de Prat Gay y Melconian. Ninguno fue “invitado” a renunciar por su desempeño. El primero por no subordinarse al Jefe de Gabinete Marcos Peña. El segundo, por disentir con aspectos de las políticas económicas en curso. En el caso de Prat Gay, el ministerio de Hacienda y Finanzas fue dividido en dos: uno de Finanzas, a cargo de Luis Caputo, del equipo de Prat Gay, y otro de Hacienda, a cargo de Nicolás Dujovne, de la Unión Cívica Radical. Melconian, a su vez, fue reemplazado por Javier González Fraga, ex presidente del Banco Central en la primera presidencia de Carlos Menem, y actualmente en la Unión Cívica Radical.

La política fiscal ha quedado fundamentalmente en manos de la Jefatura de Gabinete, que ejerce de manera directa el control del gasto corriente del Estado. En cuanto al gasto en inversión pública, Chain no fue reemplazado, para dar más ejecutividad y celeridad a la postergada inversión en infraestructura. A su vez, en el organigrama del Ministerio de Hacienda no existe más el área de relaciones fiscales con las provincias, que habría pasado al Ministerio del Interior. Por consiguiente, **la tarea de la nueva cartera de Hacienda queda limitada a consideraciones presupuestarias y trabajos de apoyo a futuras reformas.** De hecho, la semana pasada se conoció a través de la prensa local que la fundación FIEL fue contratada para elaborar una propuesta de reforma tributaria a ser presentada a dicho ministerio en los próximos tres meses. El nuevo ministro también **se ha comprometido a enviar al Congreso un proyecto de Ley de Responsabilidad Fiscal.** Previamente iniciará a partir de este mes una ronda de reuniones con representantes de los gobiernos provinciales.

Mientras tanto, el escenario político se apresta a una agresiva campaña electoral. El gobierno trata desde principios de enero de mostrar evidencia de un proceso de crecimiento ya en marcha y una baja agresiva de la inflación. La oposición, por el contrario, hace hincapié en la fragilidad del mercado laboral, la existencia de más de un tercio de la población en situación de pobreza, y el impacto negativo en la industria manufacturera del atraso cambiario y del aumento de las importaciones.

Si bien las encuestas de opinión muestran una caída de Macri en la opinión pública, con la gobernadora bonaerense María Eugenia Vidal como la figura de mejor imagen de Cambiemos, es prematuro realizar pronósticos para las elecciones primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO) de agosto próximo. El peronismo aparece en principio dividido el Frente para la Victoria (kirchnerista) y el Frente Renovador (conducido por Sergio Massa). Sin resolución de la crisis de liderazgo para reunificar el peronismo, el frente Cambiemos (PRO más Unión Cívica Radical y ARI en la mayoría de las provincias) tiene cierta esperanza de no perder votos y hasta ganar algunas bancas en diversas provincias.

En la Cámara de Diputados vence el mandato de 127 legisladores (49% del total), de los cuales 32 son del Frente para la Victoria y del Peronismo para la Victoria, y 42 son de Cambiemos. En el Senado vence el mandato de 24 legisladores (1/3 del total), de los cuales 13 son del Frente para la Victoria y 3 son de Cambiemos. Por consiguiente, el oficialismo necesita inevitablemente sumar votos en varias provincias para incrementar su peso en el Congreso. En el caso de los 127 Diputados Nacionales cuyo mandato vence este año, el 51 % son de 4 provincias: 35 de la provincia de Buenos Aires, 13 de la ciudad de Buenos Aires, 9 de la provincia de Santa Fe, y 8 de la provincia de Córdoba. A su vez, sobre los 24 Senadores Nacionales con mandato a vencer en diciembre de este año, corresponden a 8 provincias: Buenos Aires, San Luis, San Juan, Formosa, Misiones, La Rioja, Jujuy y Santa Cruz. Claramente, el núcleo de la “batalla” para el oficialismo se libra en la Provincia de Buenos Aires, área donde por ahora la inflación, la inseguridad física y la pobreza siguen complicando el avance de Cambiemos en las preferencias del electorado.

2. La marcha de la economía

Todavía no se cuenta con estadísticas completas para el cierre del año 2016. En general se espera que el PIB haya sufrido una caída entre 2% y 2,5%, con destrucción de empleo. La inflación en la ciudad de Buenos Aires fue de 41,4%. Algunos indicadores sugieren una incipiente reactivación, pero tanto la recuperación de la actividad como del empleo muestran a priori más demora y menor velocidad que lo deseado por las autoridades nacionales. El escenario económico a fin de 2016 no cambió durante el primer mes de este año. La economía argentina logró sortear el camino hacia una crisis de balanza de pagos y de financiamiento al que se dirigía bajo la anterior administración. Sin embargo, no logró revertir el escenario de estanflación, con expansión monetaria, atraso del tipo de cambio real y un creciente desequilibrio fiscal.

CUADRO 1. INDICADORES DE LA ECONOMÍA REAL Y DEL SECTOR PÚBLICO A FIN DE 2016

Variable		FUENTE	Período	Unidad	Valor	
Precios	IPC C.A.B.A.	Dirección General de Estadística y Censos - Ministerio de Hacienda GCBA.	2016	Variación % anual (ind. promedio)	41,4%	
	IPC	INDEC	Dic. 2016	Var % mensual	1,2%	
				Var% mensual anualizada	14,4%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Nov. 2016	Var % mensual (sin estacionalidad)	1,4%	
				Var. % interanual	-1,4%	
				Var % ene-nov '16 vs. ene-nov '15	-2,5%	
Actividad industrial	PBI	INDEC	III Trim. 2016	Var. % interanual	-3,8%	
				Dic. 2016	Var % mensual	-2,3%
					Var % ene-nov '16 vs. ene-nov '15	-4,6%
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Dic. 2016	Var % mensual	-7,8%	
				Var % ene-nov '16 vs. ene-nov '15	-12,7%	
				Dic. 2016	Var % mensual	1,9%
Var % ene-nov '16 vs. ene-nov '15	-7,3%					
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	2016	Nivel (U\$ M)	57.737	
				Var. % interanual	1,7%	
				Importaciones	Nivel (U\$ M)	55.610
Var. % interanual	-6,9%					
Indicadores fiscales	Ingresos primarios	Ministerio de Hacienda	2016	Nivel (\$ M)	1.613.452	
				Var. % interanual	35,3%	
	Gastos primarios			Nivel (\$ M)	1.972.834	
				Var. % interanual	38,2%	
	Resultado primario			Nivel (\$ M)	-359.382	
				Var. % interanual	52,9%	
	Resultado financiero (total)			Nivel (\$ M)	-365.169	
Var. % interanual		61,8%				

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

CUADRO 2. INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS A FIN DE 2016

Indicadores monetarios y cambiarios	Tipo de cambio	Banco Central de la República Argentina	Dic. 2016	Pesos por dólar a fin de período	15,85
			2016	Pesos por dólar promedio anual	14,78
				Var. % interanual	59,5%
	Reservas internacionales		Dic. 2016	Nivel (US\$ M)	38.772
			Dic. 2017	Var. % interanual	51,7%
	Circulante		Dic. 2018	Nivel (\$ M)	594.615
			Dic. 2019	Var. % interanual	24,2%
	Base Monetaria		Dic. 2020	Nivel (\$ M)	821.664
			Dic. 2021	Var. % interanual	31,7%
	Letras y Notas BCRA		Dic. 2022	Nivel (\$ M)	630.310
			Dic. 2023	Var. % interanual	82,6%
	M2		Dic. 2024	Nivel (\$ M)	1.371.259
			Dic. 2025	Var. % interanual	30,3%

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

3. La coyuntura de corto plazo

La proximidad de la elección de medio término es la principal presión sobre las autoridades, dado que se juega su consolidación o no en el poder. Una derrota debilitaría tremendamente su capacidad de potenciales reformas estructurales y su margen de acción para consolidar un sendero de menor inflación y mayor responsabilidad fiscal.

En el corto plazo obviamente se impone la necesidad de reactivar la oferta agregada y moderar al menos el crecimiento de la demanda agregada. La aprobación de proyectos de inversión y los viajes para obtener fondeo y capitales del exterior se torna indispensable, al igual que la coordinación de políticas que permitan estabilizar los precios. En esta última materia, el año comienza con el inicio del régimen de metas de inflación del BCRA, que para este año es del crecimiento del IPC entre 12% y 17% (promedio: 14,5%). Esto significa una inflación promedio mensual entre 0,9% y 1,3%, con una meta promedio de 1,1% por mes. La variable de control monetario es la tasa a 7 días (anualizada) de las operaciones de pase (o “repos”) entre el BCRA y el sistema financiero local.

Idealmente, su movimiento ascendente/descendente se transmitiría a todas las demás tasas de interés, activas y pasivas, y de esa forma impactaría en la inflación esperada y con ciertos rezagos en la observada. Esto requiere supuestos inexistentes en la economía argentina: inexistencia de segmentación en el sistema financiero, elevado grado de bancarización y de profundidad del mercado de capitales, ajustes de carteras y de inversiones en activos no financieros rápidos y sin costos de transacción, inexistencia de racionamiento cuantitativo por asimetrías de información, predominio de efectos de sustitución entre activos, y tendencia del sistema a converger con frecuencia diaria a una suerte de “equilibrio general competitivo” intra e intertemporal.

Como es bien sabido, la economía argentina al final del gobierno anterior no cumplía ninguna de estas condiciones, y era la antítesis de una economía de mercado (o algo parecido siquiera a eso). A las fallas de mercado de todo tipo, se agrega la persistencia de precios regulados, con ajustes pendientes, pero imposibles de activar plenamente en el corto plazo para evitar un desplome de los salarios reales.

Algunos, por razones básicas de evitar abusos de mercado de todo tipo también tienen regulados sus ajustes. A su vez, desde la salida de la Convertibilidad, en el año 2002 se ha ido generalizando una serie de prácticas indexatorias que tornan ya imposible de ignorar la existencia de inflación inercial. Esta se ha ido consolidando en los últimos 5-6 años de la mano de los ajustes de precios regulados, alquileres y salarios. Desde el año pasado, además se observa la coexistencia de ajustes de salarios de distintos gremios con distinta frecuencia (semestral, cuatrimestral o trimestral). Por lo tanto, existe una serie de aumentos de los costos para las empresas **totalmente desincronizados** que tornan inevitables los ajustes en base a la inflación pasada y a cierta conjetura sobre el futuro. Nada nuevo, y más que esperable

cuando los mercados no son de competencia perfecta, los ajustes de precios no son inmediatos ante shocks diversos y la economía no está totalmente abierta al comercio exterior.

En ese marco, sin embargo, las autoridades -en particular, la Jefatura de Gabinete y el BCRA- siguen entendiendo de que no son necesarios acuerdos marco generales para contener las subas de precios. La política monetaria sería suficiente per se, ni tener en cuenta las subas preventivas y prácticas indexatorias que se realimentan con la percepción de pérdida de ingresos relativos.

Si bien el *feed-back* entre ajustes de precios absolutos y relativos y la puja distributiva parece que es considerado irrelevante, pero los recientes anuncios de subas en tarifas eléctricas (en promedio no menos de 75%) a partir del próximo mes, más acuerdos salariales por 35% anual o más de varios gremios, tornan imposible al BCRA inducir al sector privado a imaginar siquiera una inflación promedio anual de 14,5%. En un contexto así, una tasa de interés a 7 días, desconocida además por gran parte de la población, no puede ser ni por asomo la única y más efectiva herramienta para la lucha contra la inflación. Máxime cuando hasta 2019 al menos se han previsto dos ajustes anuales de tarifas eléctricas y cuatro de gas, superpuestos a los mencionados movimientos desincronizados de precios regulados y de salarios.

Con inflación, estancamiento y volatilidad de precios relativo, la demanda agregada y en particular el consumo, se han contraído, lo que a su vez **refleja también cierta actitud precautoria de los consumidores**, la que se exagera cuando aumenta la incertidumbre¹. Este sesgo se ha visto en parte exacerbado con una reciente regulación de la Secretaría de Comercio (**Resolución E-51 2017 del 01/02/2017**), que obliga a los comercios a informar el costo financiero contenido en los precios de contado y en cuotas. El anuncio, focalizado en la transparencia de los precios, fue acompañado de una insinuación del Secretario de Comercio, Miguel Braun, y del Ministro de la Producción Francisco Cabrera en el sentido de que **se produciría un descenso de los precios de contado entre 15% y 20% para los bienes durables**.

La reacción de los comercios ha sido heterogénea, dado que se ha interpretado como que debe eliminarse el costo financiero del precio de contado, por consiguiente, para recuperarlo se optó por trasladar esa carga a los precios en cuotas. La resolución citada obliga a explicitar ese costo financiero bajo la forma de una tasa de interés efectiva. Si bien el BCRA emitió el 27/01/2017 la Com. "A" 6173 donde presenta a fórmula matemática para calcular dicha tasa, **buena parte de los comercios minoristas (en particular las PYMEs) no parecen haberse percatado de dicha norma**. Los medios de prensa concentraron la atención en las variaciones de precios de contado desde el primer día de febrero, un día después del anuncio de tarifas eléctricas, con impacto directo en costos y precios de bienes durables y no durables. Por consiguiente, **el panorama es de confusión en los comercios minoristas**, que tienden a incrementar en no menos de 15%-20% los precios en cuotas, y también entre el público. De verificarse, **la incidencia sobre el IPC es de aproximadamente 0,1%, de modo que las afirmaciones en el sentido de que esta medida procura "dibujar" índices de precios carecen de fundamento alguno**.

Lo problemático, en síntesis, es que la manera en que se comunicó esta información tiende a desalentar en el corto plazo el consumo, efecto no deseado con esta medida. A su vez, en enero el Ministerio de Hacienda derogó la devolución de IVA por las compras con tarjeta de débito. En definitiva, esa decisión, más la suba de precios en cuotas, tiende a desalentar la expansión de la bancarización y del uso de sustitutos físicos del dinero en efectivo que propugna el BCRA desde el año pasado.

Al cierre de este informe, se estaban conociendo programas alternativos de financiamiento a 36 y 48 meses de compra de electrodomésticos y a bajas tasas de interés (negativas en términos reales), como un paliativo frente al efecto indeseado de una decisión que **al menos en el corto plazo pareciera desalentar las compras a plazo, frenando la recuperación del mercado interno**.

¹ Robert Lucas Jr., Premio Nobel de Economía en 1995, fue pionero a principios de los años '70 n el análisis de la confusión entre la variabilidad de precios específicos por sector o producto y precios agregados, y su rol como propagador y amplificador de presiones inflacionarias asociadas a expansiones monetarias. Desde entonces los llamados modelos de "islas" de Lucas son un clásico en los cursos intermedios de macroeconomía.

CAFÉ FINANCIERO

Gustavo Martín

El blanqueo y las ventajas impositivas ayudaron a las cotizaciones de los bonos soberanos comprimiendo los rendimientos. Asimismo, la resistencia del tipo de cambio hacia la depreciación favorece las opciones en pesos.

1. El blanqueo: proveedor de dólares

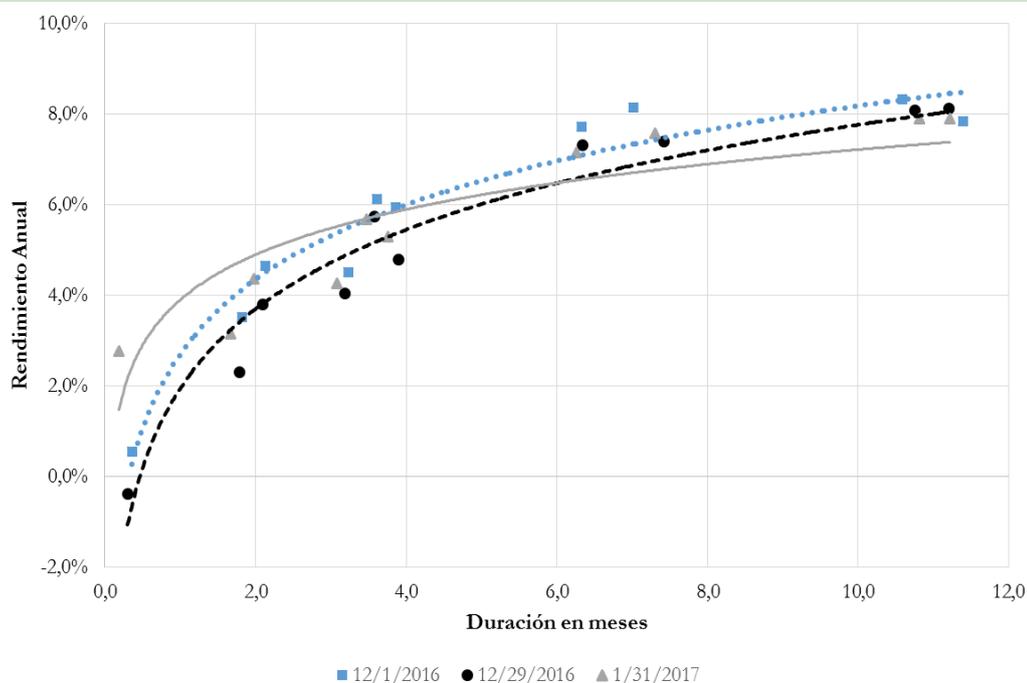
Por el momento, el blanqueo impactó de manera preponderante en las cuentas públicas, en particular sobre el cierre de las mismas en 2016. Gracias a los USD 98.000 M exteriorizados hasta el mes de diciembre, el gobierno pudo completar su meta fiscal para el año pasado reportando un 4,6% respecto del PIB. No obstante, estos ingresos extraordinarios por \$106.760 M (unos USD 6.672 M) se dieron por única vez y serán utilizados para la reparación histórica a jubilados y pensionados.

El otro impacto se vio a través del fuerte incremento que mostraron los depósitos en moneda extranjera que el gobierno luego logró captar mediante sus letras en dólares. En su primera licitación del año el gobierno ya logró captar USD 1.350 M, con una demanda que alcanzó los USD 1.700 M. Asimismo, el sector financiero, en particular el mercado de bonos soberanos también se vio beneficiado por la exteriorización de activos.

2. Compresión

Desde el primero de diciembre del año pasado, el mercado de bonos soberanos se encontró muy activo. En particular, se observaron compresiones en los rendimientos de dichos bonos tanto por demanda generada por el blanqueo como de compras supeditadas al armado de posiciones de referencia de varios fondos.²

GRÁFICO 1: CURVA DE RENDIMIENTOS DE BONOS EN DÓLARES



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

² La mejora en la calificación soberana obligó a distintos índices, tales como el EMBI, a agregar más activos soberanos a los mismos. Siendo que varios fondos tratan de replicar estos índices, los mismos fueron demandados para completar estas posiciones.

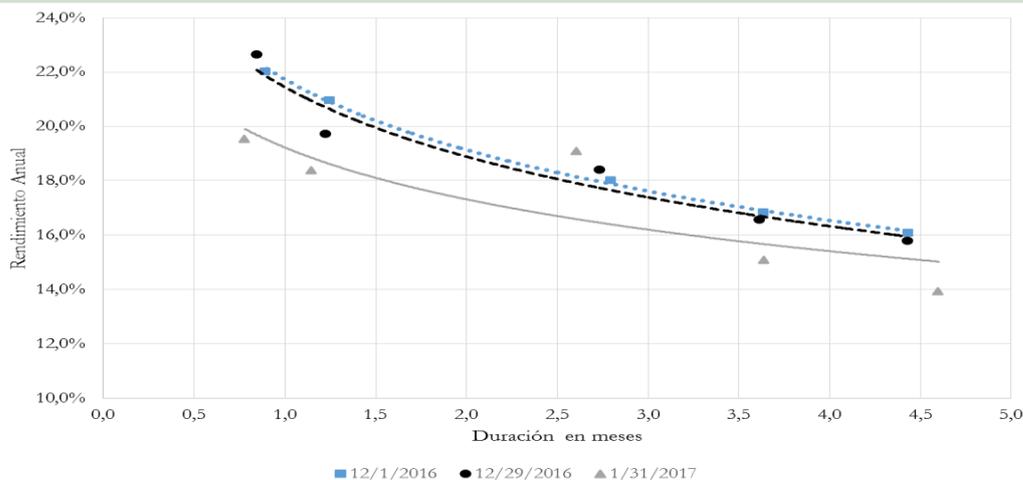
En lo que respecta a los bonos en dólares, lo que se observa es una compresión importante de los rendimientos hacia el 31 de enero excepto el BONAR 17 cuyo rendimiento sube por encontrarse muy cerca de su final:

USD (en USD)	desde 1-12-16	desde 29-12-16
Bonar 2017	2,22%	3,14%
Bonar 2018	-0,38%	0,83%
Bono 2019 (Leg Int.)	-0,30%	0,55%
Bonar 2020	-0,25%	0,21%
Bono 2021 (Leg Int.)	-0,44%	-0,05%
Bonar 2024	-0,64%	0,51%
Bono 2026 (Leg Int.)	-0,57%	-0,16%
Disc (Leg. Local)	-0,57%	0,19%
Par (Leg. Local)	0,06%	-0,21%
Bono 2046 (Leg Int.)	-0,44%	-0,19%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Los otros casos interesantes son el BONAR 18, el BONO 2019 y el BONAR 2024 cuyos rendimientos se incrementaron en más de medio punto desde final del año pasado aunque permanecen por debajo de los rendimientos observados a principios de diciembre del 2016. Estas anomalías se corrigieron en parte durante la primera semana de febrero, pero aún continúan mostrando un mayor rendimiento que a fines de enero de este año.

GRÁFICO 2: CURVA DE RENDIMIENTOS DE BONOS EN PESOS



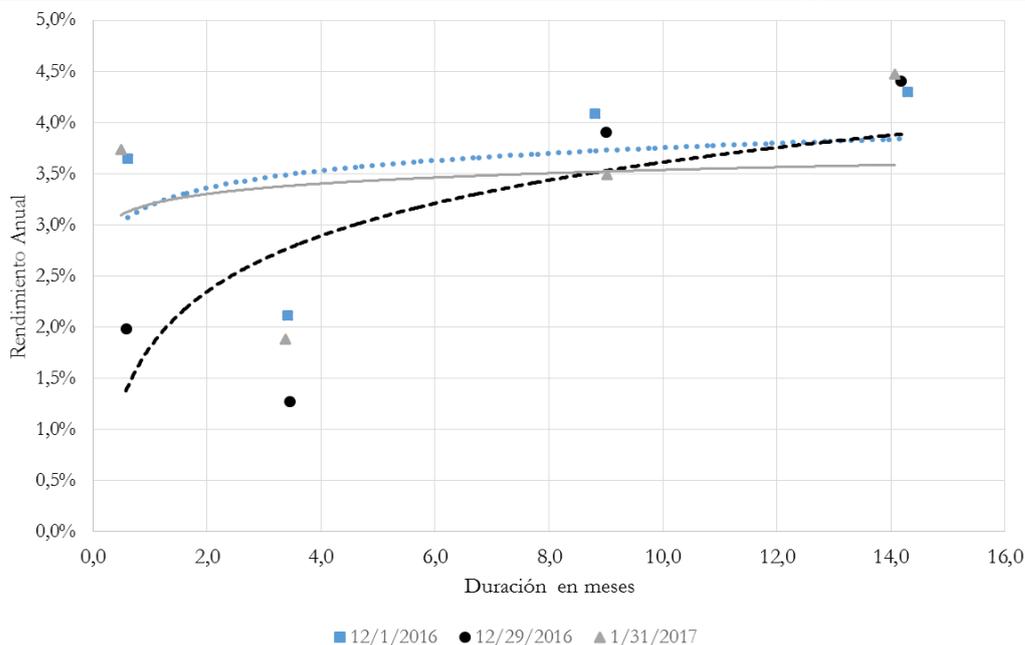
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Por su parte, los bonos en pesos mostraron compresiones aún mayores y se mantuvo la forma invertida de la curva. La única excepción en este segmento fue el BONTE 2021 cuyo rendimiento se hizo más alto reflejando probablemente algún desarbitraje que fue corregido en los primeros días de febrero.

PESOS	desde 1-12-16	desde 29-12-16
Bonte 2018 Marzo	-2,48%	-3,10%
Bonte 2018 Septiembre	-2,58%	-1,36%
Bonte 2021	1,07%	0,68%
Bonte 2023	-1,75%	-1,49%
Bonte 2026	-2,16%	-1,88%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

GRÁFICO 3: CURVA DE RENDIMIENTOS DE BONOS EN PESOS + CER (\$)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

En lo que respecta a los bonos pesos más CER las curvas no se encuentran muy definidas, es más los bonos en el tramo más corto sufrieron una caída en sus cotizaciones entre el 31 de enero de este año y fines del año pasado pero que se corrigió durante la primera semana de febrero.

PESOS + CER (en \$)	desde 1-12-16	desde 29-12-16
Bogar 2018	0,10%	1,75%
Pr 13	-0,23%	0,61%
Disc	-0,59%	-0,41%
Par	0,18%	0,07%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

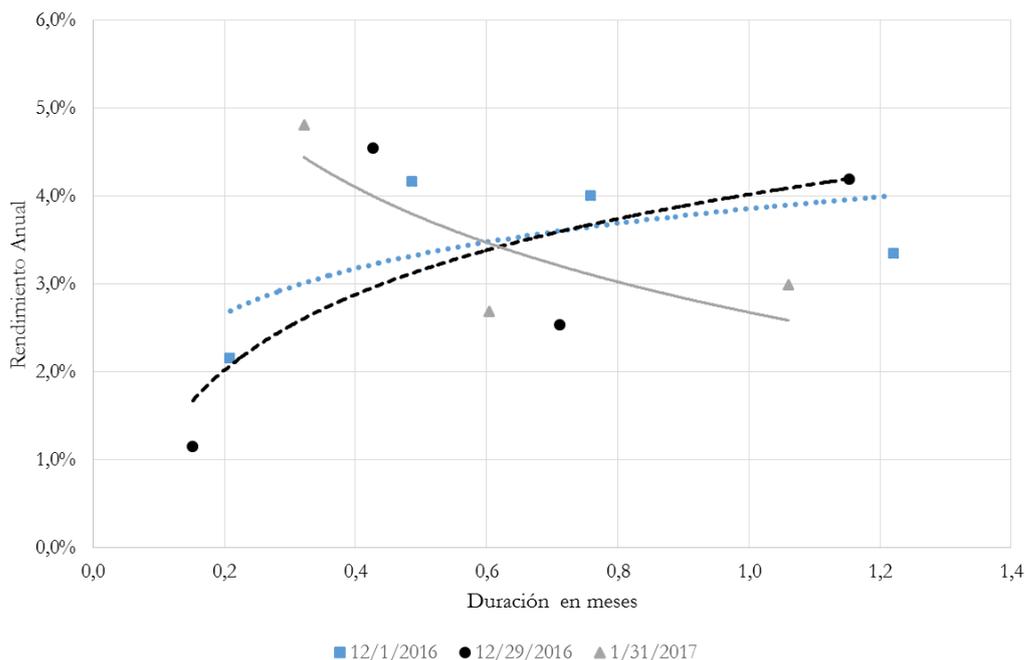
Finalmente, los bonos en pesos atados a la cotización del dólar muestran que al 31 de enero la curva quedó invertida siendo el BONAD 2018 el único que comprimió su rendimiento.

El incremento en los rendimientos, se debe muy probablemente a la baja en las expectativas de devaluación la cotización del peso respecto del dólar por lo que esta especie de bono deja de ser atractiva para los inversores.

USD LINKED	desde 1-12-16	desde 29-12-16
Bonad 2017 (Feb)	5,29%	6,30%
Bonad 2017 (Jun)	0,64%	0,26%
Bonad 2017 (Set)	-1,32%	0,15%
Bonad 2018	-0,35%	-1,20%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

GRÁFICO 4: CURVA DE RENDIMIENTOS DE BONOS USD LINKED



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

3. Las causas: política monetaria, déficit fiscal y carry.

El comportamiento de las cotizaciones (y rendimientos) de los bonos soberanos, tiene mucho que ver con las expectativas que los inversores, tanto locales como extranjeros tienen acerca de la inflación, tipo de cambio y tiempos.

Es de esperar que la política monetaria se mantenga con sesgo contractivo, es decir que la tasa se mantenga como mínimo en su nivel actual, durante algún tiempo más. Según surge del REM del BCRA, la inflación núcleo estaría en promedio en 1,5 hasta mayo de este año y luego descendería a un promedio de 1,4. Esta persistencia en la inflación núcleo, sumado a los aumentos ya anticipados por el gobierno en lo que se refiere a servicios públicos, implica que la inflación será difícil de subyugar al menos durante la primera mitad del año.

En lo que se refiere al déficit fiscal de este año, el gobierno se propuso una ambiciosa meta de 4,2% del PIB. Un rápido análisis del déficit de este año pone de manifiesto la dificultad de lograr este objetivo sin recurrir a fuentes de financiamiento como ANSeS o el BCRA lo que en rigor es monetización del déficit y por lo tanto inflacionario. Si se resta el efecto del blanqueo, el déficit del año pasado habría alcanzado un 5,9% del PIB. De esta manera, se hace patente que los esfuerzos del gobierno vendrán por el lado de la reducción de los subsidios, lo que implica mayores costos y por lo tanto mayor inflación lo que refuerza la presunción del párrafo anterior sobre política monetaria.

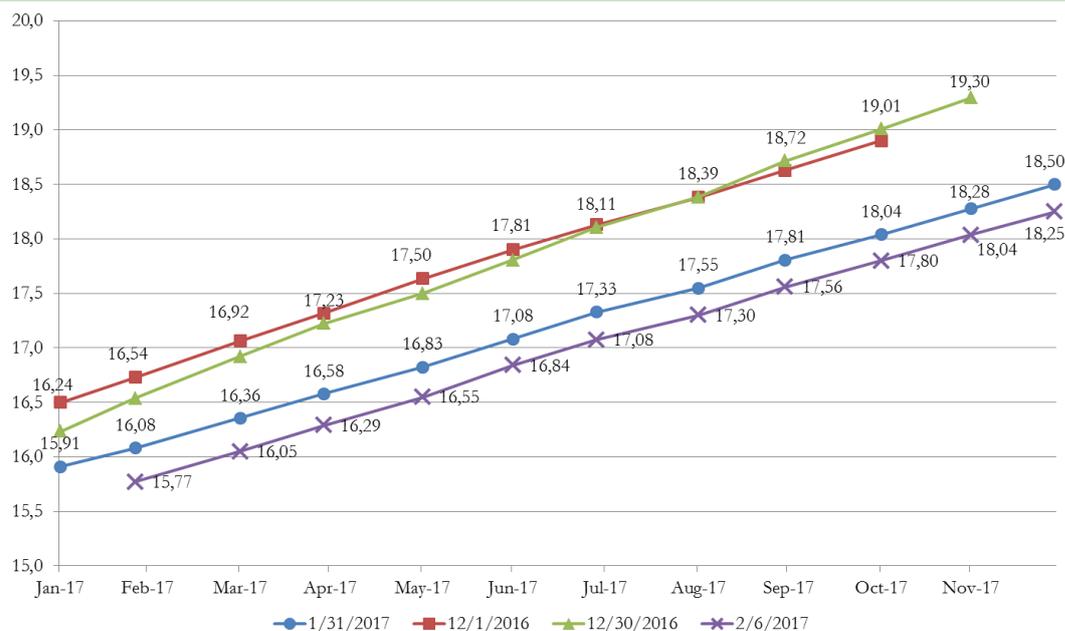
En rigor, este año habrá una conjunción de política monetaria contractiva, en el sentido de tasas que no bajarán rápidamente, con política fiscal laxa (o expansiva). Empíricamente, tales condiciones llevan a una apreciación del tipo de cambio. Tales circunstancias ocurrieron en EE.UU. entre los años 1981 a 1985 durante el ciclo de suba de tasas del entonces presidente de la FED Paul Volcker. En este período el índice de dólar multilateral³ se apreció desde 103,5 en diciembre de 1981 a 153,9 en enero de 1985. En Alemania, ocurrió lo mismo durante la unificación de las dos Alemanias. En Brasil este fenómeno se dio en dos ocasiones entre septiembre de 2002 y junio de 2003 cuando la tasa SELIC se incrementó de 18-5 a 26% mientras que el déficit fiscal se deterioraba de 3,3% a 5,9% del PIB. Y más recientemente, el año pasado cuando el Banco Central de Brasil decidió elevar su tipo de interés de referencia de 7% a 14,25% y el déficit

³ El dólar multilateral o DXY es la cotización de este contra una canasta de monedas.

fiscal se amplió de 5,65% a 10,3% del PIB. En todos estos casos las monedas sufrieron fuertes apreciaciones. Por lo tanto, es de esperar que en Argentina el peso tenga cierta resistencia a la depreciación.

Es más, las expectativas según los precios del mercado de futuros de ROFEX parecen indicar que las mismas son hacia una menor depreciación de lo que se había supuesto anteriormente. Al 6 de febrero, la expectativa a diciembre del tipo de cambio es de 18,25 pesos por dólar por debajo del 18,50 del 31 de enero de este año y por debajo de la expectativa del REM del BCRA que anticipa en promedio 18,30.

GRÁFICO 5: DÓLAR FUTURO



Fuente: ROFEX

De esta manera, un dólar con resistencia a la depreciación y cuya expectativa hacia fin de año es cada vez más baja, implican que exista una oportunidad de *carry trade*. Es decir, los inversores aprovecharán las altas tasas ofrecidas en pesos ya que la pérdida por cotización del tipo de cambio se vería más que compensada cuando reviertan la operación y vuelvan a posiciones en dólares (ya sea localmente o remitidos hacia el exterior). Así las oportunidades de *carry* vuelven atractivos a los bonos que ofrezcan rendimientos interesantes en pesos tales como los BONTES, los sujetos a un spread sobre BADLAR (incluso aunque sea descendiente), o los pesos + CER.

4. En suma

El blanqueo y las ventajas impositivas ayudaron a las cotizaciones de los bonos soberanos (excepto los *dollar-linked*) comprimiendo los rendimientos. Asimismo, la resistencia del tipo de cambio hacia la depreciación gracias a la política monetaria contractiva⁴ y el déficit fiscal vuelven atractivos los rendimientos en pesos tanto fijos como flotantes. También las presiones inflacionarias hacen que los bonos atados al CER se conviertan en una opción para invertir. Por lo tanto, es muy probable que al menos hasta mitad del año el gobierno encuentre demanda para sus colaciones y se vea una algo más de compresión en los rendimientos. El mayor negocio probablemente lo obtengan quienes tengan posibilidades de ejercer el *carry*.

⁴ En el sentido mencionado anteriormente.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: DEL DICHO AL HECHO...

Jorge Viñas

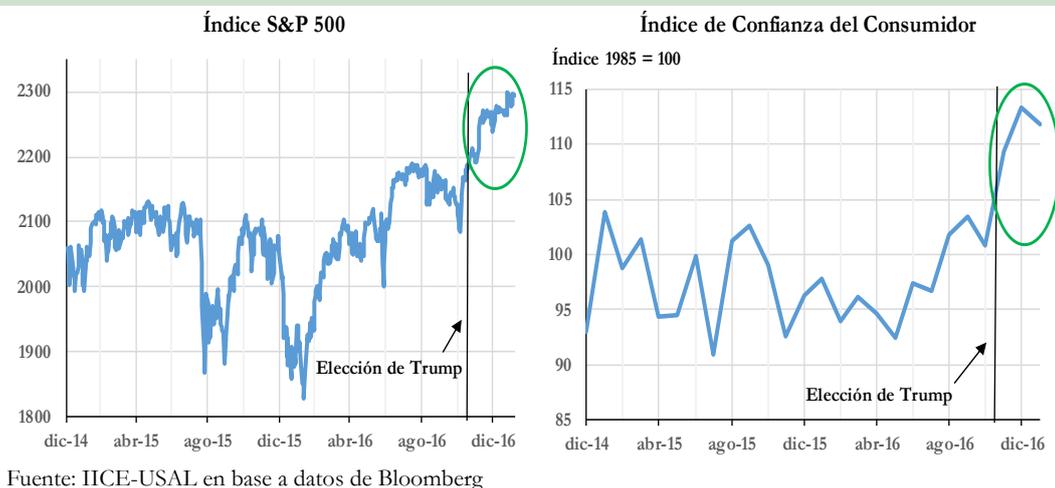
Ha llegado la hora para Trump de comenzar a transformar sus promesas de campaña en políticas de Gobierno. Mientras aún prevalecen las expectativas optimistas generadas por sus iniciativas “pro-crecimiento”, las dificultades que enfrenta para avanzar con sus reformas empiezan a despertar dudas. En este contexto, la Fed ha decidido mantener una postura cauta respecto al proceso de normalización de las tasas de interés, a la espera de definiciones respecto al nuevo programa económico.

1. Llega la hora de empezar a validar las expectativas generadas por Trump

Pese al fuerte rechazo de amplios sectores de la sociedad estadounidense y de la comunidad internacional a las ideas e iniciativas de Donald Trump, el triunfo del candidato republicano en las elecciones presidenciales generó una ola de expectativas optimistas entre los agentes económicos estadounidenses, tanto inversores como consumidores y empresarios. En efecto, los principales índices accionarios de EE.UU. han trepado a nuevos máximos históricos, mientras que las encuestas de confianza del consumidor y del sector empresarial han registrado subas significativas en las mediciones posteriores a las elecciones del 8 de noviembre.

En el Gráfico 6 se puede apreciar la suba experimentada por el S&P 500, el principal índice de acciones de EE.UU., que desde las elecciones hasta el viernes 3 de febrero acumula una ganancia de 6,24%, alcanzando el máximo cierre histórico el 25 de enero en 2.298,35 puntos. En el panel de la izquierda se muestra que el optimismo no es solo producto de la especulación financiera sino que el Índice de Confianza del Consumidor también registró un salto a nuevos máximos del actual ciclo expansivo.

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE ACCIONES Y LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR.



Dicho fortalecimiento de la confianza se sustenta en la creencia de que las políticas pregonadas por Trump, de expansión fiscal vía reducción de impuestos y planes de infraestructura, y de desregulación económica, lograrán impulsar un mayor crecimiento económico en EE.UU., mejorando los ingresos reales de las familias y los márgenes de beneficios de las empresas estadounidenses. Al mismo tiempo, respecto a las iniciativas más conflictivas y potencialmente nocivas para el crecimiento económico, como el proteccionismo comercial y las trabas a la inmigración, se propagó la idea de que una vez en el poder, el Presidente electo moderaría sus posturas.⁵

⁵ Entre los que piensan que dicha tesis optimista no tiene ningún sustento y que tarde o temprano se desmoronará, se destaca el ex-Secretario del Tesoro de EE.UU. Larry Summers. Véase <http://larrysummers.com/2017/01/29/markets-enjoying-a-sugar-high-that-will-not-last/>

Ahora, trascurridas más de dos semanas desde la asunción del nuevo Presidente, si bien las expectativas optimistas todavía siguen en pie, las premisas que las sostienen empiezan a verse erosionadas. Por un lado, las medidas “pro-crecimiento” del programa de Trump, como la reforma tributaria y el plan de infraestructura, se enfrentan a trabas y demoras en el Congreso, que llevan a algunos analistas a anticipar que es improbable que sean aprobados este año, quedando en el mejor de los casos para 2018, aunque en una entrevista a la cadena Fox el último fin de semana Trump se mostró optimista respecto a la posibilidad de que la reforma tributaria sea aprobada antes de fin de año.

Las dificultades que ha enfrentado la mayoría Republicana en el Senado para derogar el *Obamacare*⁶, tema en el que a priori parecía que había un amplio consenso dentro del Partido Republicano, son una muestra de los contratiempos que puede enfrentar el Gobierno de Trump para impulsar su agenda económica, por lo menos en los aspectos cruciales que requieren aval legislativo⁷.

La reforma tributaria propuesta por Trump, contempla la reducción del Impuesto a las Ganancias de las empresas del 35% al 15%, sin ninguna medida compensatoria para evitar el consiguiente aumento del déficit fiscal. Los republicanos en el Congreso, en cambio, prefieren una reforma equilibrada e impulsan un ajuste en el cálculo del impuesto que excluye los costos por importaciones (no podrían ser deducidas para el cálculo de la ganancia imponible) y los ingresos por exportaciones del cómputo de ganancias. Dado que las importaciones de EE.UU. superan a las exportaciones, el aumento de la recaudación generado por este “ajuste fronterizo” (“*border adjustment*” en inglés) compensaría la pérdida de recursos por la reducción de la alícuota general. Sin embargo, Trump no se mostró propenso a apoyar este ajuste: en un reportaje que dio al Wall Street Journal dijo que es “demasiado complicado”. Por otra parte, es altamente probable que sea rechazado por la Organización Mundial de Comercio (OMC) debido a que significa un subsidio implícito a las exportaciones y un impuesto a las importaciones⁸.

Sin el ajuste fronterizo la posibilidad de generar suficientes recursos para compensar la reducción de 20 puntos en la alícuota es remota, por lo que una alternativa para que la reforma sea aceptable para los legisladores republicanos es que la reducción de la alícuota sea menor, al 20% o 25% en lugar del 15%.

Todavía más compleja es la situación del plan de infraestructura, respecto al cual ha habido pocos detalles más allá de que Trump habló de obras por 1 billón de dólares durante la campaña. La aprobación de cualquier programa de magnitud significativa, que debe incluir las fuentes de financiamiento, requiere de apoyo bipartidario, algo que parece bastante difícil en la actualidad dado el nivel de enfrentamiento entre las bancadas de Republicanos y Demócratas en ambas Cámaras.

Por otro lado, en contra de las especulaciones de que tras la asunción el nuevo Presidente moderaría sus posturas más polémicas, Trump parece decidido a demostrar que sus iniciativas en materia de proteccionismo económico y control de la inmigración no eran simples herramientas demagógicas para capturar votos sino que está dispuesto a avanzar a fondo con dichas medidas desde el día 1 de su gestión. De esta forma, las primeras medidas en estos frentes han generado fuerte rechazo y amenazas de represalias de parte de los países que se ven agredidos directamente, lo que pone de manifiesto los riesgos de repercusiones económicas negativas de las política comercial e inmigratoria del Gobierno de EE.UU.⁹

Las expectativas positivas serán puestas a prueba por la evolución del programa de gobierno de Trump en cada uno de los aspectos detallados. Cualquier avance en la reforma impositiva que aumente las chances de ser aprobada en el transcurso de 2017, será un espaldarazo para el optimismo, lo contrario en caso de que se estanque. En modo similar, cualquier indicio de que la postura hostil de EE.UU. frente a sus socios comerciales se trata de una estrategia de negociación y que la Casa Blanca está dispuesta a llegar a algún tipo de compromiso, los temores disminuirán, mientras

⁶ La reforma del sistema de salud aprobada durante el primer período presidencial de Barak Obama.

⁷ Si bien los Republicanos tienen mayoría en ambas Cámaras del Congreso, en el caso del Senado dicha mayoría es exigua, por lo que la aprobación de leyes sin apoyo bipartidario requieren de una casi completa unanimidad de los senadores republicanos, algo que generalmente es dificultoso y requiere de arduas negociaciones.

⁸ Los defensores del “ajuste fronterizo” argumentan que tal subsidio a las exportaciones e impuesto a las importaciones desaparecería debido a que la medida provocaría una suba en el valor del dólar que neutralizaría totalmente dicho efecto.

⁹ En este frente el gobierno de Trump también ha sufrido un traspicé, con la medida cautelar dictada por un juez que deja sin efecto la resolución de freno a la inmigración firmada la semana anterior por el Presidente.

que, si se comprueba que Trump está dispuesto a ir a fondo con las políticas proteccionistas sin medir las consecuencias de los conflictos generados, recrudescerán los riesgos para la economía.

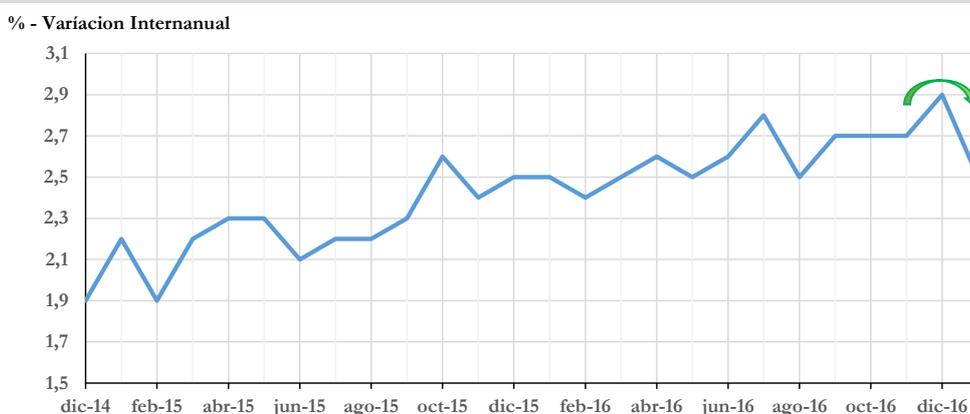
2. La Fed se toma su tiempo

Mientras tanto, los datos económicos de EE.UU. muestran una evolución favorable del nivel de actividad y la creación de empleo, aunque todavía sin registrar presiones significativas en el frente inflacionario. Esto le brinda margen a la Fed, para mantener su postura gradualista y esperar a que tomen forma más definida las políticas del Gobierno de Trump y pueda evaluarse su impacto sobre crecimiento e inflación.

Las encuestas ISM Manufacturing y Non Manufacturing se mantienen claramente por encima del nivel crítico de 50¹⁰, apuntando a que la actividad económica continúa en expansión a ritmo sostenido a principios de 2017. En la misma línea, en el reporte de empleo de enero, la creación de 237.000 nuevos empleos no agrícolas sorprendió al alza, superando las expectativas del consenso de economistas que se ubicaba en 180.000 según la encuesta de Bloomberg.

Pese al ritmo de creación de empleo relativamente firme, la tasa de desempleo subió de 4,7% a 4,8%, lo que se explica por el aumento de la tasa de participación, que subió de 62,7% a 62,9%. Pero más relevante aún resulta el hecho de que el componente de variación salarial del reporte de empleo, los ingresos laborales promedio por hora, registraron una desaceleración significativa, de 2,9% interanual en diciembre a 2,5% interanual en enero, revirtiendo la suba de meses anteriores que había generado alarma por tratarse de los primeros indicios de que la caída del desempleo estaba empezando a provocar “presiones salariales” (Véase el Gráfico 7). Por el momento esas alarmas han quedado desactivadas.

GRÁFICO 7. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS LABORALES PROMEDIO POR HORA.



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

En este contexto, en la reunión del 1º de febrero la Fed decidió no solo mantener la tasa de Fondos Federales en 0,75% como estaba ampliamente anticipado por inversores y analistas, sino que en el comunicado que acompañó dicha decisión, retomó un lenguaje que refleja que no tiene apuro por abandonar el enfoque gradualista en la normalización de las tasas de interés. Esto marca un cambio de tono respecto a la reunión anterior, en la cual había reflejado una incipiente sensación de urgencia por acelerar las subas de tasas, lo que había quedado plasmado en un aumento de 2 a 3 en la cantidad de subas de 25 p.b. de la tasa de Fondos Federales proyectadas para 2017.

El retorno a una postura más laxa por parte de la Fed, aun cuando toma nota de que la actividad económica y el empleo están evolucionando favorablemente, obedece a: 1) el hecho de que la inflación se mantiene por debajo del objetivo de 2% sin señales claras de aceleración, lo que fue luego avalado por el componente salarial del reporte de

¹⁰ El ISM Manufacturing subió de 54,5 en diciembre a 56,0 en enero, mientras que el ISM Non Manufacturing, cedió levemente de 57,2 a 56,5. En ambos casos el nivel de índice de 50 marca la división entre expansión y contracción de la actividad en el agregado correspondiente.

empleo,¹¹ y 2) la falta de precisiones respecto al programa económico de Trump y sus consecuencias sobre actividad e inflación.

Si bien la reunión de la Fed de febrero no incluyó la publicación de nuevas proyecciones actualizadas de sus miembros, las 3 subas de tasas en 2017 que se proyectaban en diciembre parecen estar ahora en duda. Por el momento, la valuación de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales descuenta que la próxima suba de tasas de interés no sería antes de junio, mes para el cual la probabilidad de suba de 25 p.b. asciende al 66%. La percepción de que la Fed no irá tan rápido con la suba de tasas también contribuyó a la estabilización de las tasas de mercado a mediano y largo plazo. La tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, que entre las elecciones del 8 de noviembre y mediados de diciembre subió de 1,80% a 2,60%, al 6 de febrero se ubica en 2,40%.

3. El dólar, entre las guerras de Trump, los vaivenes de la Fed y el repunte de Europa y Japón

Uno de los sucesos más significativos en las primeras semanas de 2017 es la incipiente reversión en el proceso de apreciación del dólar a nivel global. Dicho proceso se había potenciado tras el triunfo de Trump, de la mano de la mejora en las expectativas de crecimiento y de las subas de las tasas de mercado en EE.UU., que aumentaron el diferencial de tasas de interés entre el dólar y las principales divisas como el euro y el yen. Desde el día de las elecciones hasta el 3 de enero, día en que el dólar alcanzó su máximo valor desde el año 2002, el Dollar Index, que refleja la cotización del dólar frente a una canasta integrada por las divisas de los principales socios comerciales de EE.UU., se apreció un 6,1%. Sin embargo, desde ese momento hasta el 6 de febrero, el Dollar Index desanduvo más de la mitad de ese camino, debilitándose un 3,7% (véase el Gráfico 8).

GRÁFICO 8. DOLLAR INDEX: EVOLUCIÓN DEL USD FRENTE A LA CANASTA DE DIVISAS.



Nota: la suba del índice representa la apreciación del USD frente a la canasta de divisas.
Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

El principal factor que se suele mencionar como determinante para el debilitamiento reciente del dólar son las “intervenciones verbales” de Trump y algunos miembros de su gabinete económico, que han salido a acusar a socios comerciales claves como China, Japón y Alemania de mantener sus monedas artificialmente devaluadas para favorecer la competitividad de sus empresas a costa de los EE.UU. Esto ha sido interpretado como la decisión de Trump de dar a la política cambiaria un rol central en sus planes proteccionistas. Los inversores tomaron nota de la determinación del nuevo gobierno estadounidense de combatir la apreciación del dólar, ya que la consideran contraproducente para sus planes industrialistas.

¹¹ Adicionalmente, en sus comunicaciones la Fed suele hacer referencia a las medidas de expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo de mercado (la denominada inflación implícita en la valuación relativa de los bonos a tasa nominal frente a los bonos ajustables por inflación) y a las reflejadas en la encuesta de confianza del consumidor que elabora la Universidad de Michigan. En el caso de la inflación implícita, la medición a 10 años ha estado subiendo desde la elección de Trump, pero desde mediados de enero se ha estabilizado levemente por encima del 2% (2,03% al 6 de febrero), todavía por debajo del promedio de los últimos 15 años de 2,09%. Mientras que la inflación esperada a 5-10 años de la encuesta de la Universidad de Michigan, se ubicó en enero en 2,6%, cerca del piso histórico de 2,3% registrado en diciembre.

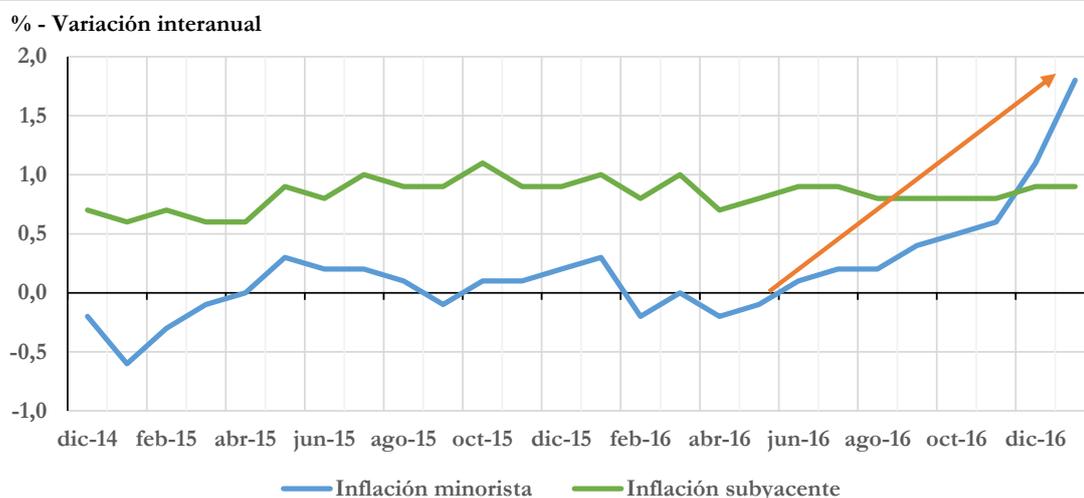
Pero cualquier movimiento en los tipos de cambio que se sustente solamente en declaraciones y amenazas no suele ser duradero si no está acompañado en fundamentos que le den sustento. En el actual contexto, la estabilización de las tasas de mercado a mediano y largo plazo junto con el retorno de la Fed a un sendero más gradualista, contribuyen al entorno favorable a un debilitamiento del dólar. Sin embargo, en la medida en que Trump logre avanzar con sus planes fiscales expansivos y las tasas de interés retomen el sendero alcista, será cada vez más difícil evitar que el dólar vuelva a fortalecerse, por mucha pirotecnia verbal que emplee el Presidente y su equipo.

Por otra parte, a veces suele olvidarse que el valor del dólar es relativo a otras monedas, que no depende solo de los fundamentos y sucesos en EE.UU. sino también de sus socios comerciales. Al respecto, la mejora de indicadores económicos en Japón¹² y Europa, y muy especialmente la suba de la inflación que experimenta la Eurozona, tienden a una reducción en el diferencial de crecimiento y de tasas de interés en favor de EE.UU., lo que a su vez erosiona la fortaleza estructural del USD.

El PIB de la Eurozona cerró 2016 con un crecimiento del PIB del 1,7%, que resultó levemente superior al 1,6% de EE.UU. Además, en la segunda mitad del 2016, la tasa de desempleo aceleró su descenso, de 10,1% en junio a 9,6% en diciembre. La tendencia bajista del desempleo se ha mantenido ininterrumpida desde mediados de 2013, acumulando ya una reducción de 2,5 puntos porcentuales desde el máximo de 12,6% de junio de 2013.

En este contexto, la inflación de diciembre en la Eurozona de 1,8% interanual causó una fuerte sorpresa entre analistas y participantes de mercado, dado que el consenso se ubicaba en 1,1%. Lo que ha causado un verdadero shock es la velocidad en la normalización en la inflación hacia la meta del Banco Central Europeo de 2%. A mediados de 2016 la inflación se sostenía apenas en el 0% y el temor generalizado era la caída en un proceso deflacionario similar al de Japón. Hoy todo eso parece muy lejano. Esto no significa que el BCE esté próximo a iniciar el proceso de normalización de la política monetaria, ya que el comportamiento de la inflación subyacente ha sido mucho más estable y todavía está lejos del 2% (véase el Gráfico 9).

GRÁFICO 9. EUROZONA. EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE INFLACIÓN



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Pero el ambiente para el BCE ha cambiado notablemente, pasando de enfrentar reclamos para incrementar los planes de estímulo a especulaciones respecto a un adelantamiento del inicio de la normalización de la política monetaria que hasta fines de 2016 se esperaba que no comenzara hasta fines de 2018. En este contexto las tasas de interés de mercado en euros a mediano y largo plazo muestran un repunte y el diferencial de rendimientos de los bonos a 10 años

¹² En Japón, la producción industrial registró en el cuarto trimestre de 2016 un crecimiento anualizado del 8,5% respecto al trimestre anterior, el mayor incremento en dos años, lo que podría impulsar un crecimiento del PIB en el cuarto trimestre en torno al 2% anualizado, el doble de la proyección según el consenso de Bloomberg. En su reunión de fines de enero, el Banco de Japón mantuvo la política monetaria sin cambios, como se esperaba, mientras que subió las proyecciones de crecimiento en 0,2 puntos porcentuales para los próximos dos años fiscales. Si bien no se habla de un ajuste en la política monetaria, ya nadie habla de planes de estímulo adicionales como era común hasta hace dos o tres meses atrás.

entre EE.UU. y Alemania se ha reducido de un máximo de 2,35% a fines de 2016 a 2,02% al 6 de febrero, brindando soporte a la valuación del euro frente al dólar.

4. *Los riesgos globales siguen acechando: la política europea y la fuga de capitales en China.*

Pese a los mejores datos de actividad y la dilución del riesgo de deflación, la Eurozona siempre muestra una arista débil y potencialmente generadora de shocks negativos: los desarrollos políticos en los países miembros, que en 2017 adquieren un perfil más dramático, ya que entran en juego los procesos electorales en Francia y Alemania. También hay elecciones en los Países Bajos y podrían adelantarse las elecciones en Italia previstas para 2018, debido al carácter inherentemente débil del Gobierno conformado tras la renuncia de Renzi a fines de 2016. Además, continúan rondando “viejos” problemas que quedaron sin solución de fondo y que solo han sido trasladados hacia el futuro, como la cuestión del nivel excesivo e insostenible del endeudamiento de Grecia aun después de la restructuración de la deuda hace 3 años.

De todos los mencionados, el foco de riesgo más delicado parece ser el de las elecciones de Francia, debido a que se trata de uno de los pesos pesado de la Eurozona junto con Alemania, a lo que se suma la participación con fuertes chances de pasar a la segunda vuelta de la candidata de la extrema derecha Marine LePen. Por el momento, todas las encuestas y simulaciones de segunda vuelta asignan una probabilidad muy baja (entre el 5% y el 15%) a que se pueda imponer en segunda ronda.

Sin embargo, con los antecedentes del Brexit y de Trump nadie se atreve a tomar seriamente ese tipo de análisis probabilístico, mientras está latente el temor a una suba de LePen en la recta final hacia las elecciones que la posicionen mejor de cara a la segunda vuelta. Dada la posición abiertamente antieuropea de LePen y el rol absolutamente central de Francia en la constitución de la UE, un triunfo de LePen pondría a la UE en vías de desmembramiento. La primera vuelta electoral está prevista para el 23 de abril, mientras que la segunda vuelta se realizará dos semanas después.

Por último, a la hora de enumerar los riesgos para la economía global, no puede soslayarse la situación de China. El Gobierno chino ha conseguido estabilizar el crecimiento del PIB en torno al 6,5%, lo que para muchos resulta un alivio y una noticia positiva para la economía global en el corto plazo.

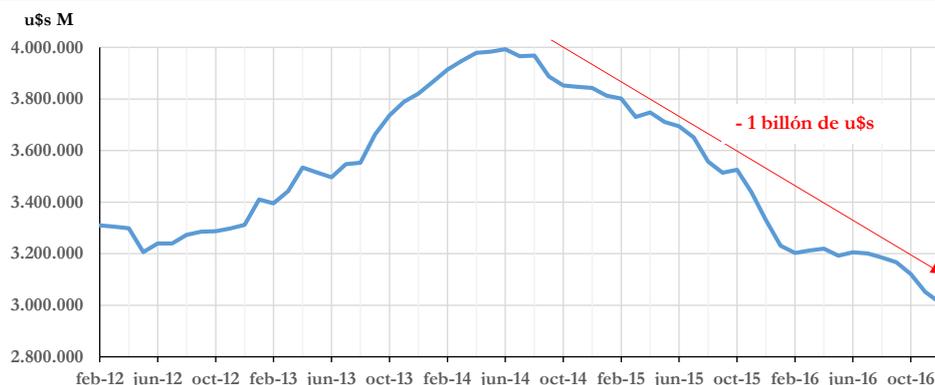
Sin embargo, la estabilización del crecimiento económico ha sido conseguida a base de la intensificación de estímulos fiscales, monetarios y financieros, que en muchos casos han provocado la acentuación de desequilibrios que viene arrastrando la economía de China, especialmente desde la salida de la crisis financiera internacional de 2008-2009: exceso de inversión y especulación de precios en el mercado inmobiliario, alto endeudamiento del sector privado, las empresas estatales y los estados regionales, acumulación de malos créditos en el sistema financiero y alta dependencia de los bancos de la asistencia financiera de corto plazo del Banco Popular de China (BPCH).

En este contexto, la inyección de liquidez que el BPCH realiza para sostener el funcionamiento adecuado del sistema financiero, está alimentando una progresiva salida de capitales que se traduce en una merma continua de reservas internacionales (véase el Gráfico 10). Los controles de capital cada vez más estrictos para frenar la salida de capitales tienen una eficacia marginal decreciente a medida que se perpetúan en el tiempo¹³. El yuan se ha depreciado un 10% desde agosto de 2015 hasta principios de febrero de 2017, y la percepción de que el BPCH va a tener que convalidar una depreciación mayor, retroalimenta la salida de capitales.

A todo esto, hay que sumarle la posibilidad de una relación comercial mucho más hostil con EE.UU., que entre otras cosas podría incluir la calificación de China como manipulador de su moneda, lo que abriría la puerta a la aplicación de tarifas y otras sanciones comerciales.

¹³ A aquellos lectores que han experimentado las vicisitudes y consecuencias del cepo cambiario durante más de cuatro años en Argentina, quizás le resulte familiar que una de las fuentes de drenaje de reservas cada vez más importante en China, sean los viajes de turistas chinos al exterior.

GRÁFICO 10. CHINA: EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

De por sí, predecir el timing de las crisis económicas y financieras es un ejercicio de dificultad extrema en cualquier país del mundo. En el caso de China los obstáculos se potencian aún más, debido tanto a la inexactitud que se sospecha eternamente respecto a sus estadísticas como al elevado nivel de control estatal que sigue presentando la economía china, muy superior al de cualquier otro país económicamente relevante en el mundo. Es posible que la crisis no llegue este año o el próximo, pero teniendo en cuenta los indicios claros de que los riesgos van en aumento, conviene tomar recaudos y evitar caer en la complacencia que genera la relativa calma del escenario global actual, especialmente en los países latinoamericanos exportadores de commodities para los que la demanda de China sigue siendo un factor crucial.

COMMODITIES EN LA ERA TRUMP

Eloy Aguirre

Las iniciativas iniciales de Donald Trump, de corte proteccionista no tuvieron impacto negativo en el mercado de commodities. Los precios continúan subiendo y la posible implementación de un mega plan de infraestructura en EEUU aumentaría la demanda de materias primas industriales.

El 20 de enero pasado asumió la presidencia de los EEUU Donald Trump, los pocos días que lleva de gobierno fueron bastante intensos en cuanto a medidas y repercusiones mediáticas. Además de ordenar la construcción del muro en la frontera con México, el bloqueo de visas de siete países de origen musulmán y el anuncio de las sanciones a Irán, el flamante presidente de los EEUU tomó fuertes medidas referidas a lo económico:

- La desvinculación del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TTP)
- La autorización para la construcción del oleoducto de Keystone XL¹⁴ (frenado por Barack Obama)
- Suspendió la contratación de empleados públicos, salvo en las fuerzas armadas.
- Suspendió por 60 días la importación de varios productos como los limones argentinos.

También, el presidente Donald Trump dio la orden ejecutiva de estudiar una reforma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA) que los EEUU mantienen con México y Canadá, para mejorar los términos de comercio a favor de EEUU. En cuanto a la desvinculación del TTP, la intención de la nueva administración sería realizar tratados bilaterales de comercio en lugar de un acuerdo de bloque comercial. El acuerdo TTP involucraba a doce países¹⁵ que representaban el 40% del PIB mundial y un tercio del comercio internacional. La salida de EEUU del tratado, es una mala noticia para los países emergentes que iban a formar parte del acuerdo, ya que hubieran tenido acceso directo a un mercado potencial de 300 millones de consumidores. Una posible solución, para aquellos países productores de commodities es buscar acuerdos con China que se vería beneficiada del abandono de EEUU del TTP.

¹⁴ El oleoducto Keystone XL transportaría petróleo desde Alberta, Canadá, hasta Nebraska, EEUU.

¹⁵ Australia, Brunei, Canadá, Chile, EEUU, Japón, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Singapur y Vietnam.

Asimismo, la autorización para la construcción del oleoducto de Keystone que firmó Trump, vendría acompañada de la anulación del envío a la ONU de millones de dólares destinados a la lucha contra el cambio climático, en lo que sería una nueva política energética. Se espera también, que en los próximos días baje los impuestos a empresas y a la clase media. También que se elimine y reemplace el seguro de salud “Obamacare”, que se destinen miles de millones de dólares a infraestructura y más medidas proteccionistas en el comercio exterior. A su vez, empresas como General Motors, Ford, Hyundai anunciaron aumentar sus inversiones en EEUU y trasladar parte de su producción desde México hacia los EEUU.

En este sentido, dadas las primeras medidas tomadas por Donald Trump y las prometidas en campaña, se avizora un contexto mundial con una economía norteamericana más proteccionista, desarrollando inversiones en infraestructura, generando tensiones con otras naciones y relacionándose fuertemente con socios tradicionales como el Reino Unido. Estas circunstancias podrían repercutir en los mercados internacionales de materias primas y en las diversas economías de países emergentes.

1. Commodities

En el caso de materias primas como el cobre, hierro, aluminio y diversos materiales para la construcción las perspectivas mejoran debido al desarrollo del futuro programa de infraestructura en EEUU. Se puede ver en el gráfico 11 la evolución del índice de materias primas de Reuters¹⁶. El índice creció 25,8% en el año 2016 y desde que ganó Donald Trump hasta el 06/02/2017 el incremento fue del 11%. El precio internacional del cobre aumentó 7,1% desde que Donald Trump ganó las elecciones y 6% en lo que va de 2017. A su vez, el precio internacional del aluminio subió 8,5% en 2017. En este sentido el mercado de materias primas continuó aumentando y las medidas implementadas no impactaron negativamente en el promedio de commodities por el momento.

GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE COMMODITY CRB. ENERO 2016 – FEBRERO 2017



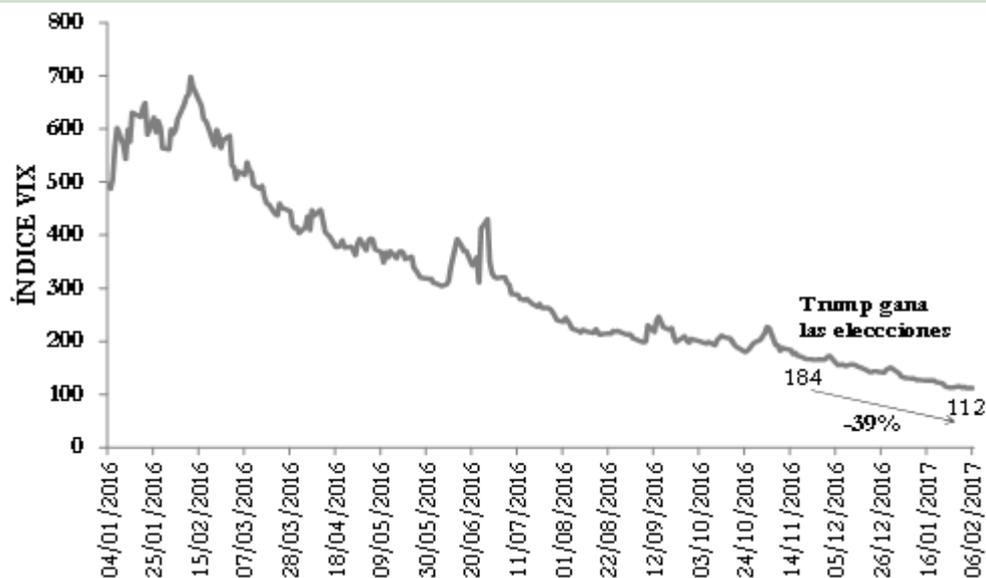
Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Algo similar sucedió con los mercados financieros, que reaccionaron positivamente a las medidas tomadas por Donald Trump. Se puede observar en los gráficos 12 y 13, el índice bursátil S&P 500 que continúa en niveles record, a su

¹⁶ El índice de commodities de Reuters, CRB, está compuesto por 19 commodities, 41% agricultura, 39% energía, 7% metales preciosos y 13% metales industriales.

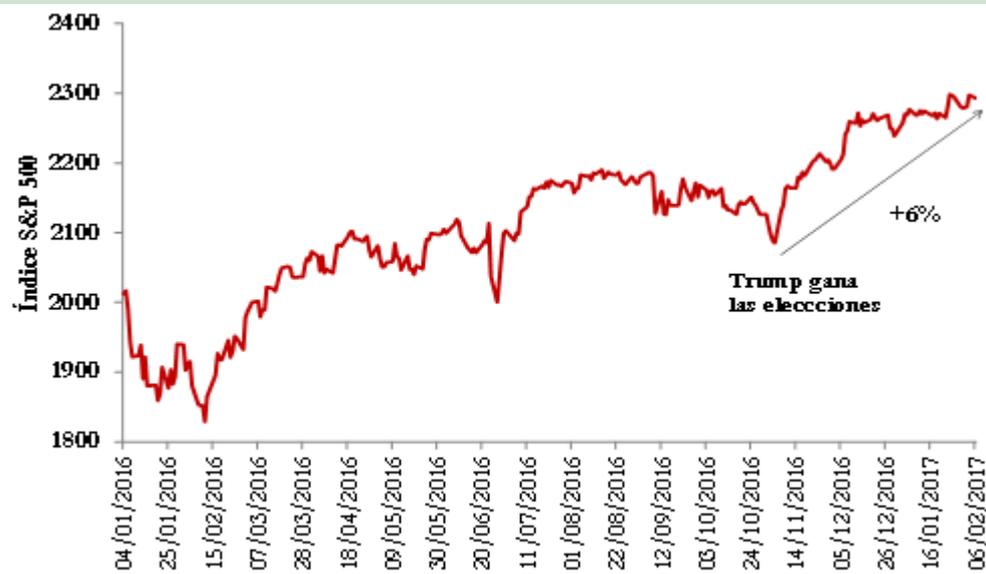
vez el índice de volatilidad VIX¹⁷ se encuentra en sus mínimos históricos. El índice S&P 500 aumentó 12% en el año 2016 y desde que Trump ganó las elecciones presidenciales subió 6%. En el caso del VIX la caída desde el triunfo de Trump fue 39%. Estas señales reflejan que los mercados financieros en EEUU descontaron las pérdidas y respaldan el programa económico de Trump apostando a que va a generar crecimiento económico en el corto plazo.

GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE VIX. ENERO 2016 – FEBRERO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

GRÁFICO 13: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE S&P 500. ENERO 2016 – FEBRERO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

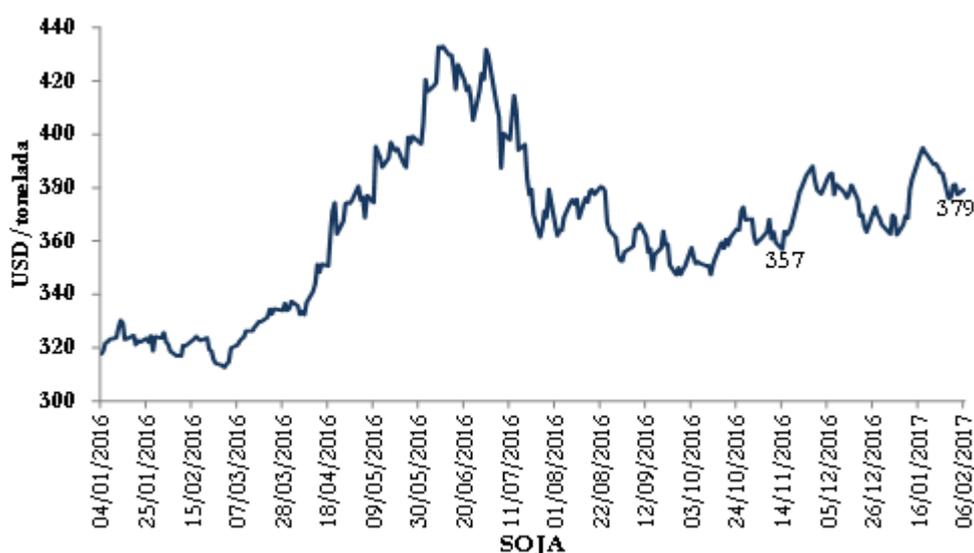
Respecto del oro, metal precioso que sirve como resguardo de valor en las crisis mundiales, el precio internacional de este metal tuvo una disminución del 3,7% desde que Trump ganó las elecciones presidenciales y luego repuntó aumentando un 6% en lo que va del año 2017. Esta reacción tuvo que ver con el aumento de la demanda proveniente de algunos bancos centrales de Asia (China, India y Corea del Sur).

¹⁷ El índice VIX muestra la volatilidad del S&P 500, a mayor volatilidad del mercado mayor es el número en el índice.

En cuanto a los commodities agrícolas, las medidas que podría tomar Donald Trump relacionadas con el medio ambiente y los combustibles alternativos tendrían impacto en el mercado de materias primas. En los últimos años EEUU aumentó la producción de etanol y biodiesel, demandando mayor cantidad de maíz y soja. La nueva administración detuvo temporalmente los subsidios y contratos de la Agencia de Protección Ambiental para que sean revisados. El impacto de estas medidas podría ser una caída en la demanda de soja. Asimismo, China importa el 34% de la soja de EEUU y las negociaciones de este producto estarán supeditadas a las relaciones entre ambos países.

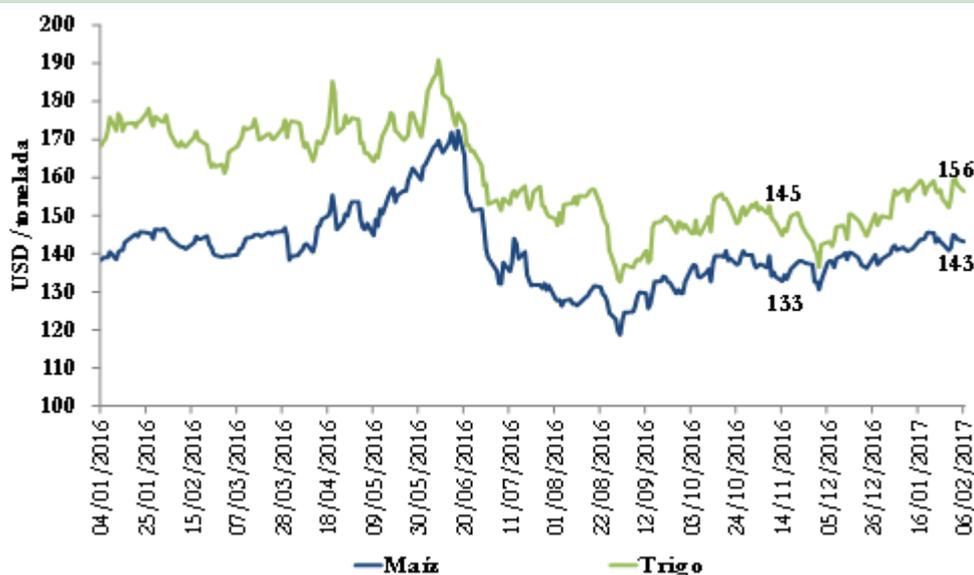
Asimismo, si se revisa y modifica el tratado del NAFTA con México podría impactar en la demanda de maíz debido a que México es el mayor importador del cereal desde EEUU. En caso que EEUU endurezca su posición proteccionista, México podría buscar otros países para abastecerse de maíz. En los gráficos 14 y 15 se puede ver la evolución del precio internacional de la soja y del maíz y trigo.

GRÁFICO 14: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA. ENERO 2016 – FEBRERO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

GRÁFICO 15: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL MAÍZ Y TRIGO. ENERO 2016 – FEBRERO 2017

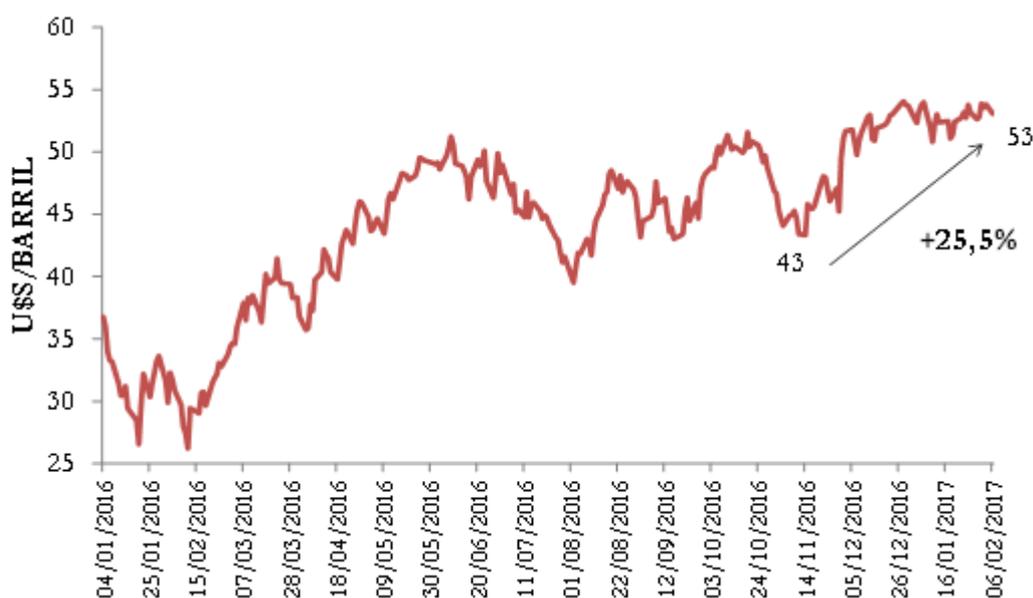


Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

El precio internacional de la soja aumentó 4,6% en lo que va del 2017, en el caso del trigo el incremento fue 3,3% y el maíz subió 4,4%. Se observa, además, que la tendencia de los precios internacionales continúa en alza. Además, las estimaciones de oferta publicadas por el Departamento de Agricultura de EEUU¹⁸ en enero de 2017, son similares a las publicadas en diciembre y no indican fuertes variaciones. La dinámica del mercado de materias primas agrícolas dependerá en mayor medida de la demanda proveniente de Asia, que al parecer se mantendría estable.

Por su parte, el petróleo aumentó 25,5% desde que Donald Trump ganó las elecciones, como se puede ver en el gráfico 16, este aumento tuvo más que ver con el anuncio y decisión de los países de la OPEP a fines de noviembre del año 2016, acerca de la reducción de la producción de crudo¹⁹.

GRÁFICO 16: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL CRUDO BRENT. ENERO 2016 – FEBRERO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Los anuncios de Trump a favor del sector petrolero, que permitirán extender las perforaciones en terrenos que no estaban permitidos. En el corto plazo esto no debería impactar negativamente en el mercado del crudo, debido a los altos precios internacionales del petróleo y dado que se proyecta un dólar fuerte con altas tasas de interés, esto encarecería la exploración y producción.

En síntesis, las medidas tomadas por el flamante presidente de los EEUU no tuvieron en el corto plazo impacto negativos en el mercado de commodities. Se espera mayor demanda en el mercado de metales básicos de concretarse el programa de infraestructura anunciado por Donald Trump. En cuanto al sector petrolero, los países exportadores de crudo comenzaron a recortar la producción, por lo que se estima una mayor volatilidad de precios en el corto plazo, con techo en U\$S 60 el barril.

¹⁸ USDA

¹⁹ Ver IEM Diciembre 2016.

NOTAS ESPECIALES

¿SUBSISTIRÁ EL PAPEL DEL G20 EN LA ERA DE DONALD TRUMP?

Jorge Riaboi

Si bien la llegada de Donald Trump a la Casa Blanca alteró la lectura de los diagnósticos y el inventario de conflictos globales, no es menos cierto que el líder de la undécima Cumbre Presidencial del Grupo de los 20 (G20) realizada en Hangzhou, China (4 y 5/9/2016), había propuesto una nueva agenda y un significativo cambio de los insumos para reactivar la economía y el comercio global a fin de superar por completo los efectos de la crisis financiera, energética, alimentaria y social de 2008/9.

A primera vista esas dos agendas no reconocen puntos amigables de contacto. Se trata de una realidad que tiende a poner contra la pared al foro político más influyente de diálogo y cooperación internacional. Esa es la clase de tormenta que en apariencia le tocará pilotear el gobierno argentino, cuyo Presidente Mauricio Macri gestionó y obtuvo la responsabilidad de coordinar las actividades del G20 en 2018, tras el mandato que hoy descansa sobre los hombros del gobierno que encabeza la Canciller Angela Merkel.

En su mensaje de cierre, el Presidente chino, Xi Jinping, clausuró las actividades de la Cumbre de Hangzhou haciendo notar el acalorado debate, la autocritica y el esfuerzo de convergencia que demandó alcanzar la reforma del lenguaje y de las propuestas que venían dando vida a la agenda esencialmente anticrisis administrada por el foro.

Así, mientras Beijing apostaba a la noción de enmendar los numerosos tornillos flojos de la globalización, Trump saltó al ruedo como el adalid de la antigua receta proteccionista y mercantilista que tanto daño ocasionó a su país y al mundo en los años 30's, cuando esos criterios ayudaron a generar las condiciones sociales y políticas que desembocaron en la Segunda Guerra Mundial. A pocos extraña que el nuevo ocupante de la Oficina Oval no haya enumerado, al momento de escribirse esta nota, los datos y fundamentos de los “desastres” que según él y sus colaboradores cabe atribuir a la liberalización del comercio, a los acuerdos de integración y a la existencia de reglas que todo el equipo “republicano” condena mediante adjetivos, sin aportar argumentos serios y racionales. Un aluvión de papers de alta jerarquía avala explicaciones distintas y fundadas de los mismos fenómenos.

Hasta ahora ningún *think tank* de prestigio saltó al ruedo para respaldar los argumentos del nuevo inquilino de la Sala Oval. Tampoco el G20 pudo vanagloriarse de revertir el incipiente proteccionismo que se acumuló tras la crisis que generó no sólo serios bolsones de inseguridad energética y alimentaria, sino también la expansión de intolerables bolsones mundiales de pobreza, estancamiento, desocupación y aceleración del cambio climático. Unas 2.000 medidas proteccionistas adoptadas desde el 2009 a la fecha por los miembros de ese foro, atestiguan el “haz lo que te digo, pero nunca lo que yo hago”.

La sesión china del G20 ocurrió cuatro semanas antes de la elección presidencial en Estados Unidos, cuando el mundo aún respiraba despacio al imaginar que la sucesora de Barack Obama habría de ser Hillary Clinton, cuyos enfoques de política comercial no diferían gran cosa, pero sonaban algo más predecibles que los del candidato Trump. Su esposo Bill Clinton había empezado el resquemor proteccionista, oleada que ningún gobierno posterior intentó frenar. Los gobernantes del G20 deseaban creer que, en caso de ganar las elecciones el magnate inmobiliario, éste se vería forzado a digerir un perfil más compatible con las reglas e instituciones históricas de su país. Las pifias de la clase política se basaban en los mismos enfoques que llevaron a subestimar el respaldo al Brexit (la salida del Reino Unido de la UE) y a los populismos de Austria, Alemania, Italia, Francia, Holanda y otras naciones del Viejo Continente, cuya dirección política es una de las claras inspiraciones de la actual incertidumbre global.

Al recapitular las deliberaciones, el Presidente Xi Jinping recordó que la Cumbre había logrado dar luz verde a la innovación, las reformas estructurales, la inclusión social y otros novedosos vectores del comercio y el crecimiento económico de los Miembros del G20. En cambio, las tesis populistas y mercantilistas de plena moda, son aquellas orientadas a sostener que la liberalización del comercio hoy tiende a beneficiar a unos pocos, al costo de excluir a la gran mayoría de los trabajadores, empobrecer a la clase media y exportar inversiones a los distorsionantes mercados del Asia.

Además, el líder chino no se conformó con largar su discursito para luego sentarse a esperar en casa. Tres meses después del G20, en enero de 2017, acudió por primera vez al foro de Davos para señalar que su país consideraba esencial preservar y consolidar la liberalización del comercio, fortalecer la OMC y disciplinar los proyectos de integración bajo las reglas de aceptación global, asumiendo en forma tácita un rol de nuevo referente ante la visible retirada de Estados Unidos de los grandes proyectos de comercio e inversión que fueran negociados a tambor batiente en los tres a cuatro últimos años.

Trump necesitó pocas horas para demostrar que el cambio de domicilio y de funciones no modificó su estilo. Empezó por desligar a su país de los mega-acuerdos conocidos como las Asociaciones Transpacífica o TPP (suscripto en febrero de 2016 por el gobierno de Barack Obama) y de la Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión, el que se estancó en la etapa de proyecto. En paralelo exigió el drástico replanteo del Acuerdo del NAFTA suscripto hace casi un cuarto de siglo por Bill Clinton con sus dos vecinos regionales (México y Canadá), hizo mención a la posibilidad de retirarse de la OMC y demandó por Tweet que México pague la construcción de un estrafalario muro fronterizo entre ambos países a lo largo de unos 3.000 kilómetros. Doce días después había algunos ruidos de negociación bilateral, a la que tanto México y Canadá, que fueron parte del proyecto TPP, nunca se habían opuesto. Australia y Nueva Zelanda entendieron, tras un cruce verbal con Trump, que les convenía recalar con más fuerza en los tratados de integración asiáticos liderados por China del Asia como el RCEP (sigla inglesa).

Las ideas adoptadas en el último G20 trajeron consigo la necesidad de acoplarlas al modelo tradicional anti-crisis de cooperación financiera e internacional, que inspiraron a la versión actual de ese foro, con una novedosa visión multidisciplinaria de la gobernabilidad global sustentada en acciones coherentes de corto, mediano y largo plazo. Sin embargo, esa movida no incluyó la voluntad de explicar por qué las ideas y acciones que recomiendan los líderes del Grupo, casi nunca guardan coherente relación con las conductas que sus propios gobiernos promueven en los foros contractuales o financieros (como la OMC, el FMI y el Banco Mundial) donde se discuten las reglas, los compromisos y los mecanismos de poder real que ellos bendicen sin reparos en tales Declaraciones.

Del consenso de Hangzhou surgió un amplio repertorio de planes, pautas, iniciativas y reflexiones que abarcan terrenos tan diversos como la Nueva Revolución Industrial, la búsqueda de la seguridad energética para los países en desarrollo, la atención de las urgentes demandas sobre inclusión social, el terrorismo, el Cambio Climático, las migraciones masivas y la resistencia microbial. Con esa finalidad el G20 se comprometió, entre muchos otros enfoques, a crear un Foro Especial para evaluar el estructural y grave exceso de capacidad que se observa en la industria mundial del acero, cuyo mandato puede servir de modelo a futuros diálogos sobre las dificultades que hace tiempo atraviesan otros sectores de la economía global que, como el aluminio, están afectados por la misma crisis de sobre-producción. Resultó muy llamativo que la delegación argentina al G20 no difundiera con mayor intensidad esos y otros hechos centrales de la Cumbre. No en vano Estados Unidos, la UE, China, Japón, la India y otros países están enfrascados en diversos conflictos legales que se ventilan en la OMC y se relacionan con las disputas de precios, la competencia desleal y el obvio desplazamiento ilegal de mercados en los antedichos sectores de la producción y el comercio.

El balance de Hangzhou

Pero si bien los documentos de Hangzhou muestran el interés de enriquecer los objetivos, la cobertura y el idioma de los futuros trabajos, deberá pasar bastante tiempo para saber si el consenso alcanzado refleja la genuina voluntad y posibilidades del G20, o si las Declaraciones demandarán mayor determinación política para configurar un nuevo modelo de gestión. En otras palabras, si esta vez el relato grupal y las acciones de cada uno de los miembros se llevará en forma consistente a la práctica. A su vez, si Estados Unidos seguirá en ese foro estratégico y cuáles serán sus aportes argumentales. Va de suyo que **la doctrina Trump de negociar bilateralmente y ejercer caso por caso la hegemonía nacional, no tiene puntos reconocibles de contacto con las modalidades actuales del G20.**

Sin ir más lejos, algunos estudios del Congreso de Estados Unidos que acaban de ser citados en un debate de Brookings Institution evidencian que la estrategia de inclusión económica y social no abrió el camino para reponer el número y calidad de los puestos de trabajo que se fueron de Estados Unidos al Asia y a otras regiones beneficiadas por la tercerización industrial y los desplazamientos registrados en el comercio y la inversión mundial. Al mismo tiempo, el

análisis demuestra que la gran mayoría de las vacantes laborales que suele perder el país se originaron en la normal incorporación de nuevas tecnologías y en el aumento de la productividad. En una columna publicada por el economista Robert J. Samuelson, hijo de Paul, el conocido Premio Nobel, en el Washington Post (29/1/2017), se decía que, sobre el total de la mano de obra empleada por Estados Unidos en 1950, un tercio trabajaba en la industria manufacturera, una proporción que en 1970 se había reducido al 25 por ciento y en la actualidad sólo alcanzaba a menos del 10 por ciento. El 85 por ciento de los 5 millones de puestos perdidos en el sector se atribuía, precisamente, a la automatización y a otras formas de aumento de la productividad. Hoy el 98 por ciento de la industria estadounidense emplea a menos de 500 operarios por empresa. En Alemania, el modelo mundial más afinado de economía industrial y exportadora, la proporción pasó del 40 por ciento en 1971 al 20 por ciento en 2012 y ambas tendencias son imputables a las mismas causas, de modo que la eventual recuperación de industrias que propone el “modelo Trump” no parece augurar, de modo automático, un gran crecimiento del empleo industrial.

Tal explicación pone en tela de juicio la seriedad de las afirmaciones que hacen al voleo los políticos, gobernantes y las ONG’s corporativas, al responsabilizar a los acuerdos regionales de integración como el NAFTA la culpa del mal reparto de los beneficios o maleficios del propio intercambio. En el caso de la industria automotriz, el 40 por ciento de los automóviles que México despacha a Estados Unidos, contienen insumos provistos por el país importador del bien final. Esa conclusión no deslegitima la inquietud por lograr enfoques económicos aptos para derramar las ganancias y el empleo en forma pareja hacia todos los sectores de un país, un reclamo social tan justo como muy difícil de alcanzar.

El nuevo tablero del poder mundial

Si se asume la mirada del observador, es probable que Beijing y sus aliados tengan otras razones valederas para respaldar su nueva macro-visión del G20, la que con seguridad entrará en conflicto con las nuevas autoridades de Estados Unidos. La dirigencia china empieza a reconocer, tras muchas dudas, la necesidad de blanquear en todos los planos la estructura de poder que quedó vacante, a la deriva, tras la desaparición del Consenso de Washington y que ahora se profundiza con el enfoque Trump. Quizás el mismo reflejo los induzca a aprovechar “el trámite” para dejar constancia de los límites que intentan asignar a cada expresión de la nueva gobernabilidad mundial.

Hay ejemplos emblemáticos que dan forma a la continua expansión del gigante oriental. Mientras Beijing es sede del recientemente inaugurado Banco Asiático de Infraestructura e Inversión (AIIB es la sigla inglesa), Shanghai acoge la sede del Nuevo Banco de Desarrollo (NDB, en su sigla inglesa) de los BRICS. Ambos están en China. Entre los 57 Miembros Prospectivos de la primera de esas instituciones, hace acto de presencia casi toda la membresía de la OECD, así como un gran número de naciones emergentes, simpatizantes y otra gente que quiere estar en todas las fiestas, como sucede con Brasil y quizás Colombia.

Los especialistas conceden que, tras un inicio muy polémico, la mayor parte de las naciones participantes en el AIIB intenta creer que sus actividades son complementarias de las funciones tradicionales que por décadas llevó a cabo, en soledad, el Grupo del Banco Mundial localizado en Washington. En el peor de los casos, saben que ver desde la cocina cómo va a funcionar el nuevo sistema, es siempre útil.

Miembros del G20

Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, República de Corea, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos y la Unión Europea.

Principales indicadores globales del Grupo

Concentra el 66 por ciento de la población, el 79 por ciento del comercio, el 84 por ciento de la economía y el 79 por ciento de las emisiones.

Los datos básicos del problema

Hace años que los avances imputables a las respuestas anticrisis concebidas durante la etapa 2009/2011 del G20, no alcanzan para entender y atender los reclamos de los movimientos contestatarios y de las organizaciones corporativas de la sociedad civil como Podemos, Ciudadanos, el Frente Nacional de Marine Le Pen o al propio Donald Trump. Esa conducta aplasta a un mercado global en el que prevalecen las cadenas de valor, un segmento en el que las naciones en desarrollo desempeñan una función protagónica (en la OMC, China e India figuran en esa categoría).

Adicionalmente, la realidad indica que, en 2016, el 63 por ciento del crecimiento económico mundial se debió al dinamismo de China y la India, hoy atenuado por la necesidad de ajustar los motores de esa expansión. El conjunto de miembros de la OECD sólo originó otro 25% de tal crecimiento. Esos 37 mercados explicaron el 88% de la expansión global.

El gran problema adicional de la hora, es que la tecnología produce soluciones y aperturas en sectores que cada vez requieren menos puestos de trabajo y obligan a llenar las pocas vacantes de nueva generación con mano de obra dotada de un mayor bagaje técnico y científico. Por supuesto, los problemas generados por China y otras naciones de Asia a esta economía global, son una categoría en sí mismos.

La Brookings Institution estimó que los enfoques de Donald Trump, cuya retórica seduce con fuerza a los estamentos sociales desplazados de América del Norte, pueden costarle a Estados Unidos la pérdida de otros 3,5 a 4 millones de puestos de trabajo.

Y mientras sigue la vigilia para ver hacia dónde nos lleva la nueva realidad política de las naciones referenciales de Occidente, tanto en 2016 como en 2017, la prevista expansión del intercambio (según la OMC de 1,7 y 1,8/3 por ciento respectivamente) será inferior al no menos escuálido crecimiento previsto para el PBI global (según el FMI de 3,1 y 3,4 por ciento en el 2016 y 2017 respectivamente). Un signo inequívoco de que el comercio mundial ya no tiene el empuje que exhibiera en forma sostenida durante la mayor parte de los últimos 70 años y de que las restricciones no arancelarias que aplica el propio G20 son un acto superior de masoquismo económico.

Conclusiones

- 1.- Aunque la Cumbre de Hangzhou parece haber efectuado un intento positivo de reflexión y enriquecimiento de la agenda, de los enfoques y las propuestas del G20, este importante foro aún rehúye la noción de dar tratamiento frontal a ciertos problemas sensibles que demandan urgente respuesta. La nueva presencia de Donald Trump al frente del gobierno de Estados Unidos, agrega incertidumbre acerca de los futuros escenarios y el riesgo cierto de que caiga la arquitectura global existente sin que se vean ideas claras para encarar nuevos y más eficientes mecanismos de convivencia económica social.
- 2.- Algo similar ocurre con otros problemas reales y pendientes como el Cambio Climático o la extendida crisis de sobredimensionamiento de la capacidad instalada en el sector industrial.
- 3.- El G20 debería formular propuestas concretas acerca de los posibles mecanismos de derrame de los beneficios que surgen de la liberalización del comercio en sus formatos multilateral, plurilateral y regional.
- 4.- La OMC debería convertir en fórmulas contractuales más precisas, el mecanismo orientado a supervisar la consistencia entre las reglas y compromisos insertos en los acuerdos regionales y el Sistema Multilateral de Comercio (algo que implica la seria reformulación y aplicación de las reglas del Artículo XXIV del GATT y el V del GATS, así como las resoluciones e interpretaciones complementarias).

IN MEMORIAM: ANTHONY ATKINSON (1944-2017)

Héctor Rubini

El 1° de enero de este año falleció en Oxford, Inglaterra, el economista galés Sir Anthony Barnes Atkinson, más conocido como “Tony” Atkinson. Había nacido el 4 de septiembre de 1944 en Caerleon, en el sur de Gales, y junto al escocés Angus Deaton (Premio Nobel de Economía 2015) uno de los pilares del análisis microeconómico moderno en el campo de la desigualdad y de la pobreza. Junto con Deaton y Amartya Sen (Premio Nobel de Economía 1998), fue uno de los más influyentes economistas en la materia en las últimas cuatro décadas. Unos de sus ex alumnos, Thomas Piketty, no dudó en describirlo como el “padrino de los estudios históricos sobre ingresos y riqueza”. Sin embargo, a diferencia de Deaton y Sen, falleció sin haber recibido el Premio Nobel de Economía.

Obtuvo su título de grado en Economía en el Churchill College de la Universidad de Cambridge en 1966, mostrando una capacidad de estudio y de trabajo que no decayó prácticamente hasta el fin de su vida. Desde muy joven venía estudiando los problemas de la desigualdad, y ya a los 25 años había publicado en 1969 el primero de sus 24 libros en la materia: *Poverty in Britain and the Reform of Social Security*. Allí se planteó intentar responder cuatro preguntas desafiantes: ¿qué significa realmente la noción de pobreza?, ¿cómo medirla?, ¿cuáles son sus causas?, ¿qué podemos hacer sobre ella? Esos interrogantes han estado presentes desde entonces en casi toda su vida y su producción intelectual. La pobreza, en particular, ha sido el tema central hasta en sus últimas contribuciones, como el informe de la comisión del Banco Mundial que presidía Tony Atkinson, concluido en julio del año pasado y publicado en enero de 2017²⁰.

Su interés sobre la desigualdad y la justicia social reflejaron la muy fuerte influencia que en su formación tuvieron dos economistas también fuera de serie, como James Meade y Frank Hahn. Con apenas 23 años fue admitido como investigador en el St John’s College, un año después de haberse recibido. Posteriormente, fue profesor electo en Essex entre 1971 y 1976, en el University College, de Londres (1976-79), donde fue el director de su departamento de economía, y luego a la London School of Economics entre 1980 y 1992. En ese año regresó a la Universidad de Cambridge donde se desempeñó entre 1992-94, y luego de una breve interrupción pasó al Nuffield College de Oxford donde permaneció hasta 2005 como docente, y luego como investigador hasta su muerte. También dio clases en la Escuela de Economía de París (2006-07), en Oxford (2007-09), Harvard (2009-11), y en la London School of Economics, donde fue nombrado profesor emérito en 2010.

Apenas recibido, en 1966 viajó al Massachusetts Institute of Technology (MIT) a tomar cursos, donde inició lo que sería una estrecha amistad con el entonces estudiante Joseph Stiglitz, el profesor Peter Diamond (Premio Nobel de Economía en 2010) por entonces dedicado a la aplicación de teoremas de dualidad a la teoría microeconómica, y con Robert Solow (Premio Nobel de Economía en 1987). De regreso a Cambridge inició sus estudios sobre economía matemática y teoría del crecimiento económico, que luego aplicó en sus investigaciones sobre desarrollo económico bajo la dirección de Frank Hahn.

En 1967 llegó el joven Joseph Stiglitz a la Universidad de Cambridge con quien Atkinson dio clases combinando los dos teoremas de la economía del bienestar con externalidades, indivisibilidades, no convexidades, medidas de gasto irrecuperable, producción de bienes y servicios por parte del gobierno, estructuras tributarias óptimas, y distribución del ingreso. Por entonces debían lidiar con una notoria escasez de datos sobre impuestos, gasto público y del sistema de seguridad social, que tornaban dificultoso realizar estudios econométricos para estimar la incidencia de los impuestos y la reacción de familias y empresas ante los cambios en la política tributaria. En 1971 se fue a la recientemente creada Universidad de Essex, donde se dedicó a analizar los criterios para elegir un sistema tributario óptimo combinando impuestos directos e indirectos.

Uno de sus resultados más conocidos, publicado en 1976, fue bastante provocador: si las funciones de utilidad son separables entre trabajo y consumo, y si el gobierno aplica un impuesto a los ingresos con una escala no lineal de alícuotas, el gobierno debería concentrarse exclusivamente en un impuesto a la mano de obra. Esta conclusión, implicaba que bajo ciertas condiciones específicas ningún gobierno necesita recaudar impuestos indirectos, lo que contribuyó a

²⁰ El reporte es *Monitoring Global Poverty. Report of the Commission on Global Poverty*. Se puede acceder online en la página web del Banco Mundial en <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25141/9781464809613.pdf>

generar décadas de debates respecto de bajo qué circunstancias debería gravarse al factor capital. Fue por entonces que la editorial North Holland le ofreció la viabilidad de crear y dirigir una revista científica sobre su área de trabajo. De ahí es que surgió so pedido a Joseph Stiglitz y a Martin Feldstein para crear en 1971 con ellos el *Journal of Public Economics*, integrando su comité editorial hasta 1997²¹. A contramano del auge de la Nueva Macroeconomía Clásica de los años '80 y '90, junto a Joseph Stiglitz se concentró desde principios de los '70 en los fracasos del mercado y en el análisis del impacto económico de las actividades de los gobiernos. El resultado fue el libro *Lectures on Public Economics*, un texto que aún hoy es por lejos la mejor introducción al análisis positivo y normativo de las finanzas públicas, y por tanto ineludible en la formación de todo economista profesional²².

Atkinson fue Presidente del Comité de Economía del Consejo de Investigaciones en Ciencias Sociales (1979-81), miembro del Consejo de Investigación del Instituto Universitario de Florencia (1988-94), Presidente del Comité de Revisión Tributaria de la Sociedad Fabiana (1989-90), Presidente de la Fundación para Estudios Internacionales sobre la Seguridad Social (1990-92), miembro de otros cuatro comités de investigación y Presidente del Consejo Académico Asesor de la Fundación Anglo-Alemana (2005-09).

En 1978 y 1979 fue miembro de la Real Comisión sobre Distribución del Ingreso y de la Riqueza y entre 1984 y 1990 fue miembro del Comité Asesor para el Índice de Precios al Consumidor (*Retail Price Index*). En las Cámaras de los Comunes fue asesor entre 1982 y 1983, y entre 1988 y 1990. En 1992 y 1993 integró la Comisión de Revisión de la ley de Jubilaciones y entre 1992 y 1994 la Comisión de Justicia Social. Luego formó parte del Consejo de Análisis Económicos del gobierno de Francia, asesorando al Primer Ministro de ese país entre 1997 y 2001. En 2004 y 2005 presidió la Revista Atkinson de Medición de la Producción del Gobierno, de la Oficina Nacional de Estadísticas, y fue miembro del Consejo Asesor para el Gobierno y Control de las Estadísticas Europeas desde 2009 hasta su muerte. Fue miembro de la *Econometric Society* desde 1974 (y presidió en 1988), de la Academia Británica desde 1984 (y presidió entre 1988 y 1990), miembro honorario de la *American Economic Association* desde 1985, Presidente de la *European Economic Association* (1989), de la *International Economic Association* (1989-92), de la *Royal Economic Society* (1995-1998) y de la Sección F de la Asociación Británica del Avance de las Ciencias (1997). Sus contribuciones le valieron premios y distinciones en Inglaterra y en el exterior, fue nombrado Caballero en su país en 2000 y Caballero de la Legión de Honor en Francia en 2001, y recibió doctorados honoris causa en 18 universidades europeas.

Esta intensa actividad pública fue complementaria de su actividad y productividad como investigador, por la que deja un legado de 370 trabajos publicados en revistas científicas, capítulos de libros e informes de organismos internacionales, 23 libros (algunos con coautores), y fue el editor de otros 17 libros con contribuciones de otros economistas. Sus aportes se concentraron en temas de economía del sector público, diseño de políticas tributarias óptimas, distribución de la renta y de la riqueza, economía del bienestar, desempleo, macroeconomía y distribución de la renta, economía de la salud, y el análisis de la confiabilidad y tratamiento de datos para la medición del impacto distributivo de diversas políticas públicas, y en cuestiones de pobreza e inclusión social en Gran Bretaña y en la Unión Europea.

Una de sus más conocidas contribuciones al análisis empírico ha sido el llamado “Índice de Atkinson”, uno de los varios indicadores creados por este economista para la medición de la desigualdad de la renta, que publicara en un artículo en 1970²³. El citado índice toma en cuenta los diversos subgrupos de la sociedad, diferenciándolos por ingresos, junto a un parámetro que valora la desigualdad por tramos de la sociedad y pondera a su vez su influencia sobre el conjunto total. En su fórmula utiliza un parámetro de “aversión a la desigualdad” entre 0 y 1. El mismo indica, bajo una determinada distribución de la renta de un país o ciudad, qué proporción del ingreso permitiría alcanzar el mismo nivel de bienestar social para todos los individuos de esa comunidad. Cuando ese parámetro tiende a 1, el índice de desigualdad se torna más sensible a las transferencias en el extremo inferior de la distribución de ingresos, y menos a las de la parte superior. Cuando tiende a cero, tiende a tomar en cuenta sólo las transferencias al grupo de más bajos ingresos.

²¹ El primer número es del año 1972 y cuenta con artículos de Atkinson, Stiglitz, Sandmo, Johansen, Feldstein, Buchanan y Goetz, Ursula Hicks, Hellowell, Bliss Mieszkowski y Bliss.

²² El texto, publicado en 1980 por Mc Graw-Hill, fue traducido en 1988 al español por el Instituto de Estudios Fiscales de España como *Leciones sobre Economía Pública*. En 2015 fue reeditado por Princeton University Press.

²³ Atkinson, Anthony B. (1970): “On the Measurement of Inequality”. *Journal of Economic Theory*, 2 (3), 244-263.

La lista de sólo algunos de los trabajos de los últimos 20 años, muestran que Atkinson sostenía una intensidad de trabajo y una productividad, realmente fuera de lo común:

- Atkinson, Anthony B. (1997): *Public Economics in Action: The Basic Income/Flat Tax Proposal*. Oxford University Press.
- Atkinson, Anthony B. (1999): *Poverty in Europe*. Basil Blackwell. Malden, Massachusetts.
- Atkinson, Anthony B. (1999): *The Economic Consequences of Rolling Back the Welfare State*. MIT Press.
- Atkinson, Anthony B., Michel Dollé, y Olivier Bontout (2001): *Inégalités économiques*. La Documentation Française. Paris.
- Atkinson, Anthony B., Michel Glaude, Lucille Ollier y Thomas Piketty (2001): *Inégalités économiques: Rapports*. La Documentation Française. Paris.
- Atkinson, Anthony B., Bea Cantillon, Eric Marlier y Brian Nolan (2007): *The EU and Social Inclusion*. Policy Press. University of Bristol.
- Atkinson, Anthony B. (2009): “Factor Shares: The Principal Problem of Political Economy?”, *Oxford Review of Economic Policy*, 1 25(1): 3-16.
- Atkinson, Anthony B. (2011): “The Case for Universal Child Benefit” en *Fighting Poverty, Inequality and Injustice: A Manifesto Inspired by Peter Townsend* (eds. Alan Walker, Adrian Sinfield y Caol Walker). Policy Press, 79-90.
- Atkinson, Anthony B. (2011): “The Restoration of Welfare Economics”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 101 (3), 157-161.
- Atkinson, Anthony B., Peter Backus, John Micklewright, Cathy Pharoah, y Sylke Schnepf (2012): “Charitable Giving for Overseas Development: UK Trends over a Quarter Century”. *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, 175 (1), 167-190.
- Atkinson, Anthony B. (2012): “The Mirrlees Review and the State of Public Economics”, *Journal of Economic Literature*, 50 (2), 770-780.
- Atkinson, Anthony B. (2013): “Beyond GDP: A Post-crisis Agenda for Measuring Government Performance” en *Olaf Cramme, Patrick Diamond y Michael McTernan* (eds.), *Progressive Politics after the Crash*, I B Tauris, 209-217.
- Atkinson, Anthony B., Facundo Alvaredo, Thomas Piketty y Emmanuel Saez (2013): “The Top 1 Percent in International and Historical Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, 27 (3), 320.
- Atkinson, Anthony B. (2013): “Reducing Income Inequality in Europe”. *IZA Journal of European Labor Studies* 1, 2-12.
- Atkinson, Anthony B. (2014): “After Piketty?”. *The British Journal of Sociology* 65 (4), 619-638.
- Atkinson, Anthony B. (2014): *Public Economics in an Age of Austerity*. Routledge. London and New York.
- Atkinson, Anthony B. y Salvatore Morelli (2014): “Chartbook of Economic Inequality”. *ECINEQ Working Paper 2014-324*. ECINEQ-Society for the Study of Economic Inequality.
- Atkinson, Anthony B. y François Bourguignon (eds.) (2015): *Handbook of Income Distribution 2*. North Holland.
- Atkinson, Anthony B. (2015): *Inequality: What Can Be Done?* Harvard University Press.
- Atkinson, Anthony B., Anne-Catherine Guio y Eric Marlier (2015): “Monitoring the Evolution of Income Poverty and Real Incomes over Time”. *CASE Working Paper 188*. Centre for Analysis of Social Exclusion (CASE). London School of Economics.
- Atkinson, Anthony B., Rolf Aaberge y Henrik Sigstad (2015): “Income Poverty, Affluence and Polarisation Viewed from the Median”. *CASE Working Paper 194*. Centre for Analysis of Social Exclusion (CASE). London School of Economics
- Atkinson, Anthony B. y Jacob Søgaaard (2015): “The Long-Run History of Income Inequality in Denmark”. *The Scandinavian Journal of Economics* 118 (2), 264-291.
- Atkinson, Anthony B. y Andrea Brandolini (2015): “Unveiling the Ethics behind Inequality Measurement: Dalton’s Contribution to Economics”. *Economic Journal* 125 (583), 209-221.
- Atkinson, Anthony B. (2015): “How to Spread the Wealth: Practical Policies for Reducing Inequality”. *Foreign Affairs*, 95 (1), 29.33.
- Atkinson, Anthony B., y Salvatore Morelli (2015): “Inequality and Crises Revisited”. *Economia Politica – Journal of Analytical and Institutional Economics* 32 (1), 31-51.
- Atkinson, Anthony B., Facundo Alvaredo y Salvatore Morelli (2017): “Top Wealth Shares in the UK Over More Than a Century”. *CEPR Discussion Paper DP 11759*. Centre for Economic Policy Research. Publicado el 9 de enero de 2017.

A esto se suman sus trabajos y opiniones publicadas en la hoja web VoxEU, en la del Institute for New Economic Thinking, y su participación en el Comité Ejecutivo para la construcción y desarrollo (en curso) de la *World Wealth & Income Database* online, junto a Thomas Piketty, Emmanuel Saez, Gabriel Zucman y el argentino Facundo Alvaredo.

INDICADORES

Indicador	Enc-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16
Indicadores de Actividad												
EMAE (INDEC) Var. % a/a	0,8%	0,9%	0,1%	-3,1%	-2,9%	-4,9%	-5,7%	-2,0%	-3,7%	-4,4%	-1,4%	<i>n/d</i>
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	<i>0,0%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,4%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>0,5%</i>	<i>1,4%</i>	<i>n/d</i>
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	46,3%	17,8%	15,0%	30,5%	13,3%	3,2%	-6,3%	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	<i>26,7%</i>	<i>3,9%</i>	<i>16,9%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-16,6%</i>	<i>21,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>15,4%</i>
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	4,4%	4,0%	0,7%	-7,1%	-2,9%	-10,0%	-8,1%	-6,8%	-5,9%	-8,6%	-1,4%	-0,5%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	<i>5,6%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>1,9%</i>
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-2,2%	4,2%	-1,7%	-6,7%	-5,9%	-9,2%	-8,6%	-4,1%	-8,2%	-7,1%	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	<i>-0,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>1,6%</i>	<i>0,4%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>2,4%</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	<i>-13,9%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>3,6%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>6,3%</i>
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-8,7%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,5%	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	1,3%
Indicadores del Sector Externo												
Exportaciones en USD	3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.759	5.040	4.715	4.836	4591
<i>Var. % a/a</i>	<i>1,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>12,2%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>20,8%</i>	<i>34,0%</i>
Importaciones en USD	4.046	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.051	4.679	4.829	4.721	4526
<i>Var. % a/a</i>	<i>-3,6%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-10,9%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-15,2%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>0,2%</i>
Saldo Comercial en USD	-185	93	-298	301	443	131	277	705	361	-114	115	65
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	180,1	181,4	185,6	195,2	213,5	223,8	208,1	199,7	197,9	196,8	198,9	199,9
<i>Var. % a/a</i>	<i>-18,0%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>-6,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>2,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>106,3%</i>

Indicador	Ene-16	feb-16	mar-16	Abr-16	may-16	jun-16	jul-16	Ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	Dic-16
Precios												
IPC (INDEC) Var. % m/m					4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>					2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%
Indicadores Fiscales												
Ingresos Totales Var. % a/a	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%	12,8%	52,3%	41,1%	13,4%	26,8%	92,6%
Ingresos Totales sin Rtas. De la Prop Var. %	30,3%	26,1%	39,9%	24,5%	36,9%	12,3%	23,2%	28,3%	31,0%	24,2%	51,7%	105,3%
Gastos Totales Var. % a/a	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	34,6%	32,9%	39,4%	36,4%	56,8%	33,2%	76,2%
Expectativas de Inflación (UTDT)												
<i>Mediana</i>	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0
<i>Media</i>	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6
Confianza del Consumidor (UTDT)												
<i>Índice</i>	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	0,2%	6,8%	-6,6%	1,6%	6,3%	-4,6%	95,4%
<i>Var. % a/a</i>	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,3%	-18,7%	-24,7%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	72,8%