

**INSTITUTO DE
INVESTIGACIÓN
EN CIENCIAS
ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES**

Editor del IEM:

Héctor Rubini

**Escriben en
este número:**

Luis Argüero

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

INFORME ECONÓMICO MENSUAL IEM

14 DE ABRIL DE 2016 – N° 138 AÑO 14

RESUMEN EJECUTIVO **1**

PANORAMA DE ARGENTINA

- **MACRINOMICS: ENTRE LA ILUSIÓN Y EL DESENCANTO** **2**
- **LA MARCHA DE LA ECONOMÍA** **7**

PANORAMA INTERNACIONAL

- **LA ECONOMÍA GLOBAL NO MEJORA** **10**
- **ABENOMICS: LA APUESTA MÁS ARRIESGADA DEL CONSERVADOR JAPÓN** **15**

NOTA ESPECIAL

- **IN MEMORIAM: WERNER BAER (1931-2016)** **25**

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-4813-5622
<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 IICE-USAL.

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

- Luego de cuatro días de suba, el precio de la soja en la bolsa de Chicago subió de 332 U\$\$/ton. a 351 U\$\$/ton. impulsado por un aumento de las importaciones chinas de soja (35% en marzo respecto de febrero), y las probables pérdidas en la cosecha de Argentina por las excesivas lluvias en las provincias de Santa Fe, Córdoba y Entre Ríos.

LO IMPORTANTE

- En el día de ayer la Cámara de Apelaciones de Nueva York ratificó al orden del juez Thomas Griesa para levantar las medidas cautelares que bloqueaban el pago a los bonistas que aceptaron los canjes de 2005 y 2010. Ahora sí el gobierno argentino puede emitir bonos para pagar a bonistas reestructurados y a “holdouts” que han cerrado acuerdos con el gobierno argentino. El ministro Alfonso Prat-Gay espera colocar los nuevos bonos a una tasa inferior al 8% anual y efectuar el primer desembolso el próximo viernes 22 de abril.

LO QUE HAY QUE SABER

- La suba de tarifas públicas y del costo del transporte ha erosionado la credibilidad en las metas de inflación del Gobierno. El rápido aumento de la deuda cuasifiscal del BCRA y las altas tasas de interés, sin un verdadero ajuste fiscal, han contribuido a desalentar la inversión, sin impacto visible sobre la inflación. El gobierno ahora enfrenta el desafío de recuperar credibilidad y revertir el persistente escenario de estanflación.
- Los pocos datos oficiales y privados de la actividad económica ofrecen un panorama poco alentador para el primer trimestre del año. La percepción prevaleciente es que la economía o bien se estancó o bien cayó en una leve recesión, la cual podría profundizarse en el segundo trimestre de 2016.
- Ante el deterioro del contexto internacional, los miembros de la Fed han optado por ralentizar el proceso de normalización de la política monetaria, reduciendo las subas de tasas de interés previstas para 2016 de cuatro a dos. El último discurso de Janet Yellen fue en la misma dirección, señalizando la continuidad de la postura monetaria laxa. Esto favoreció el debilitamiento del dólar y la estabilización de los mercados financieros internacionales. No obstante, los estímulos monetarios siguen mostrando escaso éxito para impulsar un crecimiento económico global más vigoroso.
- Luego de dos décadas de estancamiento y deflación, Japón adoptó en 2012 una arriesgada política monetaria y económica a fin de volver a la senda del crecimiento. Los resultados no han sido satisfactorios, pero aun así el primer ministro Abe continúa adelante con su plan.

LO QUE VIENE

- Se espera que a fin de este mes el BCRA publique nuevas metas de inflación, y que el ministro Prat-Gay modifique al menos algunas de las metas fiscales anunciadas en enero de este año.
- Este fin de semana la Cámara de Diputados del Congreso de Brasil dará entrada al pedido de juicio político a la presidente Dilma Rousseff, procediéndose a la votación el próximo domingo 17 de abril. Se espera una mejora en la confianza de los inversores locales y extranjeros caso de una votación a favor del juicio político a Rousseff.
- Comienza la etapa final de las primarias partidarias para las elecciones presidenciales en Estados Unidos. El 19 de abril se celebrarán en Nueva York, el 26 de abril en Connecticut, Delaware, Maryland, Pennsylvania y Rhode Island, el 3 de mayo en Indiana, el 7 de mayo en Guam, y el 10 de mayo en Nebraska, y West Virginia.
- El mes próximo se conocerán nuevas revelaciones de la investigación “Panama Papers” sobre cuentas y empresas offshore de políticos, empresarios, artistas y deportistas de todo el mundo, bajo sospecha de lavado de dinero.
- Luego de la elección presidencial en Perú del domingo pasado, comienzan los preparativos de la campaña para el ballottage del próximo 5 de junio entre Keiko Fujimori (ganó con el 39,8% de los votos) y el economista Pedro Pablo Kuczynski (obtuvo el 20,1%). Cualquiera sea el resultado, el partido de Fujimori cuenta con mayoría propia en el Congreso Nacional, con 54,6% de legisladores.

PANORAMA DE ARGENTINA

MACRINOMICS: ENTRE LA ILUSIÓN Y EL DESENCANTO

Héctor Rubini

La suba de tarifas públicas y del costo del transporte ha erosionado la credibilidad en las metas de inflación del Gobierno. El rápido aumento de la deuda cuasifiscal del BCRA y las altas tasas de interés, sin un verdadero ajuste fiscal, han contribuido a desalentar la inversión, sin impacto visible sobre la inflación. El gobierno ahora enfrenta el desafío de recuperar credibilidad y revertir el persistente escenario de estanflación.

1. Credibilidad en baja

Comenzaron a intensificarse las turbulencias para la actual administración. La percepción de estanflación parece intensificarse luego de una primera ronda de despidos en el sector público, ajustes de tarifas de servicios con impacto negativo en el ingreso disponible, y una política monetaria limitada a mantener altas tasas de interés, que desalientan la inversión. Esto es el costo de abandonar el insostenible modelo populista anterior, pero sin informar a la sociedad de manera clara y precisa la herencia de problemas irresueltos por la administración Kirchner, comienza a percibirse que es una serie de ajustes graduales que **no pareciera responder a un plan claramente definido. La inflación no ha cedido, y según la Universidad Católica Argentina en el primer trimestre de este año la población en condición de pobreza e indigencia ha aumentado en 1,4 millón de personas¹.**

Las preocupaciones sobre el futuro no son pocas. **Al actual ritmo de suba de precios, se percibe que en mayo se habrá acumulado una inflación casi equivalente a la meta anunciada por el ministro de Hacienda para todo el año**, y no hay certidumbre sobre la aparición masiva de inversiones extranjeras que el gobierno espera para el segundo semestre. Tampoco que la espiral tarifas-precios-salarios pueda frenar el impacto negativo sobre la competitividad. Para este trimestre se espera el habitual ingreso de divisas por exportaciones de soja que presionaría a la baja al tipo de cambio. Sin embargo, las inundaciones en varias áreas de Entre Ríos, Corrientes, Santa Fe y centro y este de Córdoba, van a postergar un poco ese ingreso de dólares.

En un contexto inflacionario, con aumento de costos en pesos y en dólares y recesión en Brasil, es inevitable el aumento de suspensiones y despidos en la actividad manufacturera. Sostener el liderazgo requiere alcanzar y mostrar resultados positivos, y estrategia comunicacional tal que permita percibir que los beneficios de los cambios estructurales superan a sus costos. Si estos últimos se limitan a promesas para un futuro incierto, la reputación y el liderazgo de las nuevas autoridades empiezan a erosionarse.

Como se ha referido recientemente el economista Antonio Delfim Netto sobre la crisis política de Brasil, “el papel del líder es explicar a la sociedad por qué existen restricciones físicas; *si usted las viola hoy, aparecerán mañana como si fuera una venganza*”². Si se *explica* la realidad, es más creíble cualquier estrategia para volver a crecer, y estabilizar los precios. Además, *si no se derrota la inflación de manera rápida, y controlando sus costos distributivos, no sólo corre riesgo la estabilidad macroeconómica, sino la estabilidad política*. Previo a eso, es necesario aclarar a la sociedad la naturaleza, magnitud y origen de los desequilibrios y legados recibidos de la administración anterior. **Si se opta por no hacerlo, y se aplican ajustes parciales sin un plan claramente definido ni presentado a la sociedad, los beneficios de las correcciones de precios relativos se perciben como inciertos, y sus costos, como errores del actual gobierno, desvinculados de la herencia recibida de la administración anterior.**

La percepción de aparente lentitud y falta de reacción de las autoridades frente al impacto inflacionario de los ajustes tarifarios empezó a generar dudas sobre el futuro de los tres pilares de la actual política económica: **a) política**

¹ Ver Salvia, Agustín (coord.) (2016): “Pobreza y Desigualdad por Ingresos en la Argentina Urbana 2010-2015. Tiempos de Balance”, en: <http://www.uca.edu.ar/uca/common/grupo68/files/2016-Obs-Informe-n1-Pobreza-Desigualdad-Ingresos-Argentina-Urbana.pdf>

² Ver Fraga, Érica (2006): “Dilma construiu uma tragédia com apoio da sociedade, diz Delfim Netto”. *Folha de Sao Paulo*, 27 de marzo de 2016, en <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/03/1754180-dilma-construiu-uma-tragedia-com-o-apoio-da-sociedade-diz-delfim.shtml> y en <https://www.youtube.com/watch?v=RJTDFxT5Ch8>.

monetaria contractiva, b) política fiscal sin ajustes drásticos, c) medidas de shock para promover inversiones en el largo plazo (devaluación y eliminación de controles de cambios, abandono de la política exterior anti países desarrollados, eliminación de trabas al comercio exterior, resolución de conflicto con “holdouts”). Sin estabilidad de precios y creciente incertidumbre sobre el rumbo de precios, ingresos y actividad económica, se torna difícil pensar en una recuperación económica con menor inflación e inversiones para el segundo semestre. **Una mejora del tipo de cambio real y una baja de las tasas reales de interés se tornan imprescindibles, pero exige un plan antiinflacionario, que permita aumentar el tipo de cambio nominal sin que se traslade a precios. Nada de eso se ha visto hasta ahora.**

Mientras tanto, el anuncio del BCRA de una línea de préstamos hipotecarios indexados no tuvo impacto alguno, y llamó la atención que entre los pocos bancos que comenzaron a ofrecerlos no esté el Banco de la Nación Argentina. Esta alternativa reduce exigencias de ingresos y cuotas iniciales a pagar por los deudores, pero no luce atractivo sin estabilizar previamente la inflación a niveles de un dígito anual, más allá de que aún no se cuenta con un índice de precios único, de alcance nacional. Si bien esto no afecta a la toma de decisiones, discrecionalmente el Ministerio de Hacienda ha optado dos semanas atrás por indexar los bonos ajustables por CER con el IPC de la provincia de San Luis, en lugar del de la Ciudad de Buenos Aires porque este último aumentó en febrero más que el de San Luis por las subas de tarifas eléctricas³. **Es claro que en caso de necesidad el nuevo gobierno no abomina de prácticas discrecionales que criticaba al gobierno anterior. Frente a esto, los nuevos préstamos en una unidad de cuenta atada a un IPC todavía incierto, no serán atractivos hasta que no baje la inflación de manera significativa y no se cuente con un IPC generalmente aceptado y libre de manipulaciones de ningún tipo.**

Tampoco fue convincente la publicación del INDEC de una **tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno a precios constantes para 2015 de 2,1% (a precios de mercado) y del valor agregado bruto a precios básicos de 1,9%**. Los valores sorprendieron por ser más altos que los estimados hasta por las consultoras más afines al gobierno anterior, pero además, no se dio a conocer el nivel del año anterior, ni a precios constantes ni a precios corrientes, y el Ministerio de Hacienda difundió un comunicado con afirmaciones controversiales y de base realmente endeble⁴: “Las variaciones interanuales decrecientes revelan fuertes caídas desestacionalizadas en los dos últimos trimestres, de acuerdo a estimaciones preliminares a partir de una serie provisoria 2014 2015 -en particular, la actividad económica habría caído a un ritmo superior al 4% anual en el último trimestre de 2014”. Preguntas inevitables: ¿qué series utilizó la Secretaría de Hacienda?, ¿qué método de desestacionalización?. Esa caída del último trimestre de 2014 ¿marca tendencia o es transitoria?. Y en definitiva, ¿qué aportó esa “aclaración?”. Algo análogo se presenta con la evolución de las subas de tarifas. **Según el ministro de Hacienda no subirá ninguna tarifa hasta el año próximo, pero el ministro de Energía Juan José Aranguren insiste con que en junio habrá un nuevo aumento de tarifas eléctricas.**

2. “La política” bajo sospecha

La arena política también empezó a darle disgustos al gobierno. La segunda quincena de marzo fue, por lejos, la mejor del mandato de Macri. Se desintegró la resistencia kirchnerista en el Congreso y se logró sumar los votos necesarios para captar nueva deuda (U\$S 12.500 M) y pagar a los “holdouts”. Sin embargo, la percepción de consolidación del oficialismo se desvaneció las subas de tarifas de transporte y de gas, reavivando la prédica kirchnerista en el sentido de que la actual administración “sólo gobierna para los ricos”. Luego se sumó la investigación periodística “Panamá Papers” que el pasado 3 de abril, reveló la vinculación del presidente Macri con firmas offshore. Esto ha motivado que el fiscal Federico Delgado le imputara a Macri el cargo de “omisión maliciosa”, luego de la denuncia del diputado kirchnerista Norman Darío Martínez por no haber incluido en su declaración jurada de bienes su participación en dos sociedades offshore en Panamá. **Otra consecuencia directa es que se retiraron potenciales inversores para la compra de la nueva deuda para el pago a los “holdouts”: aparentemente el equipo económico podría lograr colocar deuda por U\$S 10.300 M, y no por los U\$S 12.500 M esperados.**

El presidente Macri sostiene que no hay nada ilícito, y se ha puesto a disposición de la Justicia, pero **llamó la atención que tardara cuatro días en dar una primera conferencia de prensa para aclarar esta cuestión, y cumplir su promesa de campaña de poner la administración de su patrimonio bajo un fideicomiso ciego.**

³ Ver <https://www.boletinoficial.gob.ar/pdf/linkQR/Y09zYnUxUXVybWcrdTVReEh2ZkU0dz09>

⁴ Ver <http://www.economia.gob.ar/trayectoria-dispar-de-la-economia-en-2015/>

Panamá Papers: de qué se trata

“Panamá Papers” es una investigación impulsada por un llamado *Consorcio de Internacional de Periodistas de Investigación* y el diario alemán *Süddeutsche Zeitung* de Munich iniciada en 2010 sobre inversiones “offshore” sospechosas provenientes de varios países. La documentación recopilada (11,5 millones de documentos) supera a la suma de lo recopilado por *Wikileaks Cablegate*, *Offshore Leaks*, *Lux Leaks* y *Swiss Leaks*. De acuerdo a sus responsables, estaría recién en la mitad de su avance. La información abarca operaciones de un período de 38 años, entre 1977 y el primer trimestre de 2016, y en el último año esa información viene siendo analizada por 376 periodistas de más de 100 medios de prensa de 76 países. En dicho equipo trabajan 4 periodistas argentinos: **Hugo Alconada Mon**, **Mariel Fitz Patrick**, **Iván Ruiz** y **Maia Jastreblansky**. La información difundida el domingo 3 de abril es un avance preliminar, en base a registros del estudio jurídico panameño **Mossack Fonseca**, que 3 años atrás fue conocido en Argentina por las investigaciones del periodista **Jorge Lanata**. Panamá Papers tiene información de algo más de 214.000 compañías offshore. Los países que fueron objeto de esta investigación son: Anguilla (Gran Bretaña), Islas Bahamas, Belice, Chipre, Costa Rica, Panamá, Islas Vírgenes Británicas, Isla de Man (Gran Bretaña), Islas Jersey (Gran Bretaña), Hong Kong, Malta, Nueva Zelandia, Emiratos Árabes Unidos, Gran Bretaña, Samoa, Suiza, Islas Seychelles, Niue (estado asociado a Nueva Zelandia), Singapur, Uruguay y Estados Unidos (principalmente, los estados de Florida, Wyoming y Nevada). Algunas de las figuras políticas y de otros ámbitos que aparecieron en esta investigación son:

1. **David Cameron**, primer ministro británico.
2. Amigos personales del presidente de Rusia, **Vladimir Putin**, y varios contratistas del estado ruso: aparecen como titulares de una red de sociedades offshore con activos por unos U\$S 2.000 M.
3. **Sigmundur Gunnlaugsson**, primer ministro de Islandia, debió renunciar el martes 5 de abril. También aparece una sociedad del ministro de Finanzas de Islandia, Bjarni Benediktsson.
4. **Mauricio Macri**, presidente argentino, aparece en el consejo de administración de la sociedad offshore Fleg Trading en Bahamas, junto a su padre y su hermano. En otras firmas offshore aparecen también **Daniel Muñoz**, ex secretario privado de Néstor Kirchner, y **Néstor Grindetti**, ex ministro de Hacienda de la Ciudad de Buenos Aires, y actual intendente de Lanús. Este último no habría revelado su titularidad de un poder legal sobre la sociedad panameña Mercier International en sus declaraciones patrimoniales anuales de 2010 a 2013.
5. **Salman bin Abdulaziz**, rey de Arabia Saudita, usó una sociedad en Islas Vírgenes para constituir hipotecas en residencias de lujo en Londres. También aparece el nombre de príncipe **Muhammad bin Nayef**.
6. **Petro Poroshenko**, presidente de Ucrania, aparece como titular de una sociedad en Islas Vírgenes.
7. **Pilar de Borbón**, tía del actual rey de España Felipe VI, presidió una sociedad en Panamá entre 1974 y 2014.
8. Los futbolista **Lionel Messi**, **Gabriel Heinze**, **Leonardo Ulloa**, los empresarios **Mariano y Hugo Jinkis**, investigados en el caso “FIFA-Gate”, el padre de Messi, el hermano del presidente del Inter de Italia y el club Boca Juniors, de Argentina.
9. **Michel Platini**, ex presidente de la UEFA, aparece como titular de una sociedad offshore en Panamá.
10. **Pedro Almodóvar**, cineasta español. Aparece junto a su hermano como titulares de una offshore en Islas Vírgenes.
11. Varias figuras del Partido Comunista (PC) de China y sus familiares aparecen como titulares de firmas offshore en Islas Vírgenes: **Deng Jiagui**, cuñado del actual presidente Xi Jinping, **Lee Shing Put**, yerno de Zhang Gaoli, vice-premier del PC, **Jia Liqing**, hija del ex ministro de seguridad pública Jia Chunwang y nuera de Liu Yunshan, actual jefe de propaganda del PC chino, **Li Xiaolin**, hija del ex primer ministro Li Peng, **Zeng Qinghuai**, hermano del ex vicepresidente chino Zeng Qinghong, **Hu Dehua**, hijo del ex secretario del PC chino Hu Yaobang, y **Chen Donsheng**, marido de una de las nietas de Mao Zedong.
12. **Mounir Majidi**, secretario personal del rey Mohamed VI de Marruecos, aparece en una sociedad de Islas Vírgenes y es presidente del grupo de empresas Siger de la familia real marroquí.
13. **Pedro Miguel Delgado Campaña**, ex gobernador del Banco Central de Ecuador, y primo del presidente, Rafael Correa.
14. **Galo Chiriboga**, actual Fiscal General de Ecuador, ex ministro de Trabajo, de Minas y Petróleo y ex-embajador en España.
15. **Idalécio de Castro Rodrigues de Oliveira**, empresario petrolero portugués, vinculado al escándalo de los sobornos en Brasil.
16. **Víctor Cruz Weffer**, ex comandante de las Fuerzas Armadas de Venezuela.
17. **Adrián Velázquez**, jefe de seguridad del ex presidente de Venezuela Hugo Chávez.
18. **César Rosenthal**, empresario, hijo del ex vicepresidente de Honduras, Jaime Rosenthal.
19. **Gonzálo Delaveau Swett**, titular del capítulo chileno de Transparencia Internacional, renunció a su cargo el 4 de abril pasado.
20. **Alfredo Ovalle Rodríguez**, ex titular de la Sociedad Nacional de Minería de Chile. Debió renunciar en 2009 al conocerse sus negocios con el ex director de Finanzas de la DINA, el servicio de inteligencia del ex presidente Augusto Pinochet.
21. **Carlos Gutiérrez Robayo**, conuñado del ex alcalde de Bogotá (Colombia), Gustavo Petro.
22. **Juan Armando Hinojosa**, titular del grupo Higa, de México, e involucrado en el escándalo de una mansión adquirida por el presidente Enrique Peña Nieto y su esposa Angélica Rivera.
23. **Ricardo Salinas Pliego**, titular de TV Azteca, de México.
24. **Juan Pedro Damiani**, presidente del club Peñarol de Montevideo (Uruguay) y miembro del comité de ética de la FIFA.
25. **Jaime Yoshiyama Tanaka**, ex ministro del gobierno de Fujimori (Perú) y jefe de la campaña electoral de Keiko Fujimori en 2011.
26. **Konrad Mizzi**, ministro de Energía y Salud de Malta.
27. **Alaa Mubarak**, hijo del ex presidente de Egipto, Hosni Mubarak.
28. El banco francés **Société Générale**, con 979 empresas offshore, el político **Jean-Marie Le Pen**, su hija, **Marine Le Pen**, y dos empresarios allegados a su partido político, **Frédéric Chatillon** y **Nicolas Crochet**.
29. El diseñador de modas **Valentino Garavani**, y otras figura de Italia, como **Luca Cordero di Montezemolo**, ex titular de Ferrari, y actual presidente de Alitalia y vicepresidente de Unicredit.
30. Los tres hijos del primer ministro de Pakistán, Nawaz Sharif.
31. **Khalifa bin Zayed Al Nahyan**, presidente de Emiratos Árabes Unidos.

Además, la diputada Elisa Carrió ha formulado duras afirmaciones contra el gobierno por los ajustes de tarifas públicas, y ha iniciado una acción judicial contra el presidente de Boca Jrs., Eduardo Angelici (de reconocida amistad con el presidente Macri), por tráfico de influencias. También ha quedado en el foco de no pocas críticas la titular de la Oficina Anticorrupción Laura Alonso. El kirchnerismo ha pedido su remoción por no investigar debidamente al Presidente, y por haber sido nombrada por un Decreto del Poder Ejecutivo que la habilitó, sin ser abogada como manda la legislación vigente. Por otro lado, Elisa Carrió y otros legisladores rechazan la resistencia de Alonso a dar cumplimiento la orden de la Corte Suprema de Justicia de publicar los acuerdos secretos suscriptos entre YPF y la petrolera estadounidense Chevron en la gestión anterior.

Por el lado del kirchnerismo las noticias del último mes han sido peores: a) la petrolera Oil, del empresario kirchnerista Cristóbal López, adeudaría el pago de impuestos de tres años por una suma de \$ 8.000 M, lo que complicaría al ex titular de la AFIP, Ricardo Echegaray, b) la detención del ex secretario de Transporte Ricardo Jaime, c) la del empresario santacruceño Lázaro Báez luego de difundirse un video con varias personas contando dinero de origen sospechoso, y d) las declaraciones judiciales del detenido Leonardo Fariña, que habrían complicado la situación judicial del ex ministro Julio De Vido y de la ex presidente Cristina Fernández de Kirchner. A su vez en la cauda de dólar futuro, Cristina Kirchner no ha sido detenida pero continúa imputada, de modo que a pesar de su explosivo retorno a las apariciones mediáticas, el futuro de su situación procesal sigue siendo altamente incierto.

En definitiva, en apenas 4 semanas el apacible clima del verano se ha enrarecido con acusaciones y revelaciones de todo tipo que empiezan a poner bajo sospecha a los líderes del oficialismo y de la principal fuerza opositora. **El riesgo cierto es que el avance en la negociación de acuerdos que permitan viabilizar leyes que requiere el oficialismo puede verse demorada, y en particular las que pudieran ser necesarias para aplicar un genuino programa de estabilización.**

3. La macro, empantanada

Los pocos indicadores parciales disponibles sobre la economía real indican que la dinámica recesiva se mantiene invariable. Estadísticamente se observará un saludable repunte en este trimestre gracias a la cosecha de grano grueso (que está algo atrasada por excesos de lluvia en Entre Ríos, Santa Fe, y el Este de Córdoba), pero no mucho más. De destrabarse algunos contratos de obra pública, podría también esperarse alguna reversión de la dinámica bajista de la construcción, pero **recién a fines de este año**. Al impacto negativo de la suba de tarifas sobre el ingreso disponible de las familias y los costos de las pequeñas y medianas empresas, se suman las elevadas tasas de interés, que junto a la incertidumbre del rumbo futuro de precios e ingresos tornan inviable el alargamiento de horizontes de planeamiento y la apuesta a proyectos de inversión a largo plazo. En el mercado interno la precarización laboral y el enfriamiento de la demanda interna pueden llevar a un círculo vicioso con caída de empleo y ventas, con exceso de demanda y subas de precios en artículos sin sustitutos cercanos en el consumo.

Las empresas orientadas a la exportación enfrentan un horizonte de no menos de un año sin reversión de la caída de la actividad en Brasil y un débil crecimiento en el resto del mundo, con desaceleración de la economía china. A esto se suma cierta percepción de pérdida de competitividad en la industria manufacturera. Si se compara la evolución del tipo de cambio mayorista con estimaciones privadas del índice de precios al consumidor (y el de la ciudad de Buenos Aires a partir de enero), resulta que en diciembre el tipo de cambio real aumentó un 29,2%, y prácticamente cero en el primer trimestre de este año. Ciertamente esto se agudizará en este trimestre: **si no se desacelera la inflación, y si por otro lado el Banco Central (BCRA) privilegia acumular reservas comprando dólares a cotización cada vez más baja, esterilizando la emisión monetaria resultante colocando Letras del BCRA (LEBAC) a 35 días al 38% anual o a tasas más altas**. El BCRA podría comprar algo más baratos para cancelar deudas, pero el inevitable atraso del tipo de cambio real y las “supertasas de interés” actuales tendrán efectos negativos en la actividad y en el mercado laboral.

La política monetaria se ha limitado a cierta contracción monetaria y el enfriamiento de la demanda vía suba de tasas de interés. La estrategia ha tenido impacto recesivo, pero no detiene la inflación por impulso de costos y la inflación inercial, manteniendo la continuidad del sendero empobrecedor de los últimos tres años del gobierno anterior:

- a. La inflación medida por cualquier índice no muestra desaceleración. Es inevitable sincerar tarifas públicas semicongeladas por casi 15 años, pero no luce del todo justificable imponer desde el Estado aumentos del

precio de los combustibles a razón de 6% mensual, cuando el precio internacional del barril de petróleo (WTI) ha estado en baja desde mediados del año pasado. En el primer trimestre de este año el precio ha oscilado entre U\$S 26 y U\$S 41, con un promedio de U\$S 33,4. En el cuarto trimestre de 2015 la cotización promedio fue de U\$S 41,9, y en el tercero U\$S 46,5. **Tampoco se comprende la relativa inacción respecto de algunos precios puntuales como es el caso de la carne vacuna: la faena en el primer trimestre de este año cayó 5% i.a. y el consumo final descendió 5,9% i.a., pero los precios al consumidor no dejaron de subir, fundamentalmente en los supermercados.** En el mes de marzo se esperaba al menos una estabilización de los precios, pero según la Cámara de la Industria y Comercio de Carnes (CICCRA), el precio de los principales cortes al consumidor aumentaron 1,5% (promedio), mientras el precio del kg. vivo de la hacienda en el mercado de Liniers cayó 0,7%. Fuera de los alimentos, y los combustibles, tampoco se observa tendencia a la baja. Según datos del portal “Reporte Inmobiliario”, **el costo promedio de construcción de un metro cuadrado de superficie vendible en un edificio entre medianeras en Capital Federal registró en febrero de 2016 una suba interanual de 33,6%.**

- b. Como ya hemos advertido en ediciones anteriores, los sindicatos no son “backward looking”, como erradamente sostienen algunos economistas del gobierno. Están reclamando subas salariales mayores al 35% casi sin excepción, y con frecuencia de ajuste inferior a la anual en cada vez más casos. Esto es un mecanismo endógeno de propagación inflacionaria, pero al acelerarse la inflación deviene en un factor autónomo que neutraliza el efecto antiinflacionario de programas gradualistas que se limitan a confiar sólo en la contracción monetaria y/o subas de tasas de interés. La serie de fracasos en la mayoría de los planes de estabilización de mediados de los '70 hasta fines de los '80 es evidencia más que suficiente al respecto.
- c. En los primeros 3 meses del año el BCRA redujo la base monetaria en \$60.962 millones, absorbida con una emisión mayor de LEBAC (**\$65.146 millones**) y a **tasas de 38% anual**. Esta son las mismas tasas del 15 de diciembre pasado (**las más altas desde 1993**). Las tasas de plazo fijo en dólares se redujeron 2 puntos, a menos de 1% mensual, pero para depósitos en pesos (promedio) siguen cerca de superar el “techo” psicológico del 30% anual. Las tasas a corto plazo (*call money*) entre bancos privados también están en sus máximos desde 2003 y el pasado 15 de marzo **superaron el 40% anual**. A su vez, las tasas de pases activos del BCRA a 7 días **llegaron al 40% anual el pasado 10 de marzo y se mantuvieron sin cambios hasta la semana pasada. Similar nivel se observó para los Repos a 7 días del 15 de marzo y el 11 de abril pasados**⁵. Con estos valores, y sin estabilidad de precios, se verán frustradas las expectativas de la conducción del BCRA de reactivación del crédito vía préstamos hipotecarios indexados⁶.
- d. En un contexto de expectativas de inflación, no se observa “pesificación” de transacciones con los bancos, sino todo la preferencia por el dólar como reserva de valor. Desde fin de 2015 y hasta el pasado 6 de abril **los préstamos al sector privado en pesos cayeron por un total de \$ 2.898 M., pero los créditos en dólares crecieron por un total de U\$S 1.132 M (\$ 21.644 M)**. En ese período, **los depósitos del sector privado en pesos crecieron por un total de \$22.883 M., mientras que las colocaciones en dólares lo hicieron por U\$S 1.201 M (\$ 35.524 M.)**.
- e. Los datos del BCRA muestran que la base monetaria se viene contrayendo desde fin de 2015. Hasta el 8 de abril registró una caída neta de \$ 40.366 M., que se descompone de la siguiente forma:

Expansión		Contracción	
Adelantos al Tesoro:	+\$ 6.000 M.	Emisión de LEBAC:	-\$ 88.780 M
Transf. de Utilidades al Tesoro	+\$ 30.176 M	Var. Cta. del Gob. en BCRA en U\$S:	-\$ 12.870 M
Pases	+\$ 12.260 M	Var. Cta. del Gob. en BCRA en pesos:	-\$ 3.373 M
Otros (canc. contr. dólar futuro)	+\$ 16.412 M	Compra (>0) o venta (<0) de divisas:	-\$ 462 M
Intereses y primas	+\$ 855M	Redescuentos y adelantos	-\$ 584 M
Subtotal (a)	+\$ 65.704 M	Subtotal (b)	-\$ 106.070 M
		Variación neta: (a) + (b) =	-\$ 40.366 M

⁵ Cabe observar que transitoriamente el 8 de abril la tasa de pases a 7 días cayó a 31% anual, pero la tasa a 24 hs. saltó de 32,6% a 34,3%,

⁶ Sobre este punto, no deja de llamar la atención que la gran mayoría de las entidades no han optado por ofrecer esta nueva línea. Tampoco lo ha hecho el mayor banco estatal, el Banco de la Nación Argentina, lo que sugiere la existencia de profundas diferencias entre la conducción de dicha entidad, presidida por Carlos Melconian, y la del BCRA, que preside Federico Sturzenegger.

Las cifras de la autoridad monetaria indican que entre los factores de expansión monetaria no ha variado la dependencia o subordinación del BCRA al Tesoro aunque tiene un peso relevante la cancelación de contratos de dólar futuro. Entre los de contracción monetaria sobresale la emisión de LEBAC, cuyo incremento más que duplica lo emitido para cubrir las necesidades financieras del Tesoro. Esto indica, claramente, inexistencia de ajuste fiscal alguno, y un aumento de la deuda cuasifiscal del BCRA. Las emisiones tienden a concentrarse en LEBACs en pesos a 35 días, y desde el 8 de marzo al 38% anual, las mayores tasas pagadas desde el pasado 15 de diciembre. El stock emitido, al 8 de abril ascendía a \$ 490.660 M, superando al circulante emitido (\$ 456. 349 M)

- f. Hasta el 8 de abril pasado el stock de reservas internacionales aumentaron por un total de U\$S 3.948 M., pero si se descuenta el ingreso por la operación de pase con bancos del exterior de enero pasado (U\$S 5.000 M), la variación neta fue negativa: - U\$S 1.052 M. Esto refleja que **la liberación de efectivos mínimos en dólares dispuesta por la autoridad monetaria, sumada a la salida de divisas por pagos a organismos internacionales y giros a otros entes del sector público, no ha sido compensada por ingresos netos provenientes del comercio exterior ni movimientos de capitales.**

En las primeras 10 semanas del año el escenario macroeconómico está caracterizado por: a) actividad económica estancado o en baja, b) destrucción de vacantes laborales, c) contracción monetaria sin ajuste fiscal, d) absorción de oferta de dinero presente con LEBACs (que representan emisión monetaria futura) y a elevadas tasas de interés, e) suba del tipo de cambio en línea con la inflación percibida por los consumidores, probablemente inferior a la percibida por las empresas no financieras en su estructura de costos, f) inexistencia de ajuste fiscal más un rápido aumento de la deuda cuasifiscal del BCRA, g) creciente acumulación de tenencias de LEBAC en cartera de inversores no bancarios y a no más de 35 días, h) síntomas incipientes de aumento de la puja distributiva y de la conflictividad política.

Por consiguiente, se impone, tarde o temprano algún cambio de estrategia que revierta la dinámica inflacionaria actual y permita vislumbrar un horizonte de crecimiento con estabilidad nominal. Inducir un aumento de la demanda de pesos, y recrear las expectativas y condiciones favorables para la inversión no admiten más demoras. **Caso contrario, habrá que esperar tasas de interés más altas, y/o una nueva devaluación del peso, sin cambios relevantes en el escenario actual de estanflación.**

LA MARCHA DE LA ECONOMÍA

Gustavo Martín

Los pocos datos oficiales y privados de la actividad económica ofrecen un panorama poco alentador para el primer trimestre del año. La percepción prevaleciente es que la economía o bien se estancó o cayó en una leve recesión, la cual podría profundizarse en el segundo trimestre de 2016.

1. Introducción

Sin contar todavía con los datos oficiales por parte del INDEC, el primer trimestre parece debatirse entre el estancamiento y la caída en la actividad económica. Con algunas cifras positivas y otras negativas resultan evidentes tanto el impacto de los ajustes macroeconómicos en marcha como el arrastre de los problemas de los años pasados. Es de esperar que el primer trimestre del año sea uno donde la actividad se haya estancado más que uno de recesión.

2. Datos de Demanda

Por el lado de la demanda de bienes puede observarse un fuerte retroceso en todos los indicadores relevados excepto en la venta de autos.

CUADRO 1: INDICADORES DE DEMANDA

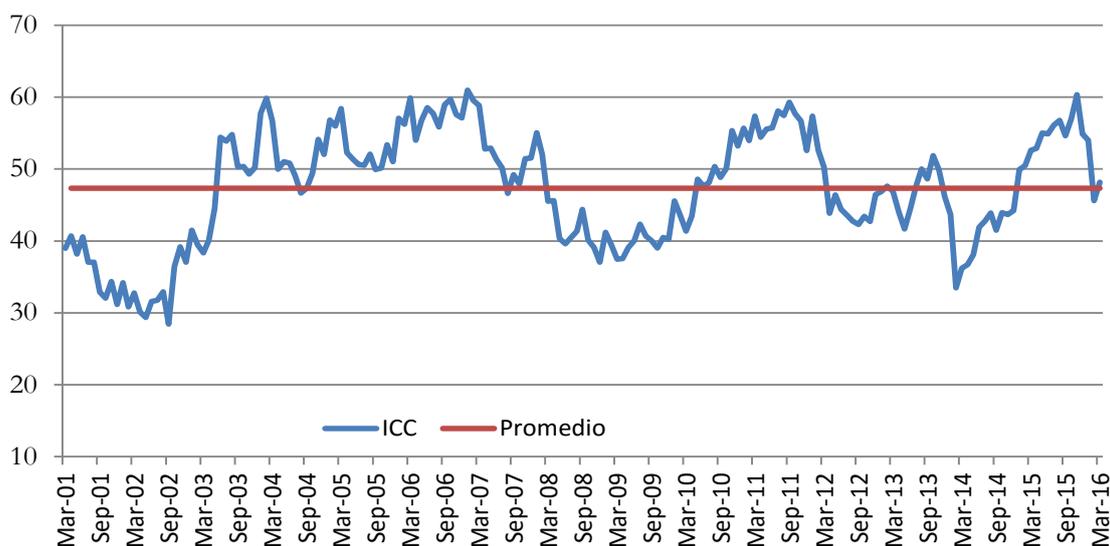
	Enero	Febrero	Marzo	1er. trim.
Cantidades vendidas comercios minoristas CAME var. % a/a	-2,3	-4,5	-5,8	-4,2
Índice de confianza del consumidor UTDT var. % m/m	-1,6	-15,6	5,6	-14,2
Importaciones INDEC var. % a/a	-4,0	-2,0	s/d	s/d
IVA DGI Min. Hacienda var. % a/a	23,6	22,2	s/d	s/d
Ventas de autos ADEFA var. % a/a	52,9	22,7	20,1	29,4
Patentamiento 0Km ACARA var. % a/a	-13,5	10,7	s/d	s/d
IPC CABA var. % a/a	29,6	32,8	s/d	s/d
IPC San Luis var. % a/a	35,1	36,0	s/d	s/d

Fuente: IICE-USAL en base a datos de CAME, UTDT, INDEC, Ministerio de Hacienda, ADEFA y ACARA.

Las ventas minoristas acusan un retroceso de 4,2% interanual en el primer trimestre luego que en 2015 mostraran un crecimiento relativamente benévolo (2,1% interanual contra 2014) ayudado por expansión constante de la demanda fruto de las tasas reales negativas. En contraste, 2016 se va perfilando con una primera mitad del año con estancamiento o caída, y probable recuperación hacia finales del mismo. Ello se debe a que **aún no operaron todos los incrementos salariales de principios de año, mientras los precios están aumentando**. Por caso, la inflación medida por Ciudad de Buenos Aires y por la Provincia de San Luis fue por encima del 30% interanual durante el primer bimestre del año.

De esta manera, la situación impactó sobre la confianza del consumidor, que si bien mostró una leve recuperación durante el mes de marzo, cayó 14% durante el primer trimestre y se encuentra apenas por encima del valor promedio de la serie. Cabe destacar, que la caída fue de las más pronunciadas que se observan en los datos desde 2001.

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: IICE-USAL en base a datos de UTDT

El único dato positivo fue el de las ventas de vehículos a concesionarias publicado por ADEFA que crecieron 29,4% interanual en los primeros tres meses del año. No obstante, cabe destacar que en el primer trimestre de 2015 las mismas habían caído un 13,4% interanual. De esta manera, el reciente incremento tuvo una parte del impulso gracias a dicha caída ya que si el año pasado las ventas se hubiesen mantenido, el incremento habría sido mucho menor.

Respecto de los patentamientos de 0Km, los datos de ACARA muestran un movimiento levemente negativo para el primer bimestre del año respecto del año anterior. Ello da una idea de cómo el mercado de automotores aún permanece estancado y **no ejercerá un impacto positivo sobre la actividad económica**. En lo que respecta a las importaciones (para todos los usos económicos), se observa que el retroceso interanual no resultó tan fuerte como en los indicadores anteriores. Apenas acumula un 2% de caída en el bimestre respecto del mismo período del año anterior. Asimismo, según el reporte del Intercambio Comercial Argentino (ICA) del INDEC, el retroceso se debió al efecto precios ya que las cantidades se incrementaron en un 11% interanual durante los meses de enero y febrero.

CUADRO 2: IMPORTACIONES VAR. % INTERANUAL

	Valor	Precio	Cantidad
Total	-2	-11	11
Bienes de capital	8	-3	11
Bienes intermedios	-13	-12	-1
Combustibles y lubricantes	-20	-39	31
Piezas y accesorios	-1	-16	17
Bienes de consumo	2	-5	8
Vehículos	67	-3	73
Resto	-26		

Fuente: IICE-USAL en base a datos de INDEC

Otro indicador que sirve como *proxy* de la demanda, y por ende de la actividad, es la recaudación por IVA. Esta mostró un crecimiento interanual por debajo de la inflación registrada tanto por CABA como por San Luis. Por lo que es de suponer hubo una fuerte merma en términos nominales en el consumo habitual de los agentes.

Finalmente, los precios medidos por la Ciudad de Buenos Aires y la Provincia de San Luis siguen avanzando a ritmos interanuales que superan el 30% y todavía no acusan el efecto de la política monetaria “contractiva”⁷ que viene ejerciendo el BCRA desde diciembre del año pasado. Por el momento, los precios se vieron impactados tanto por efecto de la devaluación al levantarse el cepo cambiario y por los ajustes tarifarios que viene imponiendo el gobierno para reducir subsidios.

3. Datos de Oferta

En lo que se refiere a los indicadores de oferta, los datos son aún menos alentadores que los de demanda. La información disponible muestra una retracción de los sectores de la construcción e industriales, representados por la industria automotriz.

CUADRO 3: INDICADORES DE OFERTA

	Enero	Febrero	Marzo	Trim. 1
Despachos de cemento (mercado interno) AFCP var. % a/a	-7,5	-9,4	-8,5	-8,4
Producción de autos ADEFA var. % a/a	-29,5	-22,6	-8,4	-18,1
Exportaciones de autos ADEFA var. % a/a	-48,4	-40,2	-37,9	-40,2
Préstamos a empresas BCRA var. % m/m	-0,1	-1,4	-1,1	-3,1 ⁽¹⁾

(1) Variación del promedio de marzo de 2016 contra el promedio de diciembre de 2015.

Fuente: IICE-USAL en base a datos de AFCP, ADEFA, CABA y San Luis.

⁷ Si bien la base continúa expandiéndose, esta lo hace a un ritmo mucho menor a lo que lo hacía durante la presidencia de Vanolli, y, dado que el fin es reducir la inflación elevando las tasas de corto plazo, la política monetaria actual es consistente con el rótulo de contractiva.

Los despachos de cemento al mercado interno, indicador adelantado del sector de la construcción, muestra un marcado descenso de 8,4% interanual en los primeros tres meses del año. Asimismo, la tasa de caída no parece mejorar a medida que avanza el tiempo con lo cual no se ve un final al descenso en este sector que es motor de la economía en general.

Por su parte, tanto la producción como las ventas al exterior de vehículos cayeron un 18,1% y 40,2% interanual respectivamente en el mismo período, en particular por la recesión actual en Brasil. Si bien, la producción declinó 8,4% en marzo reduciendo la tasa de caída, el sector está lejos de encontrar el final de su estado recesivo actual. Cabe recordar que **el año pasado la producción se derrumbó un 12% en todo el año y excepto por el mes de junio, todos los meses fueron de caídas.**⁸

Un indicador *proxy* del estado de actividad de las empresas es la evolución de los préstamos que han tomado. En lo que va del año estos han bajado consistentemente todos los meses llegando a que el primer trimestre del año cayeran 3,1% contra el cierre del año pasado⁹. Dentro de los préstamos a empresas, los documentos descontados cayeron 6,4% en lo que va del año respecto de diciembre de 2015 mientras que los adelantos crecieron 3,6%¹⁰. De esta manera, se puede suponer que la actividad de las empresas comienza a ralentizarse.

4. En suma

La escasez de datos no permite obtener un panorama completo de la situación en la que se encuentra la actividad económica. Sin embargo, los indicios obtenidos en su mayor parte por información privada es que la misma se encuentra estancada o en franco declive. Al ser un primer trimestre de ajustes macroeconómicos y no haberse sentido el efecto de las paritarias (algunas de las cuales aún deben resolverse), la actividad se vio resentida. Es de esperar que hacia el segundo semestre del año comiencen a operar algunos estabilizadores automáticos de la economía, y que tanto la entrada de capitales como la política monetaria menos expansiva comiencen a generar efectos positivos sobre la inversión y la inflación, e impacten positivamente en el crecimiento del PIB.

PANORAMA INTERNACIONAL

LA ECONOMÍA GLOBAL NO MEJORA

Jorge Viñas

Ante el deterioro del contexto internacional, los miembros de la Fed han optado por ralentizar el proceso de normalización de la política monetaria, reduciendo de cuatro a dos las subas de tasas de interés previstas para 2016. El último discurso de Janet Yellen fue en la misma dirección, señalizando la continuidad de la postura monetaria laxa. Esto favoreció el debilitamiento del dólar y la estabilización de los mercados financieros internacionales. No obstante, los estímulos monetarios siguen mostrando escaso éxito para impulsar un crecimiento económico global más vigoroso.

1. La Fed reduce las subas de tasas previstas para 2016.

En la última reunión del 16 de marzo la Reserva Federal mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios en el rango 0,25%-0,50%, en línea con las estimaciones de consenso y con lo que estaba descontado en el mercado. La información más interesante estuvo en las proyecciones de las variables macroeconómicas de EE.UU. de los miembros de la Fed, publicadas conjuntamente con el anuncio de la decisión. Las mismas reflejaron una reducción de las

⁸ Las causas de la caída en la industria automotriz son varias, entre ellas se destacan la pérdida de competitividad por la inflación y la continua devaluación que operaron en los últimos años, la depresión del mercado interno por la baja del poder adquisitivo, las trabas para importar y la caída de la economía brasileña.

⁹ Promedio de marzo de 2016 contra promedio de diciembre de 2016.

¹⁰ *Ibíd.* Ídem anterior.

estimaciones de crecimiento del PIB para 2016 y 2017, así como una disminución de la inflación proyectada para 2016 y de la inflación subyacente proyectada para 2017 (véase el Cuadro 4).

CUADRO 4: EE.UU. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE LOS MIEMBROS DE LA FED

En porcentaje	Mediana			
	2016	2017	2018	Largo plazo
<u>Crecimiento del PIB real</u>				
Actual	2,2	2,1	2,0	2,0
Diciembre 2015	2,4	2,2	2,0	2,0
<u>Tasa de desempleo</u>				
Actual	4,7	4,6	4,5	4,8
Diciembre 2015	4,7	4,7	4,7	4,9
<u>Inflación minorista</u>				
Actual	1,2	1,9	2,0	2,0
Diciembre 2015	1,6	1,9	2,0	2,0
<u>Inflación subyacente</u>				
Actual	1,6	1,8	2,0	
Diciembre 2015	1,6	1,9	2,0	
<u>Tasa de Fondos Federales (*)</u>				
Actual	0,875	1,875	3,00	3,25
Diciembre 2015	1,375	2,375	3,25	3,50

(*) Punto medio del rango

Fuente: IICE-USAL en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

Pero lo que llamó más poderosamente la atención de todos los observadores y agentes económicos fue la reducción de 50 puntos básicos (p.b.) de la tasa de Fondos Federales estimada para fines de 2016, de 1,375% a 0,875%. Esto significa que la suba total prevista para 2016 se redujo a la mitad, de 100 p.b. a 50 p.b. Si se asume que cada suba será de 25 p.b., las subas previstas disminuyen de cuatro a dos, lo que representa un enfoque más cauto de los miembros de la Fed respecto al proceso de normalización de la política monetaria.

El comunicado que acompañó la decisión de mantener la tasa y las proyecciones, expresa que el organismo continúa preocupado por el deterioro del contexto económico y financiero internacional, pese a la mejora de las condiciones financieras en las semanas previas a la reunión, destacada en el IEM del mes anterior¹¹. Para ellos, el escenario global no solo impone riesgos a la baja al crecimiento económico de EE.UU. sino que también puede tener un efecto desinflacionario no deseado, en momentos en que las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo se mantienen muy bajas. Por ahora, las autoridades monetarias no ven una amenaza en el reciente repunte de la inflación subyacente, pese a que, según admitió Janet Yellen, dicho repunte ha sido más rápido que lo esperado¹².

En su discurso ante el Club Económico de Nueva York, el 28 de marzo, Yellen reafirmó la postura monetaria más laxa, al expresar que los cambios recientes en las condiciones económicas, especialmente los sucesos en el exterior, “implican que para alcanzar nuestros objetivos de empleo e inflación, probablemente se requerirá una trayectoria inferior para la tasa de Fondos Federales a la anticipada en diciembre de 2015”. La Presidente de la Fed enfatizó la necesidad de proceder con cautela en el ajuste de la política monetaria, debido a que la capacidad de la Fed para responder a shocks adversos cuando la tasa nominal está cercana a 0 es asimétrica.

2. *La reacción benigna de los mercados financieros*

Como en otras ocasiones en que la Fed ha señalado una postura de política monetaria más laxa, la reacción de los mercados financieros ha sido en general positiva. Los principales índices de acciones de EE.UU. han recuperado totalmente las pérdidas de principios de 2016. Al cierre del 8 de abril, el índice S&P 500 acumula una suba de 0,2% en lo que va del año, ubicándose a 1,2% del máximo del año alcanzado el 1° de abril, luego del discurso de Yellen.

¹¹ Véase Jorge Viñas, “Alivio transitorio”, IEM n° 137, 15 de marzo de 2016, pág. 14.

¹² En febrero la inflación minorista subyacente ascendió al 2,3%, el nivel más alto desde abril de 2012 y por encima de la meta de 2% de la Fed a mediano plazo.

El efecto de la Fed también se sintió con fuerza en el mercado de divisas, con un nuevo debilitamiento del dólar estadounidense (USD) en términos multilaterales. Entre el 16 de marzo, fecha de la reunión de la Fed, y el 8 de abril, el Dollar Index, que refleja la variación del dólar frente a una canasta de monedas de sus principales socios comerciales, ponderadas por su participación en el comercio exterior de EE.UU., se depreció un 2,5%, acumulando una caída del 4,5% en lo que va de 2016. Del mismo modo, en el lapso transcurrido desde reunión de la Fed, el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años bajó de 2,0% a 1,7%, ubicándose cerca de los mínimos de febrero.

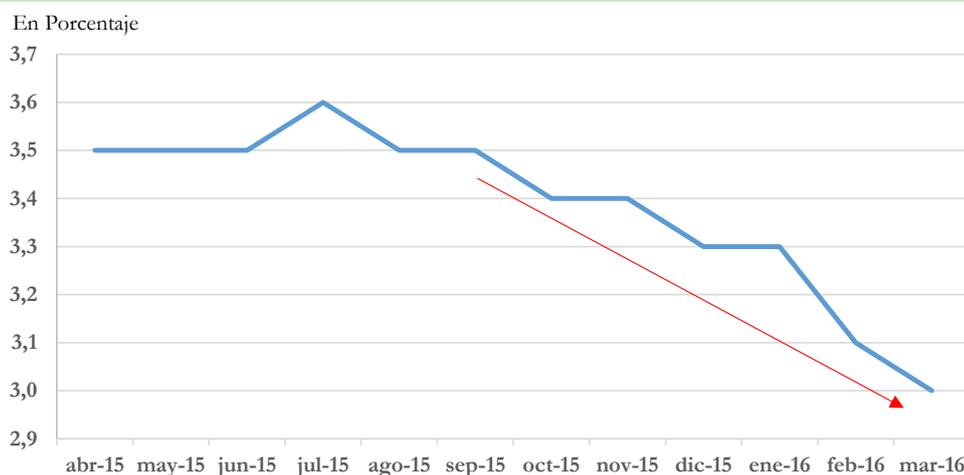
Este comportamiento del dólar y de las tasas de mercado en EE.UU. siguió configurando un escenario relativamente más benigno para los commodities y para los países emergentes, cuyas monedas mostraron síntomas de mayor estabilidad.

3. El crecimiento global prosigue a ritmo lento.

Las proyecciones de crecimiento de la economía mundial continúan sufriendo revisiones a la baja. Según en consenso de estimaciones que compila Bloomberg, el crecimiento mundial proyectado para 2016 disminuyó de 3,3% a principios de año a 3,0% en la última encuesta de principios de abril (véase el gráfico 2). La actualización de las proyecciones globales del FMI llevada a cabo en enero, arrojó un crecimiento mundial estimado para 2016 del 3,4%, respecto a 3,6% estimado en el *World Economic Outlook* (WEO) de octubre de 2015. Para esta semana se esperan las nuevas estimaciones del organismo multilateral, conjuntamente con la publicación del WEO de abril de 2016, que muy probablemente incluirán una nueva revisión a la baja del crecimiento para 2016¹³.

En EE.UU., a pesar de que el mercado laboral se mantiene firme y en marzo se advierte un repunte del sector manufacturero, el crecimiento del primer trimestre ha sido decepcionante respecto a lo que se proyectaba a principios de año. En efecto, según el consenso de Bloomberg, el crecimiento estimado del PIB del primer trimestre se redujo de 2,5% trimestral anualizado en enero de 2016 a sólo 1,2% anualizado en la última encuesta de principios de abril. El efecto rezagado de la apreciación del dólar en 2015 sobre la contribución del sector externo, ha jugado un papel clave en el deterioro del crecimiento del primer trimestre.

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL PARA 2016.



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

De todos modos, el patrón de crecimiento trimestral de la economía de EE.UU. de los años posteriores a la gran crisis financiera de 2008-2009, en los que generalmente el primer trimestre de cada año resultó muy flojo pero luego se recuperó en los trimestres siguientes, deja abierta la posibilidad de que problemas en el ajuste estacional estén sobreestimando el deterioro del crecimiento en el primer trimestre de 2016 también.

¹³ En un reciente discurso, el 5 de abril en Alemania, Christine Lagarde, Directora del FMI, reconoció que en los últimos seis meses el escenario global continuó debilitándose, como consecuencia de la desaceleración de China, la baja de los precios de commodities y las perspectivas de condiciones financieras más restrictivas en muchos países.

La mejora evidenciada por la encuesta nacional de actividad industrial ISM Manufacturing en marzo abre mejores augurios de cara al segundo trimestre. En efecto, el indicador superó la barrera crítica de 50, que divide expansión de contracción, por primera vez desde agosto de 2015, ubicándose en 51,8 respecto a 49,5 en febrero.

En **China**, las encuestas mensuales de actividad industrial también mostraron indicios de repunte en marzo. Tanto el PMI manufacturero oficial como el privado (elaborado por Caixin) mostraron avances en la última medición. En el caso del indicador oficial superó la barrera de 50 por primera vez desde julio de 2015, ubicándose en 50,2 respecto a 49,0 en febrero. En el caso del Caixin no llegó a 50 pero mostró una mejora significativa a 49,7 respecto a 48,0 en febrero. Las encuestas de servicios también tuvieron una evolución favorable. Ahora, hay que ver si los datos “duros” de actividad mensual (producción industrial, ventas minoristas, inversión fija, exportaciones e importaciones), que tuvieron un mes de febrero muy flojo, si corroboran la mejora de las encuestas de actividad en marzo.

Hasta el momento, las estimaciones del PIB del primer trimestre, que se publicará el 15 de abril, apuntan a que la desaceleración de la economía china continúa, pero de forma muy gradual. Se proyecta un crecimiento interanual del 6,7% frente al 6,8% del cuarto trimestre de 2015. Adicionalmente, se prevé que la desaceleración prosiga gradualmente, para cerrar el año 2016 con un crecimiento del PIB del 6,5%.

Por ahora, las expectativas respecto al ciclo económico de China parecen haberse estabilizado, quedando los temores a un *hard-landing*, o a una crisis de gran magnitud originada en el sector inmobiliario o en el sistema financiero paralelo, relegados a un segundo plano. Contribuye a este relajamiento la tranquilidad reciente en el frente cambiario, tanto por la incipiente apreciación del yuan frente al dólar como por la estabilización de las reservas internacionales, que en febrero tuvieron un leve repunte de U\$S 10.000 M, la primera variación positiva desde octubre de 2015.

De todos modos, dado que no hay ninguna evidencia de que los problemas de fondo hayan entrado en vías de solución, conviene estar en alerta, porque el “riesgo China” puede volver al centro de la escena en cualquier momento, como ha ocurrido en forma periódica en los últimos tres años, desde que el crecimiento de China entro en un proceso sostenido de desaceleración.

Para los países emergentes en general, y en particular para los productores de commodities, el escenario internacional menos hostil ha puesto un freno en el deterioro de las perspectivas de crecimiento. Sin embargo, las bases endeble de la mejora no permiten vislumbrar un sendero claro de recuperación.

Por el lado de los commodities, la depreciación del dólar contribuye a sostener sus los precios en el corto plazo, pero subsisten dudas respecto al balance entre oferta y demanda en los mercados de varias materias primas, siendo el petróleo el más emblemático. Frente a un exceso de oferta que subsiste y amenaza con ampliarse en 2016 por la debilidad de la demanda, todo el mundo sigue pendiente de un eventual acuerdo entre países productores para limitar el crecimiento de la oferta. Se espera una reunión prevista para el 17 de abril de la que podrían surgir novedades al respecto. Pero los incentivos de cada una de las partes interesadas en acordar un límite a la producción y, sobre todo, a cumplirlo una vez cerrado, siguen siendo endeble.

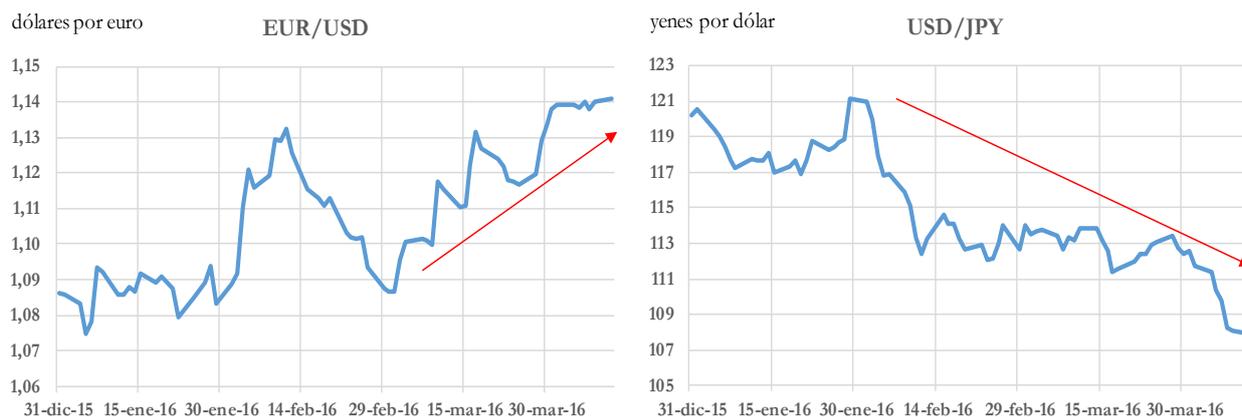
4. *Europa y Japón sufren por la depreciación del dólar.*

Como se mencionó anteriormente la depreciación del dólar propiciada por el cambio de postura de la Fed hacia un proceso de normalización de tasas de interés más lento, tuvo un efecto general positivo para los mercados financieros globales. Esto se debe a que contribuyó a estabilizar los precios de commodities y a frenar la salida de capitales de los países emergentes, fenómenos que se habían transformado en riesgos centrales para el sistema mundial.

Sin embargo, la depreciación del dólar también tiene aristas negativas, ya que neutraliza los esfuerzos de Europa y Japón para reactivar sus economías y combatir las presiones deflacionarias. Tanto el Banco de Japón (BoJ) como el Banco Central Europeo (BCE) habían anunciado entre enero y febrero paquetes de medidas monetarias no convencionales con dicho objetivo. Dado que en ambas economías los mecanismos internos tradicionales de transmisión monetaria, vía la expansión del crédito bancario, no funcionan adecuadamente, la depreciación de sus respectivas monedas, el yen (JPY) y el Euro (EUR), se ha transformado en una herramienta clave para las chances de éxito de los programas de estímulo monetario.

En este sentido, la reacción inicial a los últimos paquetes de medidas monetarias había sido auspiciosa, dado que habían conseguido revertir la tendencia a la apreciación que el JPY y el EUR mostraban antes de los respectivos anuncios. Sin embargo, el cambio de postura de la Fed decretó un final abrupto para dicho comienzo auspicioso, ya que ambas monedas retomaron rápidamente la tendencia a la apreciación frente al USD, incluso con mayor virulencia que antes de los anuncios del BoJ y del BCE (véase el gráfico 3). De esta forma, la credibilidad de los programas de estímulo monetario para conseguir reactivar la economía y sacarla de la deflación, que ya estaba en duda debido al escaso éxito de los programas anteriores, recibió un duro golpe.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DEL EURO Y DEL YEN FRENTE AL DÓLAR EN LO QUE VA DE 2016



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

El deterioro de las perspectivas económicas en la Eurozona y en Japón se ve reflejado en el comportamiento asimétrico de los mercados accionarios europeos y japoneses respecto a la evolución favorable de los mercados financieros globales. En efecto, mientras que como se mencionó anteriormente, los principales índices accionarios de EE.UU. registran una leve variación positiva en lo que va de 2016 al 8 de abril, los índices accionarios de Japón y de los países de la Eurozona acumulan fuertes pérdidas que se han acentuado desde mediados de marzo, cuando la Fed señaló una trayectoria de tasas más suave. Según las estadísticas de Bloomberg, los índices accionarios que registran las mayores caídas del 2016 son el MIB de Italia y el Nikkei de Japón, con bajas del 18,3% y del 17,9% respectivamente.

El caso de Japón parece más grave que el de Europa. Principalmente porque la situación de la Eurozona nunca llegó a los extremos de Japón, en términos de que no sufre la deflación crónica que atraviesa Japón hace más de dos décadas y, desde la salida de la crisis de deuda de los países periféricos a fines de 2012, ha logrado sostener la recuperación económica, si bien a ritmo más lento de lo deseable. Los riesgos de terminar como Japón no son triviales, pero por ahora la Eurozona cuenta con algún margen de maniobra. El principal riesgo para la Eurozona es que el bajo crecimiento económico y los problemas de competitividad asociados a un Euro apreciado, continúe erosionando el apoyo político y social al proyecto de unidad europea en los países periféricos, relativamente menos productivos.

En cambio, Japón se encuentra en una situación más delicada. La *Abenomics*, que originalmente había despertado gran entusiasmo tanto internamente como en términos internacionales, por su potencial para sacar a Japón de su estado estructural de estancamiento y deflación, muestra claros síntomas de desgaste luego de tres años y medio. El crecimiento del PIB que se aproximó al 1,5% anual en los primeros dos años del gobierno de Abe, se desinfló nuevamente en el último año y medio, en los que promedió 0,1% anual. Del mismo modo, la inflación que había conseguido trepar al 1,5% (excluyendo el impacto por única vez del aumento del impuesto al consumo en abril de 2014), desde mediados de 2015 volvió a caer a niveles cercanos a 0%, oscilando entre 0% y 0,3% desde entonces, muy lejos de la meta de 2% del BoJ.

El uso intensivo de políticas monetarias y fiscales expansivas (aunque contrarrestadas por el aumento del impuesto al consumo en 2014) con escasos resultados y la falta de avance en el promocionado “tercer vector”, el de las reformas estructurales, empiezan a hacer crecer la percepción de que la *Abenomics* se está quedando sin herramientas. Esto conlleva el riesgo de que el desencanto propicie una fuga de inversores internacionales que en los últimos cuatro

años han realizado fuertes inversiones en el mercado de capitales japonés¹⁴. La señal de desconfianza generada por la caída en el valor de los activos de los que se desprenden los extranjeros repercutiría negativamente sobre las empresas y consumidores japoneses, que reducirían aún más sus gastos.

En este contexto, la apreciación del JPY frente al USD, que acumula 10% en lo que va de 2016, aleja aún más la posibilidad de que el BoJ cumpla con su meta de inflación del 2%, mientras que la pérdida de competitividad asociada provoca un deterioro significativo de las ganancias de las empresas exportadoras japonesas, lo que seguramente llevará a una reducción de sus planes de inversión.

5. Conclusión

Una vez más, la intervención de la Fed, en este caso señalizando una trayectoria más lenta en la normalización de la política monetaria, sirvió para estabilizar a los mercados financieros globales que habían comenzado el año con fuerte volatilidad y con algunos focos potenciales de crisis en puerta, en especial en algunos países emergentes.

Pero se observa con creciente preocupación que los efectos de la política monetaria sobre la economía real son cada vez más limitados, y enfrentan contraindicaciones y efectos colaterales no deseados cada vez más severos. Los casos de la Eurozona y, principalmente, de Japón son ejemplos de la sensación de agotamiento respecto de los programas de estímulo, tornándose cada vez más urgente la necesidad de encontrar mecanismos complementarios y alternativos que permitan impulsar un crecimiento económico más vigoroso y equilibrado a nivel global.

ABENOMICS: LA APUESTA MÁS ARRIESGADA DEL CONSERVADOR JAPÓN.

Luis Ignacio Argüero¹⁵

Luego de dos décadas de estancamiento y deflación, Japón adoptó en 2012 una arriesgada política monetaria y económica a fin de volver a la senda del crecimiento. Los resultados no han sido satisfactorios, pero aun así el primer ministro Abe continúa adelante con su plan.

1. Décadas perdidas, crisis y tsunami

Luego de la crisis de 1990 y la “década perdida”, Japón entró al siglo XXI con bajo crecimiento, baja inflación y un creciente nivel de endeudamiento, sumado a otros problemas estructurales, como el envejecimiento poblacional y la baja tasa de natalidad. Las reformas estructurales implementadas por el primer ministro Junichiro Koizumi (2001-2006), que tuvieron un efecto positivo sobre el crecimiento en un contexto de mayor dinamismo global, no pudieron darle la fortaleza suficiente a la economía para lidiar con dos eventos que golpearían fuertemente a la economía de Japón: la crisis de 2008 y el terremoto, tsunami y accidente nuclear de 2011.

La crisis de 2008 redujo notoriamente las exportaciones del país y derivó en una revalorización del yen. A pesar de esto, pudo mantener el fuerte superávit comercial que caracterizó a su economía durante décadas. Parte de ese superávit se explica por el incremento de las exportaciones de alta tecnología, rubro en el cual el país presentó una balanza positiva de más de 22 mil millones de dólares en 2012. Esto es el resultado de una característica fundamental de la producción japonesa actual: productos con alto valor agregado que tienen su origen en una fuerte inversión en la producción de nuevo conocimiento (Japón destina el 3,6% de su PBI a investigación y desarrollo, la segunda mayor proporción a nivel global luego de Corea del Sur).

A pesar de estas dificultades internas, el contexto de crecimiento de las demás economías de la región ha permitido que las empresas Japonesas se expandieran por el sudeste asiático. Así, la inserción externa se convirtió en una estrategia importantísima para el crecimiento económico presente y futuro del país. El 11 de marzo de 2011 se produjo

¹⁴ Algo de este fenómeno ya se está empezando a manifestar, ya que los extranjeros vendieron US\$ 46.000 millones de acciones japonesas en lo que va de 2016, provocando la caída en el valor de las acciones mencionada anteriormente.

¹⁵ El texto está basado en el artículo de Luis Argüero "Abenomics y el arte de los arqueros japoneses", en Argüero (ed.) (2016), *Japón en el siglo XXI: visiones desde el sur*.

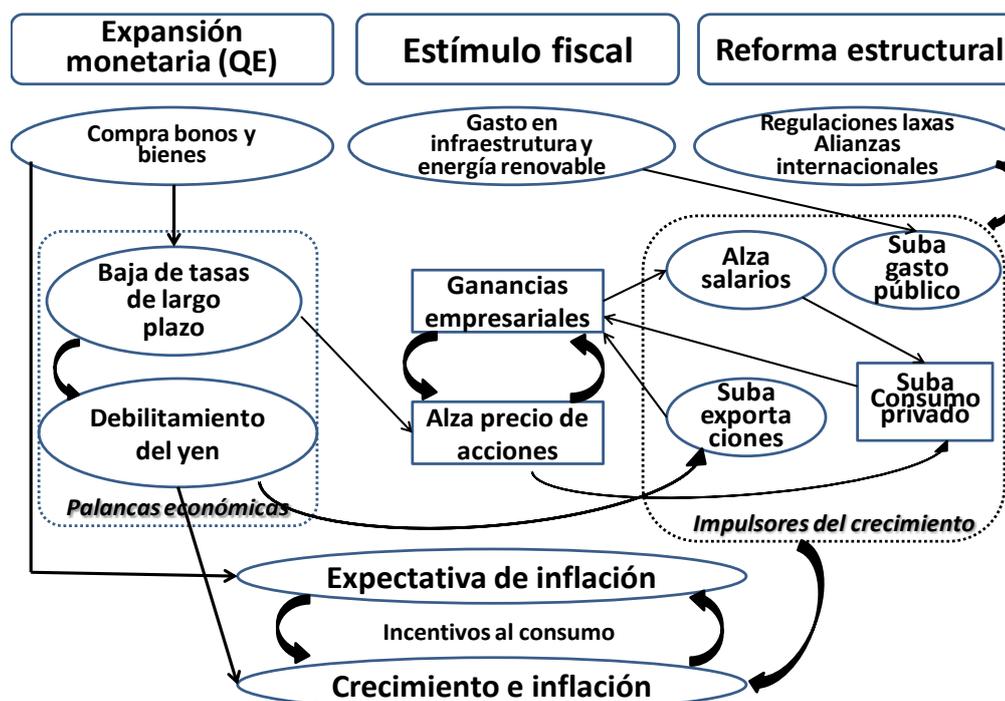
un terremoto y posterior tsunami que afectó tanto las capacidades productivas de algunos sectores de la economía como la provisión de energía: todos los reactores nucleares entraron en revisión luego del accidente de la planta de Fukushima. Japón ha debido importar una mayor cantidad de energía y eso ha llevado a una seguidilla de déficits comerciales sin precedentes en los últimos 60 años. Sin embargo, la reducción del precio del petróleo que comenzó en 2015 le ha permitido a Japón bajar sus importaciones, y su balanza comercial negativa disminuyó de un déficit de 12,8 billones de yenes en 2014 a 2,8 billones en 2015.

2. Abenomics

En diciembre de 2012, Shinzo Abe fue elegido primer ministro de Japón por segunda vez, luego de haber tenido esa posición luego de Koizumi, entre 2006 y 2007. Abe desembarcó con un plan económico que levantó el interés de los japoneses, en tanto proponía un ambicioso plan para retornar a la senda de crecimiento. Este plan (popularmente conocido con el nombre de "Abenomics") se basa en tres pilares, o lo que usualmente se denomina "tres flechas":

1. Política monetaria expansiva del banco central.
2. Un presupuesto con déficit con fuerte inversión en infraestructura
3. Desregulación para incentivar las inversiones privadas.

GRÁFICO 4: ESTRUCTURA DEL ABENOMICS



Fuente: Elaboración propia en base a King (2013)¹⁶.

El plan de Abe se diferencia de los previos intentos de retornar a la senda del crecimiento porque pone en su centro a las empresas privadas. Los anteriores pusieron a los individuos (el consumo) y al estado en el centro. El plan se basa en el presupuesto que las empresas van a trasladar sus mayores ganancias a salarios y bonificaciones para los trabajadores. Los salarios han tenido una constante tendencia a la baja desde los últimos años del siglo pasado, y el primer ministro Abe pidió públicamente a principios de 2014 que las empresas subieran los salarios. Los mecanismos por los cuales el incremento en las ganancias se trasladará a los trabajadores no han sido explicitados y la forma más efectiva ha sido la presión pública de la política japonesa a favor del incremento de salarios y bonificaciones. Si bien el gobierno

¹⁶ King, R. (2014), "It's hard to explain what Abenomics is, so we drew you a picture", <http://qz.com/70866/its-hard-to-explain-what-abenomics-is-so-we-drew-you-a-picture/>

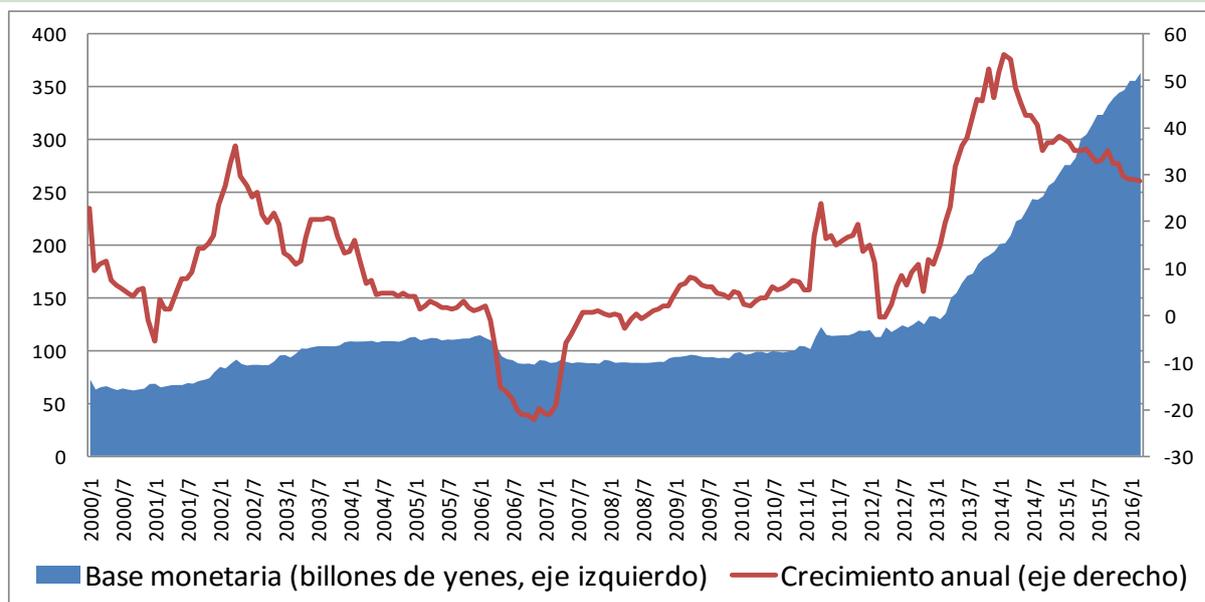
aumentó el salario mínimo, esta iniciativa tuvo un muy pequeño impacto, pues la mayoría de los trabajadores cobra más que el mínimo. Abe espera que los salarios aumenten un 3% anual, y si bien los datos de 2014 presentan un primer incremento (de 0,4%), en 2015 se llegó a un incremento mínimo (0,1%). El salario promedio ha perdido poder adquisitivo por la inflación (que en 2015 fue de 0,8%), lo que atenta contra el objetivo de lograr una inflación de 2% anual. A continuación se presentan las más importantes medidas económicas del Abenomics:

a. Política Monetaria.

El plan de Abe tiene como uno de sus objetivos y pilares la generación de inflación de 2% anual. La baja inflación, con muchos años de deflación ha sido una de las características principales de la economía japonesa post-burbuja de 1990. Tener deflación es más perjudicial para la actividad económica que una inflación moderada, en tanto los consumidores deciden posponer sus decisiones de consumo, pues en el futuro su dinero valdrá más. Lo más llamativo es que los japoneses tienen una enorme cantidad de dinero acumulada (15,5 billones de dólares en ahorros), que no es volcada al consumo ni a la inversión productiva¹⁷. La política monetaria expansiva, junto con incentivos a la inversión productiva de los ahorros, son políticas que esperan poder cambiar este proceso de atesoramiento sin inversión ni consumo.

A fin de fomentar la inflación, el Banco de Japón comenzó a tener una política monetaria expansiva, en línea con los procesos de *Quantitative Easing* visto en otras economías avanzadas. La base monetaria, que se había mantenido en niveles estables entre 2004 y 2011, comienza a partir del gobierno de Abe a ver un notorio incremento, como muestra el gráfico 5. En febrero de 2016, el Banco de Japón tomó la inédita resolución de establecer tasas de interés negativas, buscando de esta manera que el dinero guardado se “libere” y vaya a los sectores productivos y al consumo.

GRÁFICO 5: BASE MONETARIA



Nota: Último dato: marzo de 2016.

Fuente: Elaboración propia, en base a datos del Bank of Japan.

b. Fomento de la inversión

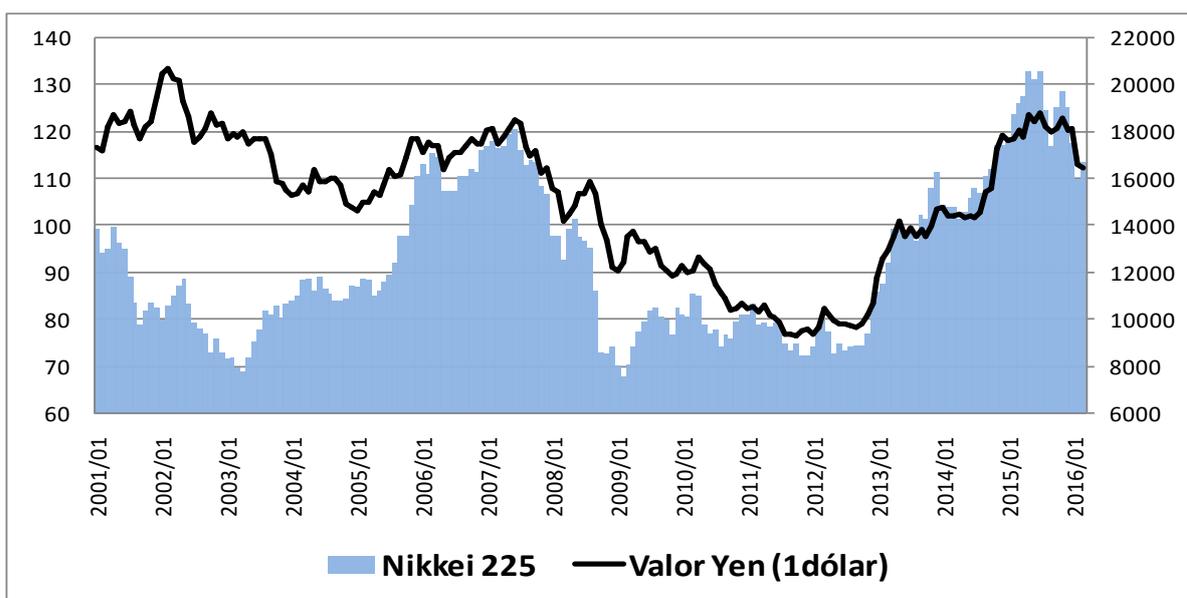
Algunas de las herramientas que ha implementado el gobierno para fomentar la inversión son:

- Nippon Individual Savings Accounts (NISA): Las NISA son cuentas especiales que tienen desgravados los pagos de dividendos y ganancias de capital en inversiones de hasta 1 millón de yenes (unos 9200 dólares

¹⁷ La mayor parte (53%) de estos fondos es mantenido en cuentas bancarias o en efectivo “bajo el colchón”. Un 16% de los activos financieros se invierte en bonos, acciones y fondos de inversión.

americanos). Se busca que los ciudadanos inviertan su dinero en activos que coticen en bolsa. Para marzo de 2014 ya se habían abierto 6,5 millones de cuentas, que totalizaron un valor de 9,2 mil millones de dólares. Para marzo de 2015, estos números se habían incrementado a 8,2 millones de cuentas y 25 mil millones de dólares y se espera que cuando se publiquen los números de marzo 2016, el número de cuentas supere los 10 millones y la inversión total crezca el 30%¹⁸. Es de notar que ha habido desde el inicio de Abenomics un incremento en el índice Nikkei 225: su nivel superó en 2015 el pico de 2007, que es apenas la mitad del récord histórico alcanzado en 1989. Sin embargo, el incremento es auspicioso y se enmarca dentro de uno de los objetivos del plan de Abe: aumentar las ganancias y el valor de las compañías japonesas.

GRÁFICO 6: ÍNDICE NIKKEI 225 Y TIPO DE CAMBIO DE YENES/DÓLAR



Nota: último dato: 31 de marzo de 2016

Fuente: Elaboración propia, en base a datos del Bank of Japan.

- Devaluación del yen: el gobierno de Abe se propone una mejora del tipo de cambio real. A través de ella, busca fomentar las exportaciones del gigante asiático y aumentar las ganancias de las empresas. Sin embargo, el contexto internacional no parece jugarle a favor a este proceso: la Reserva Federal de los Estados Unidos ha sido bastante tímida en el aumento de su tasa de interés de referencia, manteniendo pisado el valor del dólar. Por otro lado, la baja en el crecimiento de China ha atentado contra la demanda de productos japoneses.
- Mayor cantidad de préstamos para PyMEs, y especialmente a start-ups. Las PyMEs representan el 99,7% de las empresas, emplean al 70% de los empleados y crean más del 50% del valor agregado industrial del país. Japón es un país famoso por sus grandes empresas, y han sido pocas las nuevas grandes compañías que han visto la luz en las últimas décadas. Se busca garantizar un más fácil lanzamiento de oferta pública inicial. Se han establecido varios incentivos y reducciones impositivas para las inversiones de medianas empresas, especialmente aquellas localizadas en las regiones fuera de las tres grandes ciudades.
- Reducción del impuesto corporativo, que se encontraba en 38% al inicio del gobierno de Abe, y que fue reducido casi 6 puntos porcentuales para llegar a una tasa efectiva de 32,1% a marzo de 2016. Los recortes en esta tasa continuarán en el año fiscal 2016, y se espera que para marzo de 2017 la tasa sea ligeramente menor a 30%. Es de notar que más del 70% de las empresas japonesas no pagan el impuesto a las ganancias por reportar pérdidas. Esta reducción ayudaría a poner el impuesto en línea con algunos países europeos y Corea del Sur, que tiene una tasa de 25%. El mayor desafío de esta política está en cómo recaudar 3 billones de yenes (unos U\$S 28.000 M) que se perderían con la reducción del impuesto; la apuesta del gobierno es

¹⁸ El año fiscal japonés es del 1º de abril al 31 de marzo, por lo que los datos consolidados no están aún cerrados al cierre de esta nota.

que haya un incremento en la actividad y las ganancias empresariales, lo que morigeraría o suprimiría la pérdida de recaudación.

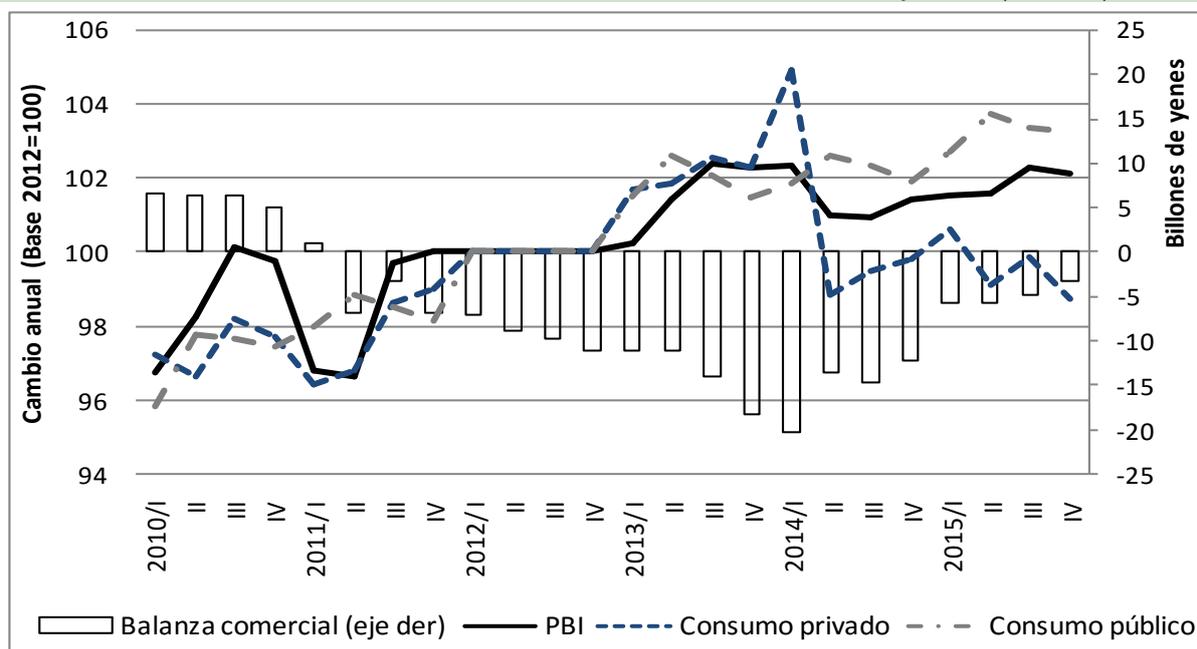
- Menores regulaciones al Fondo de Inversión de Pensión del Gobierno, lo que le permitirá financiar al estado en la construcción o renovación de infraestructura (apuntando a los Juegos Olímpicos de Tokio en 2020), lo que les dará mayores retornos al fondo y le permitirá al estado obtener financiamiento barato. Este fondo de inversión tenía en 2011 un 63% del total de sus activos alocados a bonos del Estado Japonés. En diciembre de 2015, esa proporción había bajado a 38%. Así, una porción mayor se destina a otras inversiones, como la compra de acciones de empresas japonesas. Esta política menos conservadora ha permitido aumentar los retornos del fondo de pensión, que en 2011 fueron de 2.609 mil millones de yenes y en 2014 fueron de 15.300 mil millones.

3. ¿Y el PBI?

El crecimiento del PBI de Japón continúa siendo bajo. En 2015, el crecimiento fue apenas de un 0,4%. En términos de PBI per cápita el crecimiento es mayor, en tanto el país está perdiendo población. La caída del producto bruto se basa en una reducción del consumo privado, que cayó el 2,7%. Luego del incremento del IVA de 5 a 8% en 2014 y la suba de precios al consumidor derivada de ello, el consumo se redujo, en tanto el poder adquisitivo del salario bajó, como se explica más arriba.

Sin embargo, es de esperarse que a partir de 2016 la balanza comercial de Japón vuelva a ser positiva, en tanto las importaciones de energía han comenzado a bajar debido al reinicio de reactores nucleares (a abril de 2016 ya se reiniciaron cuatro)¹⁹. Esto ayudará al crecimiento del PBI. Asimismo, se ha pospuesto para abril de 2017 un nuevo incremento del impuesto (10%), lo que evitaría otro golpe al consumo privado.

GRÁFICO 7: SALDO COMERCIAL Y CRECIMIENTO DEL PBI Y CONSUMO EN JAPÓN (2010-15)



Nota: PBI, Consumo privado y consumo público se miden con el eje izquierdo y tienen como base el año 2012.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía, Industria y Comercio de Japón.

¹⁹ En próximas ediciones del IEM se tratará con mayor profundidad la balanza comercial japonesa y la evolución de su intercambio con Latinoamérica en general y Argentina en particular.

4. *Abenomics: ¿y ahora?*

El apoyo al primer ministro Abe sigue siendo alto. Una encuesta del periódico Asahi Shimbun de abril de 2016 afirma que tiene un nivel de aprobación de 45%, cifra bastante alta teniendo en cuenta los resultados que hasta ahora ha tenido su plan económico.

El Abenomics despertó a una nación que asistía incólume a un largo proceso de estancamiento económico. El objetivo de potenciar a la economía a partir del mejoramiento de los resultados de las empresas fue algo novedoso, pero que ha mostrado que es muy difícil desde el Estado controlar lo que hacen estas compañías con los ingresos extra que obtienen por ser el centro de la política económica de Abe. A su vez, el bajo incremento salarial, aún menor que la ya baja inflación, ha llevado a una retracción del consumo.

El apoyo que sigue teniendo Shinzo Abe puede basarse en la falta de una alternativa clara a este arriesgado plan económico. De fallar el Abenomics, muchos no ven una clara respuesta sobre cómo hará la tercera economía mundial para volver al camino del crecimiento.

NOTA ESPECIAL

IN MEMORIAM: WERNER BAER (1931-2016)

Héctor Rubini

El pasado 31 de marzo falleció en una intervención quirúrgica el economista estadounidense Werner Baer, uno de los pilares de la Universidad de Illinois, donde fue docente e investigador desde 1974. Baer ha sido uno de los más profundos conocedores de la realidad económica de América Latina, y fundamentalmente de la economía de Brasil. Fue un gran promotor de la presencia de graduados argentinos y brasileños para completar sus estudios de doctorado en la Universidad de Illinois. Además cooperó activamente en la creación de los principales programas de posgrado en economía de Brasil, y en 2009 inauguró en la Universidad de Illinois el Instituto Lemann de Estudios Brasileños.

Obtuvo su B.A. in Economics en el Queen's College en 1953, la maestría en economía en Harvard en 1955, y el doctorado en economía en esta casa de estudios, en 1958. Dedicó toda su vida a dilucidar las cuestiones y desafíos del desarrollo económico relacionados con la industrialización, las obras de infraestructura y las políticas públicas, especialmente las relacionadas con la industrialización sustitutiva de importaciones, y especialmente con la de Brasil. Fue docente en la Universidades de Yale (1961-65), Vanderbilt (1965-74), e Illinois (1974-2016). Fue profesor visitante en la Fundación Getulio Vargas (Río de Janeiro), en el Instituto de Investigaciones Económicas Aplicadas del Ministerio de Planeamiento de Brasil, en el St. Anthony's College de la Universidad de Oxford, en la Universidad Johns Hopkins, en la Universidad de Salzburgo (Austria), en el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), y en el Instituto del Servicio Exterior del Departamento de Estado de los Estados Unidos. Recibió becas para investigación de la Comisión Fullbright, la Tinker Foundation y los doctorados Honoris Causa de la Universidad Federal de Pernambuco, la Universidad Federal de Ceará, y la Universidad Nueva de Lisboa, además de variados premios, medallas y distinciones del gobierno de Minas Gerais, del gobierno de Brasil, de la Fundación Joaquim Nabuco de Recife, del Ministerio de Relaciones Exteriores de Brasil, de la Asociación de Economía Brasileña, de la Universidad de Illinois, de la Universidad de Oakland, y de la Asociación de Estudios Brasileños. Integró los comités editoriales de revistas y editoriales, como World Development (del Banco Mundial), Cambridge University Presss, Latin American Research Review, Revista Latinoamericana de Historia Económica y Social, Luso-Brazilian Review, Latin American Business Review, Economía Aplicada y Emerging Markets Review.

Werner Baer fue uno de los más destacados estudiosos de la realidad de Brasil y también de otros países de América Latina. Durante su vida profesional se dedicó fundamentalmente tratar de explicar rigurosamente que la industrialización, la inversión en infraestructura y la política pública plantean para los procesos de desarrollo económico. Algunos de los trabajos de investigación más relevantes del profesor Baer fueron los siguientes:

- "The Economics of Prebisch and ECLA" *Economic Development and Cultural Change*, 10 (2), Part 1, 169-182. Enero de 1962.
- "The Puerto Rican Economy and United States Economic Fluctuations". *Working Paper*. Social Science Center. University of Puerto Rico, 1962.
- "Import Substitution and Industrialization in Brazil", con Isaac Kerstenetzky. *Working Paper*. Yale Economic Growth Center. Yale University.
- "The Inflation Controversy in Latin America: A Survey". *Latin American Research Review*, 2 (2), 3-25. 1967.
- "The Role of Government Enterprises in Latin America's Industrialization", en *Fiscal Policy for Industrialization and Development in Latin America*, (ed. por David T. Geithman), 263-281. The University Press of Florida. Gainesville FL, 1974.
- "On State Capitalism in Brazil: Some New Issues and Questions" (con Richard S. Newfarmer y Thomas J. Trebat). *Working Paper*. Institute of Latin American Studies. University of Texas at Austin, 1976.
- "Industrialization in Latin America: Successes and Failures". *The Journal of Economic Education* 15 (2), 124-135. Julio de 1984.
- "Social Aspects of Latin American Inflation". *Documento de Trabajo N° 169*. Instituto Torcuato Di Tella. Buenos Aires, 1990.

- “The Illusion of Stability: The Brazilian Economy under Cardoso”. *Working Paper*. College of Commerce and Business Administration, Office of Research. University of Illinois at Urbana-Champaign, 1999.
- “From Privatization to Re-Nationalization: What Went Wrong with Privatizations in Argentina?” (coautor: Gabriel Montes-Rojas), en *Oxford Development Studies* 36 (3), 323-337. Enero de 2008.
- “Neo-Liberalism and Market Concentration in Brazil: The Emergence of a Contradiction?” (coautor: Edmund Amann), en *The Quarterly Journal of Economics and Finance* 48 (2), 252-262. Abril de 2008.
- “Tax Burden, Government Expenditures and Income Distribution in Brazil” (coautor: Antonio Filho Galvao Jr.), en *The Quarterly Journal of Economics and Finance* 48 (2), 345-358. Abril de 2008.
- “Portfolios of the Poor: How the World’s Poor Live on \$2 a Day (Review)”, *Enterprise and Society* 11 (1), 182-185. Diciembre de 2009.
- “Argentina’s Default and the Lack of Dire Consequences” (coautores: Diego Margot y Gabriel Montes-Rojas), *Economía Aplicada* 15 (1), 131-146. Marzo de 2011.
- “Brazil as an Emerging Economy: A New Economic Miracle?” (coautor Edmund Amann), en *Revista de Economía Política* 32 (3), 412-423.
- “The Role of Foreign Direct Investments in the Development of Brazil and India: A Comparative Analysis” (coautor: Rahul A. Sirohi), en *Kyklos* 66 (1), 46-62. Febrero de 2013.
- “The Debt Crisis of Europe’s Peripheral Economies: Moral Hazard and its Consequences” (coautor: Hadi Salehi Esfahani), en *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53 (4), 315-316. Octubre de 2013.
- “The Economy of Portugal and the European Union: From High Growth Prospects to the Debt Crisis” (coautores: Daniel Dias y Joao B. Duarte), en *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53 (4), 345-352. Octubre de 2013.
- “Introduction to the Special Issue on Mercosur: Its Successes and Failures” (coautor: Atilio Elizagaray), en *Latin American Business Review*, 15 (3-4), 191-192. Junio de 2014.
- “Market Integration without Policy Integration: A Comparison of the Shortcomings of Mercosur and the Eurozone” (coautor: Edmund Amann), en *Latin American Business Review*, 15 (3-4), 327-335. Junio de 2014.
- “Real Exchange Rate and Manufacturing Growth in Latin America” (coautor: Paulo Henrique Vaz), en *Latin American Economic Review*, 23 (2), 1-17, Diciembre de 2014.

Algunos de sus libros más destacados han sido los siguientes:

- *Industrialization and Economic Development in Brazil*. Irwin, Nueva York, 1965.
- *The Development of the Brazilian Steel Industry*. Vanderbilt University Press. Nashville, TN, 1969.
- *Brazil and the Ivory Coast: The Impact of International Lending, Investment and Aid* (con John F. Due). JAI Press, 1987.
- *Export Diversification and the New Protectionism: The Experiences of Latin America* (editado con Malcolm Gillis). National Bureau of Economic Research. Cambridge MA., 1989.
- *Paying the Costs of Austerity in Latin America* (editado con Howard Handelman). Westview Press. Boulder CO, 1989.
- *United States Policies and the Latin American Economies* (con Donald Coes). Praeger, Nueva York, 1990.
- *Latin America: Privatization, Property Rights, and Deregulation. Vol. 1* (editado con Michael E. Conroy). Bureau of Economic and Business Research. University of Illinois at Urbana-Champaign, 1993.
- *The Brazilian Economy: Growth and Development*. Praeger Publishers. Westport CT, 1995. Editado 5 veces en inglés. La traducción en portugués lleva ya 3 ediciones.
- *Foreign Direct Investment in Latin America: Its Changing Nature and the Turn of the Century* (editado con William R. Miles). International Business Press, Binghamton NY, 2001.
- *Latin American Business: Equity Distortion in Regional Resource Allocation in Brazil* (editado con Geoffrey Hewings). The Haworth Press, Nueva York, 2006. Reeditado en 2014 por Routledge, Nueva York.
- *Brazil under Lula: Economy, Politics, Society under the Worker-President*. (editado con Joseph L. Love). Palgrave Macmillan. Nueva York, 2009.
- *The Economies of Argentina and Brazil: A Comparative Perspective* (editado con David Fleischer). Edward Elgar. Cheltenham (UK)-Northampton, MA, 2011.
- *The Regional Impact of National Policies: The Case of Brazil*. Edward Elgar Publishing, Northampton MA, 2012.

