

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

Editor del IEM:

Héctor Rubini

**Escriben en
este número:**

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-4813-5622
<http://fceye.usal.edu.ar>

INFORME ECONÓMICO MENSUAL IEM

18 DE FEBRERO DE 2016 – N° 136 AÑO 14

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ EL NUEVO GOBIERNO... ¿SUBESTIMÓ LA HERENCIA RECIBIDA?	2
▪ EL JUEGO DE LAS TASAS	8
▪ LA MARCHA DE LOS MERCADOS	11
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ ESCENARIO GLOBAL: RÁFAGAS DE VIENTO EN CONTRA	15
▪ DESACELERACIÓN CHINA	21
INDICADORES	25

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

- El Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires registró en enero de 2016 un aumento de 4,1%, el más alto desde febrero de 2014. Esto significa una inflación acumulada en 12 meses de 29,8%, levemente superior a la del año 2015 (27,2%).

LO IMPORTANTE

- La Directora Técnica del INDEC, Graciela Bevacqua, fue despedida por divergencias con la repentina urgencia de la conducción del organismo que desea contar con un Índice de Precios al Consumidor en 60 días. La decisión ha sido percibida como la continuidad de la práctica habitual de subordinar la elaboración y publicación de estadísticas oficiales a las presiones políticas del gobierno de turno.

LO QUE HAY QUE SABER

- El éxito inicial de la liberación cambiaria de shock se ha visto opacado por una política gradual de reformas que ha acelerado la inflación en enero. Aun cuando se descuenta la resolución del conflicto con los “holdout” por la deuda en default, no se observa un programa integral que concilie estabilización de la inflación, crecimiento económico y equidad distributiva.
- El BCRA logró esterilizar más de \$100.000 millones a costa de incrementar el costo cuasifiscal en el corto plazo y de subir la tasa de las LEBAC a 38% a fin de 2015. Si bien la tasa bajó en las sucesivas licitaciones, varios factores impiden un descenso mayor: a) el objetivo del gobierno de combatir la inflación, reduciendo la emisión monetaria, b) las expectativas de devaluación y c) las necesidades de financiamiento del gobierno.
- Los mercados de acciones y deuda soberana aún no le dan su voto de confianza al nuevo gobierno. Desde las elecciones presidenciales, las acciones y bonos de mejor desempeño respondieron más a expectativas de ajustes en el sistema financiero y de precios relativos, que a fundamentos de mercado.
- A principios de 2016, la economía global muestra síntomas preocupantes: a) debilitamiento del crecimiento en China y EE.UU., b) caída de precios del petróleo y otros commodities, c) incertidumbre respecto a los próximos pasos de la política monetaria de la Fed, y d) salida de capitales y depreciación de las monedas de los principales países emergentes. Las expectativas pesimistas condicionan negativamente las perspectivas de crecimiento para 2016.
- La tasa de crecimiento del PIB de China en 2015 fue de 6,9%, la más baja de los últimos 25 años. Según las proyecciones del FMI el gigante asiático crecería 6,3% en 2016 y 6% en 2017. China podría entrar en una etapa de ralentización del crecimiento económico para converger en el largo plazo a tasas del orden del 5%.

LO QUE VIENE

- El presidente de Francia, François Hollande, arribará a la Argentina la semana próxima, para suscribir 22 acuerdos de cooperación bilateral. A su vez, el presidente de los Estados Unidos, Barack Obama, visitará nuestro país los días 23 y 24 de marzo próximos.
- Desarrollo de las paritarias laborales en todas las actividades. Si bien el gobierno parecía dispuesto a convalidar incrementos salariales no superiores al 25% para 2016, en general se esperan aumentos de salarios entre 30% y 45%.
- Probable incremento de las tarifas de gas natural en todo el país (en torno de 300%) y de la provisión de agua potable en la ciudad de Buenos Aires (en torno del 200%).
- Se espera el cierre de las negociaciones entre el gobierno argentino y los “holdout” para el pago de la deuda en default con una quita no inferior al 25% sobre los intereses devengados a favor de los bonistas.
- Escenario expectante en Brasil. Se observa cierta estabilización del escenario político, así como de las expectativas todavía negativas respecto del crecimiento económico esperado (entre -3% y -4%) para este año.
- Autoridades de Arabia Saudita, Qatar, Rusia y Venezuela acordaron congelar la producción de petróleo en los niveles de enero pasado. Su impacto en la caída del precio ha sido por ahora nulo, aunque se espera que se sumen otros países para estabilizar el mercado de crudo.

PANORAMA DE ARGENTINA

EL NUEVO GOBIERNO... ¿SUBESTIMÓ LA HERENCIA RECIBIDA?

Héctor Rubini

El éxito inicial de la liberación cambiaria de shock se ha visto opacado por una política gradual de reformas que ha acelerado la inflación en enero. Aun cuando se descuenta la resolución del conflicto con los “holdout” por la deuda en default, no se observa un programa integral que concilie estabilización de la inflación, crecimiento económico y equidad distributiva.

1. Los primeros meses de gobierno de Mauricio Macri.

El nuevo gobierno ha mostrado avances en el proceso de reformas económicas e institucionales. La opinión favorable hacia la administración Macri se ha beneficiado tanto del hartazgo generado por la anterior administración como del cambio de estilo de gobierno y de la calidad de los funcionarios. Más allá de evaluaciones opinables, es claro para el empresariado local e inversores locales y extranjeros que no es de esperar extremismos ni decisiones improvisadas, como ha sido la regla en el período 2008-2015. La orientación de las nuevas decisiones apunta a corregir regulaciones ineficientes, reintegrar la economía al mundo, y consolidar un clima de negocios libre de un intervencionismo arbitrario y autoritario. En ese sentido, ha sido más que bien recibida la incorporación de profesionales realmente idóneos a la conducción del INDEC, del Banco de Inversión y Comercio Exterior, de la Secretaría de Comercio, y de economistas no provenientes del frente Cambiemos, como Ricardo Delgado, del Frente Renovador de Sergio Massa, y de Vladimir Werning, proveniente del banco JP Morgan.

En ese marco, la presencia de funcionarios del gobierno argentino al Foro Económico Anual de Davos (Suiza) ha sido un verdadero éxito. La Canciller **Susana Malcorra** ha logrado que después de más de una década los mandatarios de Italia y Francia (semana próxima) viajen a nuestro país a suscribir acuerdos de cooperación, **y que el Presidente de los Estados Unidos, Barack Obama, visite la Argentina los días 23 y 24 de marzo.** A su vez, el Ministro de Hacienda, **Prat Gay**, recibió del Secretario del Tesoro **Jack Lew** el anuncio de que **desde este año el gobierno de los Estados Unidos dejará de vetar el otorgamiento de créditos al gobierno argentino en el Banco Mundial y en el Banco Interamericano de Desarrollo.**

A su vez, el Secretario de Financiamiento **Luis Caputo** no sólo fue el alma mater de la operatoria por la cual varios bancos de inversión presten U\$S 5.000 M al Banco Central de la República Argentina (BCRA), sino que está mostrando firmes avances para resolver el pago de la deuda en default en el juzgado de **Thomas Griesa** en Nueva York. Las negociaciones con los “holdout” están avanzando más rápido que lo esperado en diciembre. **Ya se ha cerrado un acuerdo con bonistas italianos, y con los fondos Brecher, Montreux y EM Limited que contaban con sentencia a su favor.** Se espera que la oferta de canje de bonos en default por títulos nuevos con una quita en torno de 25% sobre intereses, sería finalmente aceptada por todos, y esto ha sido anticipado por los mercados financieros y calificadoras de riesgo. **Standard & Poor’s, por caso, ya elevó la calificación de riesgo de la deuda argentina de “CCC-” a “B-”¹.** Resolver el problema abre la puerta para financiar la brecha fiscal con endeudamiento externo. En ese caso habrá que aprovechar el acceso a financiamiento con un riesgo país sustancialmente bajo, a diferencia de la administración anterior que optó por financiar el desequilibrio fiscal fundamentalmente con emisión monetaria y en menor medida endeudamiento interno².

En materia de comercio exterior, las perspectivas para el sector agroindustrial no son tan desfavorables, en el presente escenario de derrumbe de los precios internacionales de las materias primas. A la eliminación (con algunas excepciones) de retenciones a la exportación de bienes de origen agropecuario, manufacturados y mineros, se suma una decisión favorable de diciembre pasado de la Organización Mundial de Comercio. Este organismo aprobó: en Nairobi, Kenia, **la eliminación de los subsidios a las exportaciones agrícolas en los países desarrollados a partir del 19 de**

¹ Cabe observar que la finalización de este conflicto exige el levantamiento de la medida cautelar del Juez Griesa sobre pagos a bonos “performing” inmovilizados en el BCRA, y la derogación en el Congreso de la Nación de las leyes “Cerrojo” y de “Pago Soberano”.

² De todas maneras, no ha concluido la cuantificación de la deuda flotante heredada del anterior gobierno.

diciembre de 2015, y en los países en desarrollo a partir de fines de 2018. Para el sector manufacturero, en cambio, lo más perceptible es el “viento en contra” exógeno, proveniente de la perspectiva de una caída del PIB en Brasil (en torno de 4% según el FMI), la suba de costos internos (laborales y no laborales), la persistencia de una elevada presión tributaria y la escasez de crédito barato y accesible, especialmente para las pequeñas y medianas empresas.

A su vez, en el escenario interno, el BCRA ha logrado absorber liquidez excedente del sistema financiero desacelerando el crecimiento de la base monetaria, sin comprometer la solvencia ni la liquidez sistémica del sistema financiero³. En la arena política, las negociaciones paralelas del Ministro del Interior, **Rogelio Frigerio (n.)** con gobernadores provinciales, y del titular de la Cámara de Diputados, **Emilio Monzó**, logró algo impensable apenas un mes atrás: **15 diputados kirchneristas abandonaron el bloque del Frente para la Victoria, de modo que el frente “Cambiamos” de Mauricio Macri dejaría de estar en minoría absoluta.** Esto ciertamente preanuncia un favorable escenario para intensas negociaciones de reformas legislativas que serían imposibles con una mayoría absoluta bajo control del kirchnerismo. Igualmente, la ejecución de los programas de reformas seguirá enfrentando dificultades para ordenar un aparato estatal recibido en pésimas condiciones. Si bien no es una cifra trivial el despido en 2 meses de casi 10.000 empleados públicos redundantes en la administración nacional, y algo más de 1.500 agentes en algunos gobiernos provinciales, **es un avance, pero relativamente pobre.** En los 12 años del régimen kirchnerista el incremento estimativo del plantel de empleados públicos en todos los niveles (Nación, provincias y municipios) ha sido de no menos de 2 millones de personas⁴.

En cuanto a la política de ingresos, en diciembre el Gobierno otorgó un aumento de única vez de \$400 a jubilados que perciben el haber mínimo como **único ingreso**, y a todos los beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo (AUH) y de la Asignación por Embarazo. A su vez, sobre el cierre de este informe, el Gobierno anunció el envío al Congreso la elevación del mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias sobre los trabajadores a \$30.000, retroactivo al 1° de enero⁵. También se ha anunciado la ampliación de asignaciones familiares a 1.200.000 niños, incrementando además las ya otorgadas a otros 900.000. En el mes de marzo el Poder Ejecutivo enviará al Congreso otros dos proyectos de Ley. Uno con el objetivo de extender la AUH a 400.000 hijos de aproximadamente 250.000 monotributistas, y otro para la devolución del IVA recaudado sobre la canasta básica de alimentos de beneficiarios de la AUH y para jubilados y pensionados. **Son reformas más que justificadas en procura de una mayor equidad distributiva, pero tienen un costo fiscal que se financiará inevitablemente con mayor endeudamiento público.**

Por otro lado, las autoridades comenzaron a sugerir que no se otorgarían aumentos salariales superiores al 25%, lo cual ha sido unánimemente rechazado por los gremios de trabajadores. En general estos están exigiendo aumentos salariales de no menos de 32%-35%, a lo que se suman, según la actividad pedidos de sumas fijas y bonos de fin de año. **Sin perspectivas de que acepten ajustes por productividad, y sin índice de precios publicado, no es de esperar una desaceleración de las subas salariales. Tampoco es de descartar nuevos reclamos en el segundo semestre de 2016.** Sin un acuerdo marco para moderar las presiones inflacionarias, se complicará para las autoridades contener el crecimiento del gasto público primario, y controlar una incipiente dinámica de espiral salarios-precios. Los trabajadores perciben que las subas de precios y de otros costos como los alquileres erosionan rápidamente el poder de compra. **En el caso de los jubilados, al mantenerse la fórmula de indexación jubilatoria del gobierno anterior, (el aumento a partir de marzo próximo será de sólo 15%), su situación económica se torna muy complicada.** Especialmente para quienes perciben el haber mínimo, \$4.959 mensuales a partir de marzo próximo, y deben afrontar subas de expensas de departamentos o de alquileres, y no cuentan con ayuda económica de familiares o amigos.

³ Ver, al respecto, el artículo de Gustavo Martín en este IEM.

⁴ Los datos se pueden reconstruir fácilmente a partir del libro de FIEL (2012): *Eficiencia.gob.ar. La Construcción de un Estado Moderno y Eficaz para la Argentina*. Allí se observa que entre 2002 y 2011 el número de empleados públicos aumentó casi exactamente en 1 M de personas, hasta 3,2 M. Con datos oficiales dicha fundación estimaba que para 2014 ya existían 3,5 M de empleados públicos. En el año 2015 la aceleración de contratación de agentes, solamente las provincias terminaron con un plantel de 2,1 M de empleados (ver el artículo “Señal de Época: en 12 años, empleo público creció 53%”, en <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=827531>). Esto significa un incremento de 800.000 nuevos agentes solamente en los gobiernos provinciales. las provincias.

⁵ En un contexto inflacionario y de subas salariales permanentes, el inaudito Decreto 1242 del año 2013 -que se espera que sea derogado por esta reforma- había fijado nominalmente, sin ajuste posterior, el mínimo no imponible en el salario promedio percibido entre enero y agosto de 2013. De esa forma, en los últimos dos años no pocos trabajadores con salarios relativamente más bajos pagaban más Impuesto a las Ganancias que otros con mayores salarios. Al cierre de este informe, se esperaban precisiones relacionadas con las deducciones especiales por cónyuge, hijos y sueldos y aportes de personal de servicio doméstico.

En cuanto a la lucha contra la corrupción, luego de la feria judicial de enero empezaron a presentarse, con cierta lentitud, denuncias judiciales y pedidos de procesamiento a funcionarios de segunda y tercera línea de la administración anterior. Sin embargo los ex funcionarios de mayor presencia mediática no parecen acusar recibo y continúan viajando de vacaciones al exterior, o formulando declaraciones críticas sobre el nuevo gobierno. A su vez, el episodio de la fuga de presidiarios vinculados a llamada “mafia de la efedrina” ha dejado en evidencia un inadmisibles grado de corrupción en el servicio penitenciario bonaerense y en las fuerzas de seguridad interior, que no será fácil de remover en el corto plazo.

A esto se suma una estrategia comunicacional algo riesgosa. Si bien se ha decretado el estado de emergencia nacional en seguridad interior, energía y en el sistema estadístico nacional, **no se ha explicado a la población la naturaleza, dimensión y profundidad de los estropicios heredados del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner**. Cuanto más se demore y más se extienda en el tiempo (la aplicación de decisiones de política económica impopulares, pero inevitables, el llamado “gradualismo”, **la mayoría de la población tenderá a atribuirlo a la gestión de Macri, no a la anterior**. Si bien no hay semana en que el actual gobierno no descubra nuevos pasivos ocultos, tramas de corrupción o hechos ilícitos de la anterior administración, **buena parte de la población no informada de las cuestiones de la *realpolitik*, así como los simpatizantes del kirchnerismo parecieran entender que la situación económica y política en Argentina al 10 de diciembre “no estaba tan mal”...**

Si bien el gobierno de Macri se ha focalizado en remover restricciones para la gobernabilidad y el financiamiento de inversiones para el largo plazo, la administración de los problemas de corto plazo está generando creciente incertidumbre y cierto desencanto. Si bien las encuestas de opinión todavía favorecen al actual Presidente, se observa un descenso de su popularidad vinculado, claramente, a la aceleración inflacionaria en curso. La demanda del electorado se ha focalizado desde los últimos 4 años en tres puntos fundamentales: inflación, inseguridad, y corrupción. **En la medida en que no se muestren buenos *resultados*, más que anuncios o buenas intenciones, el escenario político puede tornarse muy adverso para el gobierno.**

2. *¿Gradualismo sin plan?*

La política económica del nuevo gobierno ha priorizado el retorno a una economía de libre empresa, y el abandono de prácticas arbitrarias que desalentaron inversiones en el período 2008-2015. Esto exige el desmantelamiento de un sistema desordenado de subsidios y el ajuste hacia la suba de tarifas de servicios públicos. De acuerdo a las autoridades el impacto tendría relevancia transitoria, ya que a partir del segundo semestre se consolidaría un sendero de reactivación económica con un descenso fuerte y permanente de la tasa de inflación. **Podría admitirse esto si los ajustes de tarifas se hubieran concentrado en un solo mes o bimestre, sin dejar ajustes pendientes para el futuro, y en el marco de un programa de estabilización integral**, coherente a su vez con uno de recuperación de la inversión, del crecimiento económico y de la apertura de vacantes laborales. **La realidad indica que no existe tal plan, y tampoco intención de explicar a la sociedad (al menos hasta ahora) el real estado de la economía al finalizar el gobierno anterior**. La serie de medidas anunciadas con el objetivo de retornar a una economía mixta de mercado normal y sin autoritarismo, **todavía no califica como un plan integral de política macroeconómica**.

Una vez liberado el mercado cambiario, el BCRA inició la absorción de la emisión extraordinaria de dinero emitido que financiaba el desequilibrio fiscal. Sin embargo, esto no ha sido suficiente para contrarrestar la suba de precios de enero asociada al stock de dinero emitido por la administración anterior, el pico estacional de demanda de ese mes, y la devaluación del peso. Se ha observado un traspaso de depreciación cambiaria a inflación y un exceso de demanda de bienes y servicios atado a subas salariales estacionales y al elevado stock de dinero emitido en la gestión anterior. Sin embargo, varios anuncios y decisiones de política no han contribuido a la baja de costos de producción ni de los precios internos, erosionando la competitividad recuperada de manera transitoria con la devaluación de diciembre pasado:

- I. Eliminación de retenciones agropecuarias. Ha favorecido al sector agrícola, y su impacto favorable se notará en la industria de maquinaria agrícola y de proveedores de otros insumos. Sin embargo, ha encarecido el costo de producción para los sectores vitivinícola, avícola, tambero, y porcino. Si bien el gobierno ha otorgado un programa de ayuda a pequeños productores del sector vitivinícola y la producción tampera, en este último sector ha resultado insuficiente para compensar el aumento de costos. **Esto está poniendo en serio riesgo la viabilidad de no pocos establecimientos (especialmente de los más pequeños)**. También se percibe una situación crítica en el sector frutihortícola del Alto Valle de Río Negro.

II. Hacia el 20 de diciembre pasado el Ministro de Hacienda y Finanzas Públicas, Alfonso de Prat Gay (la autoridad máxima en materia de política fiscal, no de política monetaria ni cambiaria) anunció el lanzamiento de un esquema de metas de inflación para el mes de enero. Una semana después el Banco Central de la República Argentina publicó en su sitio web su programa para 2016⁶, donde se afirma en página 14 que “la anunciada publicación de un **nuevo índice de precios** en 2016 permitirá hacer más explícitas las pautas de inflación del Banco Central”, y en página 15 lo siguiente: “La implementación de un régimen de metas de inflación, en conjunto con una flotación administrada del tipo de cambio, permite desvincular en buena medida el comportamiento de los precios respecto de la dinámica cambiaria”. Pocos días después, en enero de 2016, se decretó la emergencia del sistema estadístico nacional de modo que por tiempo indeterminado no se publicaría el Índice de Precios al Consumidor del INDEC ni ningún otro indicador. Aun así, en la conferencia de prensa del 13 de enero de 2016 el Ministro Prat Gay anunció metas de déficit fiscal y de inflación.

CUADRO 1: PROGRAMA FISCAL Y METAS DE INFLACIÓN DEL 13/01/2016

Metas de inflación y de déficit fiscal del Ministerio de Hacienda y Finanzas	Cierre ex post	Metas para el futuro			
	2015 (estim. Ministerio de Hacienda)	2016	2017	2018	2019
Inflación (var. anual de IPC*)	27%-28%	20% - 25%	12%-17%	8%-12%	3,5% - 6,5%
Déficit fiscal (% de PIB*)	7,1%	4,8%	3,3%	1,8%	0,3%

* Luego del anuncio de la “emergencia estadística” el INDEC dejó de publicar indicadores cuyas series quedaron discontinuadas en diversos meses de 2015. No se dispone de un PIB oficial a fin de 2015. Tampoco de una serie oficial de IPC confiable. El Ministro no precisó hasta el presente qué fuente de información utilizó para la elaboración de estas metas.

Fuente: IICE-USAL, en base a la conferencia de prensa del Ministro de Hacienda y Finanzas Públicas del 13/01/2016. El contenido completo de los anuncios se encuentra en <https://www.youtube.com/watch?v=1RcVAMJAJMM>:

III. El 28 de enero el Ministro de Energía Juan José Aranguren anunció un ajuste de las tarifas eléctricas domiciliarias en Capital Federal y Gran Buenos Aires entre 150% y 900%, según niveles de consumo, pero que no sería el único. A principios de esta semana comenzó a sugerirse la eventualidad de subas de combustibles, y se espera además un fuerte ajuste alcista del gas natural (en torno del 300%) y de las tarifas de agua en Capital Federal (200%).

3. La incertidumbre no cede...

La nueva administración no ha aclarado con precisión su estrategia de estabilización de precios. Luego del éxito del abandono del cepo cambiario, varios hechos han generado no pocas luces de alerta temprana:

1. En las primeras tres semanas de la nueva gestión (diciembre de 2015) se esperaba que las exportadoras cerealeras liquiden U\$S 6.000 M, llegando a un total de U\$S 10.000 M a fin de febrero. Se llegó a U\$S 4.000 recién a fin de enero, y el ritmo de liquidación semanal está en baja. Esto indica que dadas las tasas de interés locales y extranjeras, y precios de los commodities, consideran que el tipo de cambio inferior a \$15 no es de equilibrio. Con la persistente inflación en curso, es claro que en el sector prevalece la percepción de un progresivo atraso cambiario, y expectativas de una nueva devaluación futura del peso.

⁶ “Objetivos y Planes respecto del Desarrollo de la Política Monetaria, Financiera, Crediticia y Cambiaria para el Año 2016”. Ver en http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticasyObjetivosBCRA_2016.pdf

2. El BCRA canjeó letras intransferibles por bonos del Tesoro como garantías para préstamos externos. Efectivamente logró el cierre de una operación de pase con bancos del exterior por U\$S5.000 M, pero el **Ministro de Hacienda había anunciado en diciembre una operación por U\$S 8.000 M**. Claramente no hay tanta confianza. Esto también se ha percibido en el mercado interno cuando el pasado 20 de enero el Gobierno debió declarar desierta la colocación de una serie de BONAR 2020 (cupón fijo de 8% en dólares).
3. **Si la intención de las autoridades es la de marchar hacia un régimen de metas de inflación, la autoridad monetaria debiera ser, de facto, independiente de la autoridad fiscal, y esta última abstenerse de anunciar metas inflacionarias.** Máxime cuando unos pocos días antes, el BCRA dio a entender que se requiere disponer de estadísticas de precios confiables, y el propio Ministro de Hacienda anunciara el inicio de la “emergencia estadística”.
4. **El diagnóstico oficial del cierre de los números fiscales de 2015 está en términos de un PBI desconocido.** Oficialmente el INDEC ni siquiera ha publicado una estimación al respecto. Cuesta entender (y aceptar como creíbles) las metas fiscales anunciadas, máxime cuando el único instrumento de moderación fiscal es la eliminación de subsidios a los servicios públicos de electricidad, gas y agua. **En principio, sin una fuerte baja de gasto primario, esas metas no lucen factibles.** Tampoco se entenderá su viabilidad, sin una detallada explicación de la interacción entre las demás políticas a aplicar, el comportamiento de variables internas y del sector externo, y su relación con el sendero esperable de los ingresos fiscales. Las expectativas predominantes son de un significativo aumento del endeudamiento interno para financiar el desequilibrio fiscal, que **torna inevitable el aumento de las tasas requeridas de rendimiento y de las tasas de interés.**
5. La política monetaria consiste en absorber base monetaria excedente con emisión de Letras del Banco Central (LEBAC). Progresivamente las entidades financieras han reducido el plazo de LEBAC demandadas, mientras que **la tasa de rendimiento exigida no logra perforar el piso de 30% para los plazos más cortos.** Si a la suba de tarifas eléctricas, se suman las de gas natural, agua, luego las subas salariales, combustibles y, tarde o temprano, de transporte, no será factible sostener la disciplina monetaria sin mayores tasas de rendimiento de títulos y de tasas de interés. Esto genera dos problemas difíciles de resolver:
 - a. El gobierno está atacando el problema inflacionario, esta estrategia es sustituir pasivos monetarios (base monetaria) por no monetarios, las LEBAC, a cuyo vencimiento los bancos generalmente aceptan nuevas letras, pero pueden preferir efectivo. En rigor, es sustituir emisión monetaria presente (pasivos monetarios) por emisión monetaria futura (gasto cuasifiscal por vencimiento de LEBACS). **Entre fin de 2015 y el 11 de febrero pasado se redujeron los pasivos monetarios por \$ 76.009 M, pero el stock de LEBAC emitidas aumentó por un total de \$ 124.764 M.** Cuesta entender cómo es que no se sustituyen las LEBAC por Letras del Tesoro
 - b. Si la intención del gobierno es resolver el problema de falta de inversión, y atado al mismo, de insuficientes vacantes laborales, se requiere una baja de tasas de interés. No es lo que se espera de una política de mayor rigor monetario para combatir la inflación.
6. Luego de que el IPC de la ciudad de Buenos Aires reflejara en enero una suba de 4,1%, y que el Ministro del Interior Rogelio Frigerio (n) afirmara que en 60 días se contará con un nuevo IPC, la Directora Técnica del INDEC Graciela Bevacqua fue sorpresivamente reemplazada por Fernando Cerro, ex director de Cuentas Nacionales entre 1999 y 2008. El Director del INDEC Jorge Todesca sorpresivamente pasó a afirmar que es inaceptable una demora de 6 meses para obtener un nuevo IPC, cuando un mes antes, en conferencia de prensa las autoridades del INDEC dieron a entender que su elaboración exigiría no menos de 8 meses. La razón política sería la imposibilidad de administrar las negociaciones de paritarias laborales sin un IPC oficial, y de evitar cuestionamientos legales relacionados con el pago de renta de bonos ajustables por CER. **Pero también hay otro motivo: se estaría por anunciar en abril un programa de préstamos hipotecarios indexados, y faltan justamente 60 días.** Igualmente, no han sido creíbles los argumentos en el sentido de que estas cuestiones no hubieran sido consideradas, y discutidas con Bevacqua antes de dictar el estado de “emergencia estadística”. Ciertamente esto dificultará la recuperación de la credibilidad en las estadísticas oficiales, y la necesaria coordinación de expectativas que exige un programa de estabilización. De hecho, el

anuncio de la emergencia estadística y la recomendación oficial de usar como índice de referencia al IPC de la ciudad de Buenos Aires o el de la provincia de San Luis entran en un cono de incertidumbre. Inevitablemente recrudescerán rumores sobre prematuras (e inadmisibles) pujas internas en el equipo económico, que ya empiezan a insinuarse⁷.

4. *Perspectivas*

La presentación de pronósticos para este año es un ejercicio de adivinanzas, aunque las decisiones de política y el comportamiento del escenario externo, permiten estimar un 2016 sin crecimiento económico. Si bien el rumbo elegido por la nueva administración es libre-empesista y orientado a terminar con el aislacionismo externo, la administración de la herencia recibida luce errática. A su vez, el avance de la inflación es el resultado inevitable de **la inexistencia de un programa fiscal y monetario creíble, y políticamente tolerable**.

El ajuste cambiario de shock, a su vez, no fue acompañado de un ajuste de shock de tarifas públicas. Se optó por modificar las tarifas eléctricas 40 días después, pero nada se hizo con gas natural y agua. Los combustibles aumentaron 6% en enero y está previsto otro 6% en marzo. Las paritarias laborales se negocian entre febrero y mayo, y falta un ajuste (inevitable) en transportes de pasajeros y de cargas. En un contexto así, y manteniendo el perfil de economía semicerrada, protegida y con limitada competencia interna, es imposible esperar un descenso permanente de la inflación observada y de las expectativas de inflación y de devaluación del peso. Ha de admitirse, igualmente, el éxito del nuevo gobierno en reducir (casi eliminar) la dominancia fiscal de facto, pero **dejar de financiar el fisco con emisión monetaria no basta para estabilizar los precios**. Si se quiere además adoptar un régimen de metas de inflación, se deben aplicar reformas institucionales a través de nuevas leyes (**incluida la reforma de la Carta Orgánica del BCRA**). En un régimen creíble de metas de inflación:

- a) el BCRA debe ser, de jure, y obviamente en la práctica, independiente del Tesoro, y no tener funciones que se confundan con las de un banco de desarrollo,
- b) no debe haber posibilidad de incurrir en emisión para gastos cuasifiscales (ni siquiera remunerando encajes),
- c) las operaciones de mercado abierto deben ser contra deuda del Tesoro no contra pagarés del propio Banco Central,
- d) debe existir un mercado de deuda del Tesoro en pesos, líquido, profundo, con diversidad de plazos, y con bonos cupón cero del Tesoro,
- e) la información de precios al consumidor y mayoristas (y no sólo de indicadores monetarios) debe ser transparente, creíble y pública, y
- f) no debe haber resquicios legales para resucitar la subordinación del BCRA al Tesoro.

Lamentablemente no se observan progresos ni estudios en ninguna de esas direcciones. En este contexto la elección del BCRA de impulsar créditos (y eventualmente depósitos) indexados sin estabilizar *previamente* la inflación y las expectativas inflacionarias de manera *permanente*, es pan para hoy, y hambre para mañana. Peor aún, ha trascendido también cierta intención del BCRA de resucitar la emisión de LEBAC indexadas. En este contexto exacerbará las expectativas de futura emisión, dado que el efecto monetario no será diferente al de experimentos de los años '70 y '80 como el de la Cuenta de Regulación Monetaria y el de la remuneración de encajes legales. El resultado es inevitable: paulatina pérdida de control de la base monetaria ya que la oferta monetaria pasa a ser exógena de la inflación observada y de la esperada. **Con instrumentos de ese tipo, el éxito de un régimen de metas de inflación dependerá del grado de discrecionalidad (e irresponsabilidad) de las autoridades de turno.**

La política tarifaria elegida es fragmentaria y desacoplada de la política de ingresos, limitada a paritarias laborales relativamente libres, pero sin un indicador que sirva de guía. Claramente las nuevas autoridades no ignoraban esto al anunciar la emergencia estadística, pero también las nuevas autoridades del INDEC debían tener a mano indicadores provisorios para la transición. El despido de Graciela Bevacqua es explicable por no responder a las cambiantes urgencias políticas, pero se verá con el transcurso de los meses si ha sido o no una decisión equivocada. Lo que sí es claro es que en lo inmediato, **torna poco creíble la aparente intención oficial de consolidar un Sistema Estadístico Nacional que sea creíble y libre de presiones políticas circunstanciales.**

⁷ Ver, por ejemplo, <http://www.lapoliticaonline.com/nota/95944-toma-temperatura-la-interna-entre-melconian-sturzenegger-y-prat-gay/>.

Mientras tanto, la evolución de los precios ha confirmado que estaban totalmente equivocados quienes en el segundo semestre de 2015 incitaban a la administración Macri a abandonar el cepo cambiario y adoptar una libre flotación, sosteniendo que el tipo de cambio “blue” (\$15) ya estaba “incorporado” en los precios. También confirma la visión errada de quienes en cierto extremismo sostienen que reducir la emisión monetaria es *suficiente* para controlar la inflación, frente a la evidencia de que en los primeros 40 días del año no haya cedido la inflación mientras el circulante en manos del público se redujo en \$15.000 M, y los pasivos monetarios en \$ 76.000 M. Ciertamente se podrá considerar como “buena” noticia la desaceleración del llamado **IPC Congreso**. Pero no debe olvidarse que se trata de un promedio simple de índices heterogéneos de consultoras privadas que hasta el día de hoy **siguen sin publicar en detalle sus metodologías de muestreo, construcción de índices, y recolección de la información**. De hecho, **el IPC Congreso siempre publica *tasas de variación, no niveles de ese “IPC”***.

Para concluir, al menos hasta mayo difícilmente la inflación sea inferior al 4% mensual. Sin cambios en el rumbo actual se tornará bastante improbable el logro de las metas de inflación del Ministro de Hacienda, y de otros objetivos del nuevo gobierno, como el de “Pobreza Cero”. **Es cierto que el gradualismo minimiza costos políticos y sociales en el corto plazo, pero la experiencia argentina es contundente: para derrotar a la inflación, siempre fracasó.**

EL JUEGO DE LAS TASAS

Gustavo Martín

El BCRA logró esterilizar más de \$100.000 millones a costa de incrementar el costo cuasifiscal en el corto plazo y de subir la tasa de las LEBAC a 38% a fin de 2015. Si bien la tasa bajó en las sucesivas licitaciones, varios factores impiden un descenso mayor: a) el objetivo del gobierno de combatir la inflación, reduciendo la emisión monetaria, b) las expectativas de devaluación y c) las necesidades de financiamiento del gobierno.

1. Introducción: Un BCRA dispuesto a contraer

Apenas asumieron las nuevas autoridades en el Banco Central de la República Argentina (BCRA), una de las primeras medidas fue la de terminar con los controles a las distintas tasas de interés y absorber una gran cantidad de pesos mediante subastas⁸ de Letras del BCRA, LEBACs. De esta manera, la tasa de LEBACs a 35 días se elevó a 38,01% subiendo al resto de la curva respecto de las licitaciones anteriores. Es más, la curva se invirtió con lo cual se agrava el problema de la carga de intereses ya que la mayor parte vence a plazos más cortos. Ello resultaría en mayor emisión monetaria si a corto plazo no se vuelven a esterilizar esos vencimientos, es decir fracasaría la política de esterilización y desaceleración del ritmo de crecimiento de la oferta monetaria.

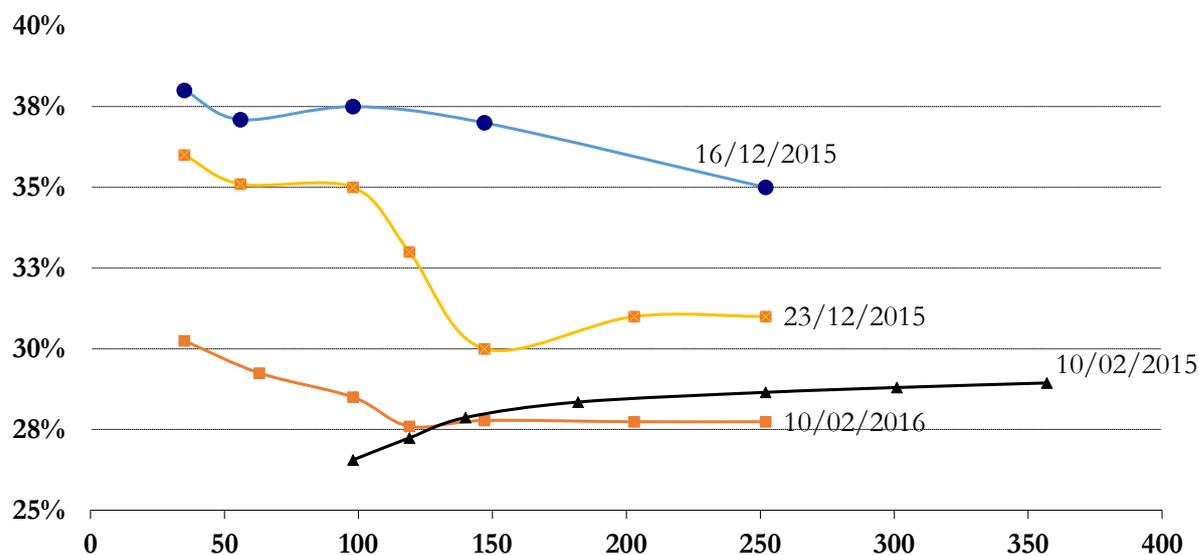
Mientras tanto, la autoridad monetaria ha logrado bajar paulatinamente la tasa la que licita sus títulos, aunque la curva de rendimientos sigue invertida y por encima de las tasas del año pasado en los plazos más cortos (ver Gráfico 1). A pesar de ello, la baja de las tasas no logra ser suficiente para inducir al sistema financiero a volcar su liquidez en otros instrumentos o en créditos al sector privado (de hecho los vencimientos de LEBACs en 2016 representan un 51% del total prestado al sector privado en pesos al 11 de febrero de 2016⁹) y aún parece existir una cantidad elevada de pesos en exceso lo que atenta contra la lucha contra la inflación.

Esto último sería el objetivo principal del BCRA plasmado tanto en el discurso inaugural de su nuevo presidente, Federico Sturzenegger, como en el documento de los lineamientos de gestión para el año 2016 de la autoridad monetaria. Para lograrlo, el BCRA debe eliminar el exceso de pesos y manejar la tasa de interés de manera que se incrementen los créditos al sector privado (elevar la demanda monetaria) al tiempo que hace política monetaria contractiva, o al menos desacelera fuertemente el crecimiento de la oferta monetaria.

⁸ Las subastas son del tipo holandesa donde los interesados ofrecen una tasa por una determinada cantidad de pesos y el BCRA elige hasta donde aceptará pagar por esos pesos.

⁹ En cifras, son \$411.464 M de vencimientos de LEBACs contra \$813.800 M de créditos totales al sector privado.

GRÁFICO 1: RESULTADOS DE LAS LICITACIONES PRIMARIAS DE LEBAC



Fuente: IICE-USAL en base a datos de BCRA.

Quando el exceso de dinero es en promedio cero (es decir cuando la oferta es igual a la demanda de dinero), el sistema financiero vuelca los pesos que captan vía depósitos en créditos. La poca liquidez sobrante suele colocarse en títulos públicos seguros como las LEBACs a tasas que en general son menores a las pasivas puesto que ningún agente financiero querría hacerse de liquidez que no pueda colocar. En estos momentos, se observa que el sistema financiero está colocando su liquidez en títulos públicos del BCRA, sobre todo a corto plazo (ver cuadro 2, en detrimento de los créditos al sector privado que cayeron desde un 37,8% variación interanual del promedio en diciembre de 2015 (con un máximo el día 18 de diciembre de 2015 con 40,4% de variación interanual) a 37,1% de variación interanual en el promedio de enero, lo que es un claro síntoma que el stock de dinero nominal está excedido respecto del stock de equilibrio. Desde que asumió su nuevo presidente, el BCRA esterilizó vía LEBAC unos \$ 115.000 M. Si bien, logró reducir el ritmo de crecimiento anual de la base monetaria desde 40% a principios de diciembre de 2015 a 23% el 10 de febrero de este año, aún le queda reducir el exceso de pesos dentro del sistema financiero, que según algunos analistas en era de \$200.000 M antes de que asumieran las nuevas autoridades del BCRA¹⁰.

CUADRO 2: DEMANDA DE LEBACS POR PLAZO (MILLONES DE \$)

Plazo Hasta vto.	Licitación			Total (a)	%
	Dec-15	Jan-16	Feb-16		
35 días	65.578	87.882	78.580	232.040	57,9%
56 días	22.298	32.318	15.873	70.489	17,6%
98 días	25.571	17.715	6.055	49.341	12,3%
119 días	6.695	5.984	2.932	15.612	3,9%
147 días	6.564	3.399	1.055	11.018	2,7%
203 días	1.841	3.405	799	6.044	1,5%
252 días	13.314	2.152	933	16.400	4,1%
TOTAL	141.861	152.856	106.227	400.944	

Fuente: IICE-USAL en base a datos de BCRA.

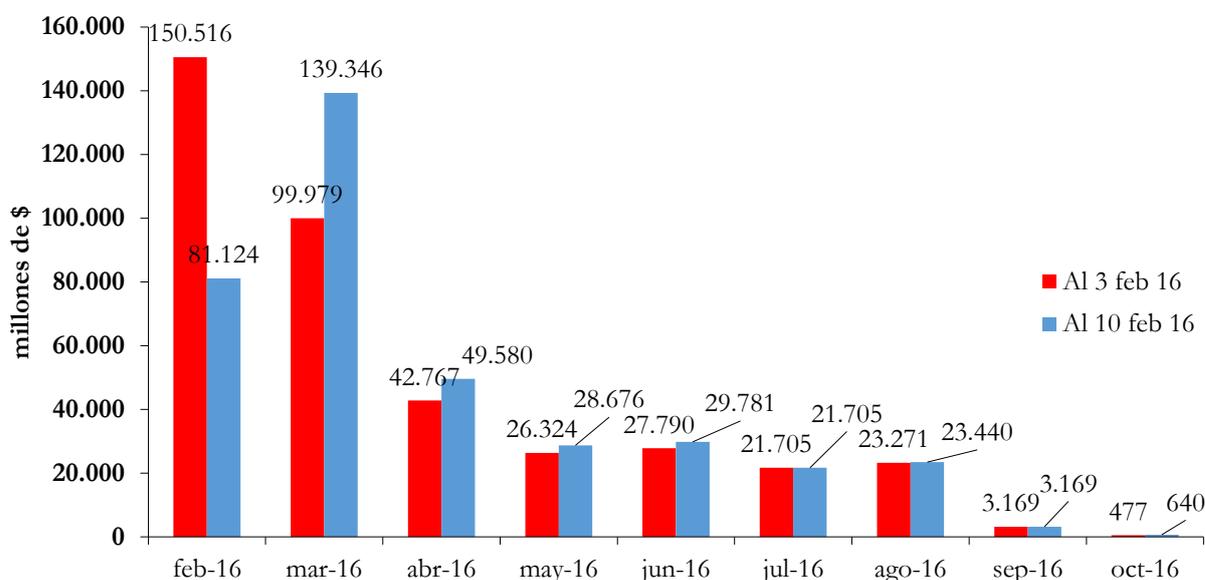
¹⁰ Ver "El Banco Central cortó el circuito de la emisión demás" Diario Noticias del 28 de enero de 2016. <http://noticias.perfil.com/2016/01/28/el-banco-central-corto-el-circuito-de-la-emision-demás/>

2. Los límites a la baja de tasas

Tasa de interés nominales e inflación son dos conceptos íntimamente ligados en la literatura económica. El saber “popular” implica que en un escenario donde se busca bajar la inflación las tasas de interés nominales deben subir, lo que atenta, en un contexto recesivo contra la estimulación del crédito al sector privado y por ende la actividad económica. Por lo tanto, si bien el gobierno planteó que reduciría la inflación paulatinamente en 4 años, existen otros límites a la baja de tasas que parecería proponerse el BCRA. En un reciente artículo en el semanario *El Economista*, Héctor Rubini analiza estos límites a partir del objetivo del gobierno de lograr un 25% de inflación anual en 2016¹¹. En particular, se resalta el hecho de que existe un límite a la emisión de títulos del BCRA para reducir la oferta monetaria dados los stocks existentes y los vencimientos en el corto plazo. Los vencimientos en febrero y marzo podrían ser dilatados hacia más adelante mediante una renovación de las LEBAC, pero eso podría impulsar una suba de las tasas incluso aunque se logran obtener mejores plazos de vencimientos que los mostrados por las últimas licitaciones (ver cuadro anterior).

En el siguiente gráfico se observa que en la licitación del 10 de febrero se redujeron vencimientos de febrero en \$69.391 M, pero aún restan reciclar otros \$81.124 M mientras que en marzo los mismos se incrementaron en \$39.367 M. No obstante, los vencimientos totales del año se redujeron de \$395.998 M a \$377.462 M y se logró reducir en 25 puntos básicos la tasa a 35 días (35,05%). La incógnita es **si en lo que queda del mes el sistema financiero tendrá la voluntad de seguir comprando LEBACs a tasas cada vez menores y si es posible a plazos más largos o si por el contrario exigirá una tasa igual o más alta, en cuyo caso en BCRA habrá encontrado un límite a la esterilización.**

GRÁFICO 2: VENCIMIENTOS DE LEBAC EN PESOS



Fuente: IICE-USAL en base a datos de BCRA.

Por lo tanto, la autoridad monetaria debe necesariamente encontrar incentivos para que el sector privado voluntariamente acepte mayores plazos y menores tasas. Una solución posible sería volver atractivas algunas estrategias financieras alternativas como los arbitrajes vendiendo dólar futuro para colocar en los títulos del BCRA. Actualmente el spread entre tasas activas y pasivas conlleva una ganancia para los inversores institucionales. Pero esto no sería una solución si no un parche. Asimismo, el déficit fiscal de aproximadamente 6% del PIB¹², y la deuda en pesos que vence

¹¹ Ver Héctor Rubini: “Inflación presente y futura: ¿la regla es la incertidumbre?” en *El Economista*, Buenos Aires, 25 de enero de 2016, y en edición online del 31 de enero de 2016 (<http://www.economista.com.ar/2016-01-inflacion-presente-y-futura-%C2%BFla-regla-es-la-incertidumbre/>)

¹² Dado que no hay cifras oficiales concretas del PIB y aún no se cerraron las cifras fiscales se tomó un promedio de algunas estimaciones privadas.

este año (los BONAC 16) requerirán de cierto financiamiento por parte del BCRA, que rondaría entre unos \$ 165.000 M a \$ 200.000 M. Esto, por cierto, atenta contra la credibilidad del objetivo de 25% de inflación, de una reducción paulatina de la misma y de una tasa de interés en descenso, ello sin siquiera incluir en el análisis al tipo de cambio ni las expectativas de devaluación.

El mismo listado de restricciones y problemas asociados para la reducción de tasas parece echar por tierra cualquier esfuerzo del Banco Central. **De esta manera, varios lineamientos y objetivos expresados por las autoridades del banco devienen en abstracto:** incrementar la demanda monetaria vía créditos hipotecarios, financiamiento productivo, ahorro privado en unidad de cuenta por mencionar los más relacionados con una tasa de interés más baja. Sin embargo, de acuerdo a cómo se desenvuelvan los hechos hasta fines del primer semestre, en rigor lograr el financiamiento externo tanto para sector público como privado y la esperada reactivación de la economía, el gobierno todavía no se encuentra derrotado. Pero **deberá ser mucho más claro en sus comunicaciones y más preciso en cuanto a sus planes** ya que el éxito del mismo no podrá ser “magia”.

3. *En suma...*

Entonces, las restricciones para coordinar las políticas monetaria, fiscal y cambiaria implicarían un límite a la baja que puedan tener las tasas de interés este año y con ello normalizar el sistema financiero para reactivar el crédito al sector privado (principalmente hipotecario y productivo como se refleja en el discurso del presidente del BCRA). Le quedan pocas cartas a un gobierno que se juega a objetivos ambiciosos durante su primer año.

Una estrategia que podría adoptar el gobierno es la de actuar sobre las expectativas aunque los resultados se den en un principio adversos. No obstante, para que tenga mayores probabilidades deberá concientizarse en que resulta necesario plantear de manera ordenada sus objetivos y los planes que tenga para llevarlos a cabo. Las restricciones resultan un cóctel peligroso para al menos cumplir con ciertas promesas como bajar la inflación y reactivar la actividad económica.

Si bien el panorama resulta incierto con la información disponible al momento, si el BCRA pudiera instrumentar tanto títulos como un sistema de ahorro en unidad de cuenta¹³ que se encuentren protegidos de la inflación, entonces las probabilidades de éxito para lograr tasas nominales más bajas se verían incrementadas. No obstante, dicho éxito se encuentra atado al índice de precios que debe elaborar el INDEC y que no estará disponible en lo inmediato¹⁴. **De esta manera, se reduce el arsenal de opciones que le quedan al BCRA. Será cuestión que la autoridad monetaria informe claramente qué objetivos tiene en mente y cómo planea alcanzarlos.**

LA MARCHA DE LOS MERCADOS

Gustavo Martín

Los mercados de acciones y deuda soberana aún no le dan su voto de confianza al nuevo gobierno. Desde las elecciones presidenciales, las acciones y bonos de mejor desempeño respondieron más a expectativas de ajustes en el sistema financiero y de precios relativos, que a fundamentos de mercado.

1. *Acciones*

El Mercado de Valores de Buenos Aires, el Merval, se movió tanto por shocks internos como externos. La fuerte caída del precio del petróleo, en los mercados de acciones de Nueva York, (Dow Jones y S&P 500) y las

¹³ Según el discurso inaugural del presidente del Banco Central, el ahorro en unidad de cuenta es un ahorro en pesos que se encuentra protegido contra la inflación lo que permite ganar una tasa real positiva.

¹⁴ Anteriormente cuando Bevaqua se desempeñaba como Directora Técnica del INDEC se estimaba que habría un indicador de variación de precios al consumidor recién pasado la mitad del año. Luego de los cambios suscitados en el organismo en el día 15 de febrero, Fernando Cerro fue designado como nuevo Director Técnico con la misión de tener un indicador dentro de los próximos 60 días. Ver <http://www.ambito.com/noticia.asp?id=827724>

reversiones de flujos de capitales internacionales (fugas de China y economías emergentes) aportaron su cuota a la caída del valor de las acciones locales. Así, el Merval evolucionó de la siguiente manera:

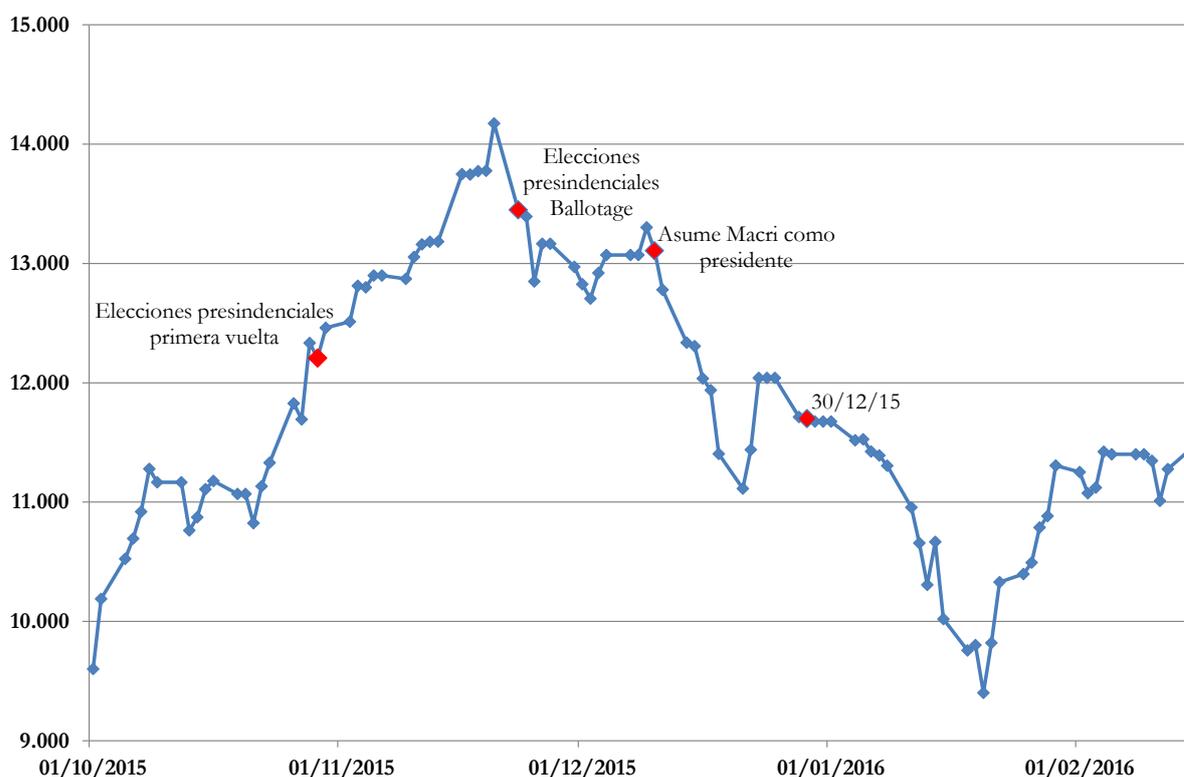
CUADRO 3: INDICE Merval, VARIACIONES % HASTA EL 15 DE FEBRERO DE 2016.

31-Dic-15	10-Dic-15 Asume Nuevo Gobierno	23-Nov-15 Ballotage	25-Oct-15 Elecciones Presidenciales
-1,9%	-12,6%	-13,0%	1,1%

Fuente: IICE-USAL en base a Bloomberg

Estas cifras muestran que el precio de las acciones se encuentra apenas por encima que antes de las elecciones presidenciales, todo un retroceso ya que en aquel momento la incertidumbre y las expectativas de continuidad del Frente para la Victoria afectaban a la baja al mercado¹⁵. Si bien el nuevo gobierno parece tener un 60% de imagen positiva¹⁶ y la confianza del consumidor se encuentra en los mismos niveles que al principio del segundo mandato de Cristina Kirchner, el mercado financiero no parece estar del todo convencido para otorgarle su confianza. Por lo tanto, el Merval continúa con un vaivén por ahora incierto.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DEL Merval



Fuente: IICE-USAL en base Bloomberg

El siguiente cuadro muestra las acciones del índice Merval25 ordenadas por su variación contra el índice. Claramente, hay un ganador y luego un pelotón de papeles que rindieron mejor que el índice.

¹⁵ Cabe aclarar que también hubo importantes shocks internacionales que afectaron la caída en todas las bolsas, entre los más destacados el derrumbe de la bolsa en China hacia mitad del año pasado y el comienzo del derrumbe en los precios del petróleo.

¹⁶ Ver <http://www.iprofesional.com/notas/227496-La-imagen-positiva-del-Presidente-cae-unos-puntos-luego-de-haber-llegado-al-70-por-desarticular-el-cepo>

También se observa que la mayor volatilidad internacional castigó los precios de las acciones en el mercado local. Sin embargo, los movimientos que se observaron tanto antes de las elecciones presidenciales como durante los últimos dos meses tienen mucho de especulativo en cuanto a la liberalización de las restricciones operantes durante el gobierno anterior, como el congelamiento del precio de las compañías de servicios o las tasas reguladas en el sistema financiero.

Una vez levantadas estas restricciones el mercado de valores operará, quizás, como uno donde es la valoración de cada empresa sea el determinante fundamental del precio de mercado de una acción, y no el posible accionar de un gobierno ya sea a favor o en contra de la libertad de mercado.

CUADRO 4: EVOLUCIÓN ACCIONES MERVAL 25, AL 15 DE FEBRERO DE 2016.

	<i>Var. % respecto de</i>		<i>52 semanas (ARS)</i>		<i>Versus Merval al</i>	
	<i>1-Feb-16</i>	<i>31-Dic-15</i>	<i>Max</i>	<i>Min</i>	<i>1-Feb-16</i>	<i>31-Dic-15</i>
Mirgor	-4,6%	41,0%	820,00	158,00	-6,0%	42,9%
Bco. Macro	7,4%	19,4%	108,00	47,55	6,1%	21,3%
Bco. Hipotecario	16,0%	19,1%	7,50	3,88	14,7%	21,0%
YPF	6,6%	13,9%	380,00	176,50	5,3%	15,8%
Grup. Fin. Galicia	6,5%	10,9%	43,45	22,00	5,2%	12,8%
Petrobras	1,2%	10,1%	9,80	6,55	-0,2%	12,0%
Pampa Energía	0,0%	9,9%	16,50	5,75	-1,3%	11,8%
San Miguel	33,3%	7,2%	56,80	25,00	32,0%	9,1%
BBVA Bco. Francés	4,3%	6,6%	130,00	62,00	3,0%	8,5%
Central Puerto	8,1%	6,4%	103,00	58,00	6,8%	8,3%
Endesa	-0,4%	4,2%	5,45	2,25	-1,7%	6,1%
Transp. Gas del Sur	0,6%	0,3%	22,20	8,20	-0,7%	2,2%
Telecom	2,0%	-0,2%	63,50	38,00	0,7%	1,7%
Distrib. Com. Norte	-7,2%	-1,6%	15,50	6,20	-8,5%	0,3%
Tenaris	6,4%	-2,8%	198,75	128,00	5,1%	-0,9%
Caputo	6,7%	-4,9%	28,00	3,90	5,4%	-3,1%
Agrometal	-2,9%	-8,1%	9,36	1,79	-4,2%	-6,2%
Comercial del Plata	-1,5%	-9,2%	4,05	2,07	-2,8%	-7,3%
Molinos Rio de la Plata	0,7%	-9,6%	103,50	30,00	-0,6%	-7,7%
Transener	-8,2%	-11,1%	9,40	4,15	-9,6%	-9,2%
Molinos Juan Semino	-2,3%	-13,5%	5,40	1,55	-3,6%	-11,6%
Cresud	3,8%	-14,6%	21,00	11,50	2,5%	-12,8%
Siderar	-8,2%	-15,4%	10,50	4,80	-9,5%	-13,5%
Petrobras Bras.	-1,0%	-19,1%	61,95	19,30	-2,3%	-17,2%
Aluar	-8,7%	-26,4%	13,45	6,33	-10,0%	-24,5%
Burcap	2,1%	-0,4%	42.221,18	23.943,00	0,8%	1,5%
Merval	1,3%	-1,9%	14.597,20	8.659,59	0,9%	-13,5%

Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg.

2. Bonos soberanos

Respecto de los bonos soberanos, aquellos cuya cotización más se incrementó respecto de cualquiera de los días de referencia (elecciones presidenciales, ballottage, asunción presidencial, fin del año pasado) son los ligados a la cotización del dólar los BONAD 16, 17, 18, los DISCOUNT y PAR (todas las especies), y el PR13. Que son aquellos que fueron comprados bajo el supuesto de un rápido retorno al equilibrio macroeconómico y de ajuste en los precios relativos.

CUADRO 5: EVOLUCIÓN BONOS SOBERANOS AL 15 DE FEBRERO DE 2016

Instrumento	Vto.	Tasa Cupón	Precio		Rendimiento YTM	Var. % respecto de precio el				
			Tipo	Medio		31- Dic-15	10- Dic-15	23- Nov-15	26- Oct-15	
USD										
Bonar 2017	17-Apr-17	7,00%	Drty	\$ 102,47	7,00%	-0,35%	2,00%	3,75%	2,85%	
Global 2017	02-Jun-17	8,75%	Drty	\$ 112,00	6,40%	0,00%	0,45%	0,90%	2,52%	
Bonar 2018	29-Nov-18	9,00%	Drty	\$ 113,00	4,77%	0,00%	4,63%	0,89%	1,80%	
Bonar 2020	08-Oct-20	8,00%	Drty	\$ 105,25	7,51%	2,68%	4,73%	4,73%	0,72%	
Bonar 2024	07-May-24	8,75%	Drty	\$ 107,27	7,82%	0,90%	3,42%	5,20%	1,20%	
Disc (Leg. Arg.)	31-Dec-33	8,28%	Cln	\$ 105,38	7,77%	3,82%	6,98%	6,71%	12,55%	
Disc (Leg. Int.)	31-Dec-33	8,28%	Cln	\$ 115,50	6,57%	0,87%	1,87%	1,09%	5,72%	
Par (Leg. Arg.)	31-Dec-38	2,50%	Cln	\$ 62,50	7,59%	1,63%	5,93%	1,63%	10,62%	
Par (Leg. Int.)	31-Dec-38	2,50%	Cln	\$ 64,25	7,35%	2,49%	3,21%	1,42%	1,98%	
Pesos + CER (en \$)										
Bogar 2018	04-Feb-18	2,00%	Drty	\$ 126,15	3,04%	-3,28%	-3,71%	-6,28%	-3,34%	
Pr 13	15-Mar-24	2,00%	Drty	\$ 343,50	2,74%	-1,72%	-0,87%	3,46%	17,44%	
Disc	31-Dec-33	5,83%	Drty	\$ 527,95	4,53%	0,37%	-0,15%	4,32%	27,99%	
Par	31-Dec-38	1,18%	Drty	\$ 249,94	3,71%	-0,22%	11,83%	7,50%	43,28%	
Pesos ajustados por BADLAR										
Bonar 2019	11-Mar-19	28,92%	Drty	\$ 104,75	32,68%	0,42%	-0,99%	-5,63%	4,44%	
USD Linked										
Bonad 2016	28-Oct-16	1,75%	Drty	\$ 1.402	8,52%	8,77%	5,97%	9,83%	21,91%	
Bonad 2017	22-Feb-17	0,75%	Drty	\$ 1.358	8,48%	9,07%	3,65%	7,35%	18,08%	
Bonad 2018	18-Mar-18	2,40%	Drty	\$ 1.307	8,64%	10,76%	0,54%	9,83%	11,42%	

Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg.

Los bonos que más se beneficiarían de un arreglo del conflicto con los holdouts son los DISCOUNT y PAR por ser aquellos de mayor duración y por lo tanto fueron los más castigados debido al conflicto. No obstante, estos instrumentos todavía se encuentran lejos de ser medios de ahorro y continúan siendo índole especulativa. De esta manera, se entiende que al primer signo de desconfianza de los agentes financieros los precios de los mismos serán castigados con fuertes bajas.

En suma, lo que se observa es que los mercados de acciones y deuda soberana aún no le dan un voto de confianza al nuevo gobierno. Tanto los precios de las acciones como los bonos que más han subido tienen que ver con las expectativas de ajustes en el sistema financiero y ajustes de precios relativos.

ESCENARIO GLOBAL: RÁFAGAS DE VIENTO EN CONTRA

Jorge Viñas

A principios de 2016, la economía global muestra síntomas preocupantes: a) debilitamiento del crecimiento en China y EE.UU., b) caída de precios del petróleo y otros commodities, c) incertidumbre respecto a los próximos pasos de la política monetaria de la Fed, y d) salida de capitales y depreciación de las monedas de los principales países emergentes. Las expectativas pesimistas condicionan negativamente las perspectivas de crecimiento para 2016.

1. Introducción

Los mercados financieros comenzaron el año con el pie izquierdo. Los principales índices accionarios de EE.UU., el S&P500 y el Dow Jones, registraron uno de los peores comienzos de año de su historia, con caídas del 9,0% y 9,5%, respectivamente entre el 31 de diciembre de 2015 y el 20 de enero de 2016. En el resto del mundo, la mayoría de los mercados de acciones, tanto desarrollados como emergentes, sufrieron pérdidas similares o aún peores

El precio del petróleo aceleró su caída, hasta tocar un mínimo de 26 U\$S/barril, el nivel más bajo desde el año 2002. Otros commodities acompañaron la caída del petróleo. Desde el 20 de enero hasta fin de mes la situación pareció estabilizarse, pero desde principios de febrero hasta el 11 de febrero recrudecieron las caídas, para finalmente experimentar un nuevo rebote el viernes 12 de febrero, reflejando un contexto de volatilidad inusualmente alta. A continuación se presentan las variaciones de los principales mercados en lo que va de 2016 al 12 de febrero:

CUADRO 6: PERFORMANCE DE MERCADOS FINANCIEROS. AÑO 2016

En Porcentaje							
Índices de Acciones País			Commodities		Monedas (*) País		
		Var. al 12/02/16		Var. al 12/02/16			Var. al 12/02/16
S&P 500	EE.UU.	-8,8	Petróleo WTI	-20,5	Peso	México	9,9
Dow Jones	EE.UU.	-8,3	Petróleo Brent	-10,5	Real	Brasil	1,0
Eurostoxx	Europa	-15,6	Cobre	-5,0	Peso	Colombia	6,6
Nikkei	Japón	-21,4	Soja	0,8	Rublo	Rusia	6,1
Shanghai Comp	China	-22,7	Trigo	-2,7	Rupia	India	3,2
Bovespa	Brasil	-6,4	Oro	16,9	Won	Korea	3,4

(*) Cotización frente al USD. Variaciones positivas representan depreciación frente al USD
 Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

En este contexto los bonos soberanos de los países desarrollados, junto con el oro (sube 16,9% en lo que va de 2016), volvieron a ser refugio para los inversores, lo que provocó un nuevo descenso en las tasas de interés a mediano y largo plazo, **sobresaliendo la caída de la tasa del Bono del Tesoro japonés a 10 años valores nominales negativos por primera vez.** En forma opuesta, recrudeció la salida de capitales de mercados emergentes, lo que impulsó al alza los rendimientos de los bonos soberanos y corporativos así como una nueva ronda de depreciación de sus monedas.

A continuación se enumeran los diversos factores que se conjugaron para provocar este súbito deterioro en las condiciones financieras globales, que alimenta expectativas pesimistas y condiciona el desempeño económico para los próximos trimestres.

2. China: la salida de capitales limita el margen de maniobra de la política económica.

El proceso de desaceleración del crecimiento y cambio de perfil económico que está atravesando China se ha convertido en forma recurrente en un factor desencadenante de episodios de correcciones fuertes y alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Pero recientemente se ha sumado un elemento “nuevo” que amplifica los riesgos para la economía china así como su efecto desestabilizador para la economía mundial: la creciente salida de capitales desde este país.

Se trata de un fenómeno que comenzó a mediados de 2014, pero que cobró intensidad en el segundo semestre de 2015, cuando alcanzó U\$S 420.000 M, de acuerdo a las estimaciones del IIF¹⁷. Para enero de 2016 la salida estimada de capitales ascendió a U\$S 119.000 M, con tendencia creciente.

Lo que despierta mayor preocupación es que la intensificación de la salida de capitales se da a pesar de que las autoridades chinas adoptaron medidas para endurecer el control de capitales¹⁸. En efecto, entre octubre de 2015 y enero de 2016, se tomaron las siguientes medidas en este frente:

- 1) imposición de un encaje del 20% a los bancos por sus ventas de contratos futuros de divisas a clientes,
- 2) extensión a los depósitos de yuanes en bancos *off-shore* de los encajes mínimos para todos los depósitos internos,
- 3) suspensión temporaria de tres bancos extranjeros para operar en el mercado local de cambios,
- 4) nuevas reglas que impiden a los individuos usar el cupo mensual (U\$S 50.000 por persona) que otros no hayan usado, y
- 5) presión sobre los inversores institucionales locales para que repatrien sus inversiones en el extranjero.

Estas decisiones colisionan con el objetivo estratégico de liberalizar la cuenta capital para que el yuan se convierta en una divisa de primer orden internacional. Pero por medio de los controles de capital, las autoridades pretenden retomar margen de maniobra para aplicar políticas expansivas a nivel interno, buscando estimular un nivel de actividad que sigue dando síntomas de debilidad.

Desde agosto de 2015, cuando el tipo de cambio pasó de 6,20 a 6,40 yuanes por dólar, una devaluación instantánea del 3,2%, las medidas expansivas de política monetaria (baja de tasas de interés y reducción de encajes bancarios), han alimentado expectativas de devaluación y han acelerado la salida de capitales, neutralizando el efecto expansivo de las medidas sobre el nivel de actividad interno.

Las limitaciones para emplear las medidas convencionales de política monetaria, llevó al Banco Popular de China (BPCH) a recurrir a herramientas de inyección de liquidez extraordinaria de corto y mediano plazo, para evitar problemas de liquidez en el sistema financiero, en especial al acercarse los feriados por el Año Nuevo Lunar. A través de estos mecanismos, el BPCH inyectó 600.000 M de yuanes, efecto similar al que se hubiera logrado con una reducción de encajes bancarios de 0,50%.

Una opción siempre latente para reducir los incentivos a la salida de capitales y frenar el drenaje de reservas¹⁹ es una devaluación a gran escala, que en principio eliminaría cualquier percepción de atraso cambiario y desalentaría la salida de capitales. Por ello, cuando en la primera semana de enero el tipo de cambio pasó de 6,49 a 6,59 yuanes por dólar, enseguida se encendieron las alarmas en el resto del mundo, porque se podía considerar como el inicio de un proceso devaluatorio de mayor magnitud.

La reacción negativa en los mercados financieros globales fue instantánea, dado que una devaluación implicaría que China vuelve a exportar deflación al resto del mundo. Sin embargo, tras ese movimiento de principios de año, las autoridades volvieron a estabilizar el tipo de cambio, que ha permanecido en un rango acotado desde entonces (véase el gráfico 4).

¹⁷ Institute of International Finance, “Tracking China’s Capital Flows: The IIF Framework”, 9 de febrero de 2016. Disponible para suscriptores en <https://www.iif.com/publication/capital-flows/tracking-china-s-capital-flows-iif-framework>.

¹⁸ Quizás esto no sea tan sorprendente para aquellos que han vivido experiencias similares recientemente. En este aspecto, pueden encontrarse algunas semejanzas entre el caso chino y la política económica argentina en el período 2011-2015.

¹⁹ En enero las reservas cayeron U\$S 100.000 M de dólares adicionales a U\$S 3,23 billones, acumulando una caída de U\$S 760.000 M desde el máximo de julio de 2014.

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO YUAN/DÓLAR EN EL ÚLTIMO AÑO.

Yuanes por dólar



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

3. EE.UU.: datos contradictorios e incertidumbre sobre la política monetaria de la Fed.

La evolución reciente de la economía de EE.UU. está enviando señales contradictorias. Por un lado el mercado laboral ha seguido evolucionando favorablemente, con un ritmo sostenido en la creación mensual de empleos y una caída del desempleo al 4,9% en enero de 2016, el nivel mínimo del ciclo actual. Esto ha llevado a que la percepción de capacidad excedente en el mercado laboral haya disminuido sensiblemente, pese a que todavía la tasa de participación laboral está muy lejos del nivel pre-crisis. Esta percepción se ha visto reforzada por síntomas incipientes de presiones salariales, como lo refleja el crecimiento de los ingresos promedio por hora, que se aceleró al 0,5% mensual en enero y se ubica en 2,5% interanual, en los máximos recientes y con tendencia alcista.

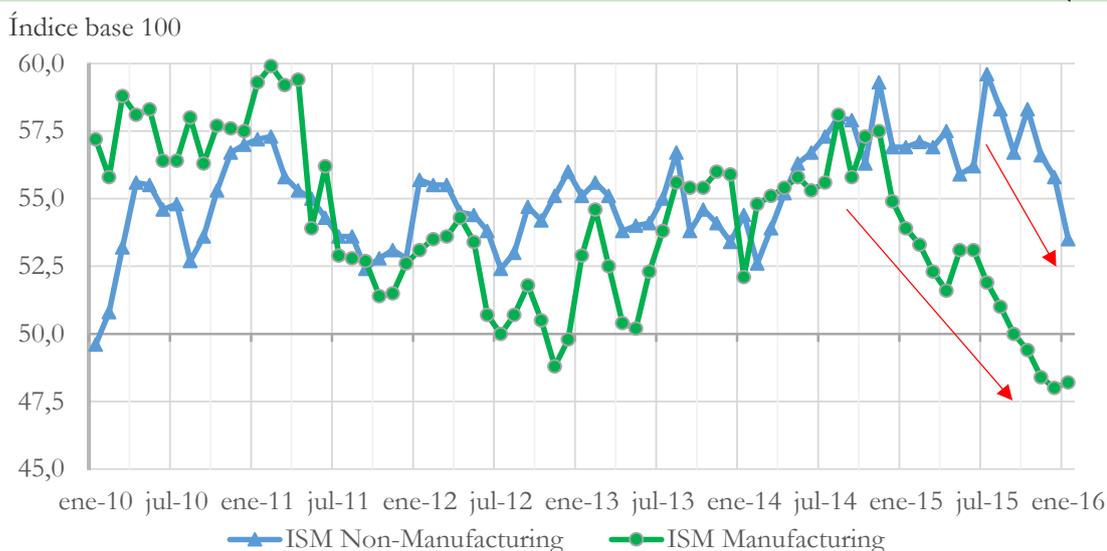
La fortaleza del mercado laboral se ve en buena medida dissociada del comportamiento de la actividad económica en general, que desde el último tramo de 2015 viene dando muestras ostensibles de desaceleración. El PIB del cuarto trimestre de 2015 registró un crecimiento anualizado del 0,7%. El consenso según Bloomberg se ubicaba en el 0,9%. El consumo sigue siendo el principal motor de la economía estadounidense, aunque no ha alcanzado las expectativas de quienes apostaban por una reacción más fuerte en base al efecto positivo sobre el ingreso disponible de la baja de precios de los combustibles.

En cambio, la inversión corporativa y el sector externo (exportaciones netas de importaciones) han tenido contribuciones negativas al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, de 0,5 y 0,2 puntos porcentuales (p.p.), respectivamente. **En ambos casos hay una influencia directa del flojo desempeño de la economía global y del fortalecimiento del dólar.** Por un lado, la debilidad de la demanda externa y la pérdida de competitividad por la apreciación del dólar han dañado la performance de las exportaciones. Por otro lado, la caída de las ganancias corporativas²⁰ ha llevado a muchas empresas a reducir sus planes de inversión, mientras que el derrumbe del precio del crudo ha tornado económicamente inviables muchos proyectos de explotación no convencional de hidrocarburos, lo que derivó en una contracción drástica de la inversión en el sector de petróleo y gas.

²⁰ En el cuarto trimestre de 2015, las ganancias de las empresas que componen el índice S&P 500 registraron una caída interanual del 8%. Las mayores caídas se concentran en el sector energético y de materias primas, como consecuencia directa de la caída de precios. Pero aun fuera de estos sectores, las ganancias muestran una tendencia desfavorable, lo que se explica en buena medida por la merma en la contribución para las multinacionales de las ganancias obtenidas en el exterior, provocada por la pérdida de dinamismo de la economía global y por el efecto de la apreciación del USD.

Los primeros datos disponibles del primer trimestre de 2016 apuntan a que la tónica del cuarto trimestre de 2015 no se ha modificado fundamentalmente. Las encuestas ISM Manufacturing y Non Manufacturing²¹ de enero siguen reflejando un sector industrial con sesgo contractivo, mientras que los sectores de servicio se sostienen relativamente mejor, aunque también muestran signos de desaceleración (véase el gráfico 5). En conjunto, la economía de EE.UU. continúa sin mostrar gran dinamismo, por lo que las proyecciones de crecimiento para el primer trimestre de 2016 se ubican en torno al 1,5%, lo que constituiría una mejora respecto al trimestre anterior.

GRÁFICO 5: ENCUESTAS DE ACTIVIDAD ISM MANUFACTURING & NON-MANUFACTURING (EE.UU.)



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Con esta información disponible, la Fed se enfrenta a una disyuntiva en la ejecución de la política monetaria. Hay que recordar que en diciembre decidió comenzar el proceso de normalización de las tasas de interés como una suba de 0,25%, llevando la tasa de Fondos Federales a un rango de 0,25-0,50%. En dicha decisión privilegió la fortaleza del mercado laboral y el impulso positivo que el aumento de la masa salarial, tanto por aumento de horas trabajadas como por una incipiente mejora salarial, puede darle a la demanda interna. Por el momento, dejó de lado las consideraciones respecto al estado de la economía global y al efecto negativo para el sector industrial de la apreciación del USD. Las proyecciones de los miembros de la Fed publicadas conjuntamente con la decisión de diciembre, señalizaban una trayectoria de tasas de interés que contemplaba hasta 4 subas de 0,25% hasta fines de 2016.

Luego de una aparente estabilización a fin de 2015 de las variables externas más relevantes (dólar, petróleo, actividad económica y mercados de China) en los primeros días de 2016 todo el escenario económico-financiero global dio un vuelco para peor. Por ello, tras la reunión de enero en la que mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios como se esperaba, la Fed emitió un comunicado algo dubitativo, en el que sigue repitiendo que las mejoras del mercado laboral ameritan continuar con el plan de normalización gradual de la política monetaria, pero volviendo a introducir el factor externo como potencialmente capaz de llevar a una reevaluación de la estrategia. Así mismo, insistió como viene haciéndolo desde mediados del año pasado, en la supeditación de sus decisiones futuras a los datos económicos que vayan surgiendo (“*data-dependancy*”).

Este cariz impreciso y condicional de la comunicación de la Fed sobre los próximos pasos de la política monetaria desconcierta a inversores y agentes económicos, acostumbrados a una señalización más firme por parte de la máxima autoridad monetaria. **Esto provoca inevitablemente un aumento de la incertidumbre y de la volatilidad de los mercados financieros.**

²¹ Son las encuestas de actividad manufacturera y de servicios con alcance nacional, de mayor difusión y utilización para evaluar el nivel de actividad corriente en la economía de EE.UU. Se basa en las respuestas de un amplio número de empresas de representativas de todos los sectores económicos. En ambos índices, el nivel crítico de 50 marca la división entre expansión (índice mayor a 50) y contracción (índice menor a 50).

En este contexto, el panorama se tornó aún más complejo tras la publicación del reporte de empleo de enero. Si bien la creación mensual de empleos se desaceleró a 151.000, respecto a un promedio mensual de 235.000 en el segundo semestre de 2015, la caída de la tasa de desempleo y el aumento de los ingresos promedio por hora encienden una luz amarilla que podría limitar el margen de maniobra de la Fed hacia adelante.

4. *Petróleo. Exceso de oferta y efectos colaterales no deseados.*

Durante buena parte de 2015, el fenómeno de la caída del precio del petróleo era atribuible en mayor medida al crecimiento de la oferta. Pese a la debilidad del crecimiento económico mundial, la demanda global de crudo y sus derivados mostró un crecimiento sólido hasta el tercer trimestre de 2015. Según la Agencia Internacional de Energía (IEA por sus iniciales en inglés), el crecimiento de la demanda de petróleo alcanzó 2,1 M de barriles diarios (mb/d) en el tercer trimestre de 2015, el mayor crecimiento en 5 años. El año 2015 cerró con un crecimiento de la demanda de 1,6 mb/d, superior al 1,0 mb/d del año 2014. Sin embargo, la oferta global siguió creciendo por encima de la demanda, alcanzando 2,4 mb/d en 2015. Esto implicó que los inventarios continuaran acumulándose, presionando los precios a la baja. Desde este punto de vista, se consideraba que la caída del precio del crudo, si bien implicaba una gran transferencia de recursos de los países productores hacia los países consumidores, **para la economía mundial en su conjunto constituía un shock positivo de oferta, con consecuencias benéficas sobre el crecimiento global a mediano plazo.**

Sin embargo, por el momento dicho efecto benéfico no se ha manifestado en plenitud. Una de las razones por la escasa reacción del crecimiento global ante la baja del precio del crudo es que los consumidores de los países desarrollados, que se encuentran entre los principales beneficiarios debido al impacto positivo sobre el ingreso disponible similar a una reducción de impuestos²², no han aumentado sus gastos de consumo en la medida de las proyecciones más optimistas. Por el contrario, el efecto principal parece haber sido un aumento del ahorro.

Por otra parte, la profundización de la caída del precio del petróleo empieza a generar efectos colaterales no deseados, que tienden a aumentar los costos globales de dicho fenómeno, opacando los beneficios. **El deterioro del nivel de actividad y de las condiciones financieras de los países exportadores y el creciente riesgo de insolvencia en las empresas del sector energético, están empezando a tener ramificaciones preocupantes, empezando por la salud de aquellas entidades financieras con mayor exposición a dicho sector. A través de este canal vuelve a aparecer el riesgo sistémico** que puede transformarse en un círculo vicioso para un sistema financiero y una economía global altamente interconectados.

Para peor, según las estimaciones más recientes de la IEA, la demanda global de crudo empezó a aflojar en el cuarto trimestre de 2015 y las perspectivas para 2016 son de un menor crecimiento que en 2015 (1,2 mb/d proyectado para 2016 frente a 1,6 mb/d en 2015). Además del factor China²³, la IEA resalta la escasa respuesta de la demanda ante la caída del precio, un factor que algunos especialistas consideraban que iba a apuntalar la demanda.

Mientras tanto, más allá de algunos rumores infundados y de intentos aislados, no se advierte como probable en el corto plazo un acuerdo entre productores de la OPEP y aquellos que no integran la OPEP para reducir la producción²⁴. Adicionalmente, el levantamiento de la prohibición de exportar a Irán a partir del 16 de enero junto con el aumento de producción de otros miembros de la OPEP, contrarrestará la caída de producción fuera de la OPEP.

Según la IEA, la oferta de países fuera de la OPEP se reducirá 0,6 mb/d en 2016, mientras que solamente Irán ha anunciado que está en condiciones de exportar 0,5 mb/d en forma inmediata y otros 0,5 mb/d adicionales en los próximos 6 meses. Por lo tanto, se mantienen en pie las perspectivas de que prosiga la acumulación de inventarios con potenciales implicancias negativas para los precios.

²² En EE.UU. el componente de energía del índice de precios al consumidor registró una caída del 12,6% en 2015.

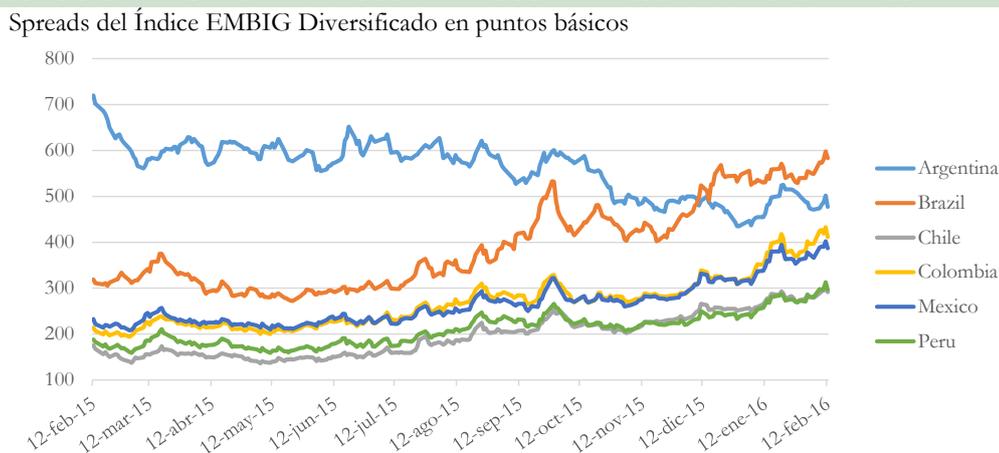
²³ En su reporte mensual de enero, la IEA destaca que la demanda china de productos derivados del petróleo sufrió una abrupta contracción desde noviembre, como consecuencia del debilitamiento del ritmo de actividad económica, siendo uno de los factores principales para que el crecimiento de la demanda global de crudo haya sufrido en el cuarto trimestre de 2015 el primer descenso trimestral del año.

²⁴ Una nueva versión sobre un potencial acuerdo para reducir la producción, esta vez atribuida a un ministro de Qatar, impulsó un rebote de 12% en la cotización internacional del crudo, de U\$S 26,5 a U\$S 29,5 por barril para el WTI (West Texas Intermediate).

5. Impacto en países emergentes y consecuencias para Argentina

Todos los factores expuestos son negativos para las economías de países emergentes, que se exponen a más salidas de capitales y a enfrentar crecientes dificultades para afrontar la renovación de vencimientos de deuda que tanto los gobiernos como las empresas deben enfrentar en los próximos años. Dichos vencimientos son fruto de la abundancia en la disponibilidad de financiamiento de la que disfrutaron en el período en que todos los bancos centrales del mundo desarrollados, con la Fed a la cabeza, estaban embarcados en planes de creciente expansión cuantitativa (QE). El cambio de ciclo de liquidez global que inició la Fed²⁵, junto con los condimentos de China y el petróleo, cambiaron dramáticamente el panorama.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SPREADS SOBERANOS DE PAÍSES LATINOAMERICANOS



Fuente: IICE-USAL en base a datos de JPMorgan.

En este contexto, Argentina pretende salir al mundo a financiar la transición. Las ráfagas de viento en contra tornan mucho más compleja dicha meta que lo que hubiera sido en un contexto de abundancia de capitales a nivel global y precios de commodities elevados.

El gráfico 6 muestra el aumento que han sufrido los spreads soberanos de los países latinoamericanos en el último año, así como la magnitud en que se ha reducido el diferencial de spreads entre Argentina y los países mejores calificados de la región. Sin embargo cuenta a su favor, la escasa exposición que tienen los inversores globales a Argentina, fuera de los fondos más especulativos y especializados en situaciones especiales.

Si Argentina consigue salir del default es posible que muchos inversores institucionales dedicados a mercados emergentes que hoy están fuera de Argentina destinen una parte de sus carteras a instrumentos argentinos. Pero el costo será superior al que se pudieron endeudar muchos de los países latinoamericanos en la última década. Además, en la medida que el precio del petróleo no reaccione, será más difícil, o más costoso en términos de subsidios, atraer inversión extranjera directa para desarrollar las reservas hidrocarburíferas. En definitiva, **un escenario que por el momento no implica un pesimismo extremo, pero tampoco deja margen para la euforia.**

²⁵ Una mención aparte merecen los casos de Japón y la Eurozona. En cierta forma, se trata de excepciones dentro de la sucesión de factores negativos para la economía mundial recién enumerados. En efecto, los datos de actividad económica en ambos casos han cumplido con las expectativas previas o incluso las han superado. Además, tanto el Banco de Japón (BOJ), como el Banco Central Europeo (BCE) continúan con una postura de política monetaria expansiva, recurriendo a medidas no convencionales, que incluyen expansión cuantitativa (QE) y tasas de depósito (las tasas que los bancos centrales les pagan a los bancos del sistema por sus depósitos en el banco central) negativas. Otros bancos centrales europeo que han recurrido a las tasa negativas son los de Dinamarca, Suecia y Suiza. Pero su efecto positivo ha sido insuficiente para contrarrestar las noticias negativas provenientes en especial de China y de EE.UU.

DESACELERACIÓN CHINA

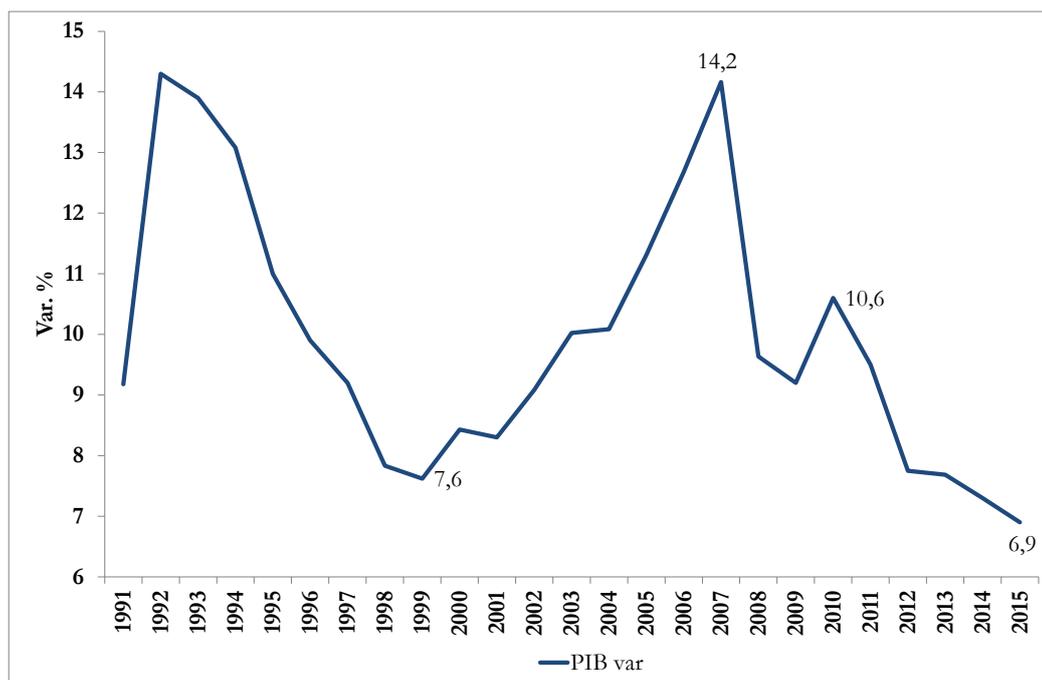
Eloy Aguirre

La tasa de crecimiento del PIB de China en 2015 fue de 6,9%, la más baja de los últimos 25 años. Según las proyecciones del FMI el gigante asiático crecería 6,3% en 2016 y 6% en 2017. China podría entrar en una etapa de ralentización del crecimiento económico para converger en el largo plazo a tasas del orden del 5%.

La República Popular de China exhibe una fuerte desaceleración económica desde el año 2012. Luego de un período de 25 años de tasas de crecimiento promedio anual del 10%, comenzó a mostrar tasas de crecimiento del PIB menores al 8% y proyecciones cercanas al 6%. Entre 1991-2015 el crecimiento promedio del PIB chino fue de 10%, al tomar el período 2001-2015 se observa una tasa promedio de crecimiento del 9,6% y en los últimos cuatro años el crecimiento se desaceleró alcanzando un promedio de 7,4% (2012-2015). Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional China crecería 6,3% en el año 2016 y 6% en el 2017.

El gráfico 7 presenta las tasas de crecimiento del PIB de China para el período 1991-2015, se puede observar una fuerte desaceleración en los últimos años similar a la del período 1995-1999. En el año 2014 el PIB alcanzó una tasa de crecimiento del 7,3% y el 2015 el crecimiento fue de 6,9%.

GRÁFICO 7: VARIACIÓN DEL PIB DE LA REPÚBLICA POPULAR CHINA (1990 – 2015)



Fuente: IICE - USAL en base a FMI

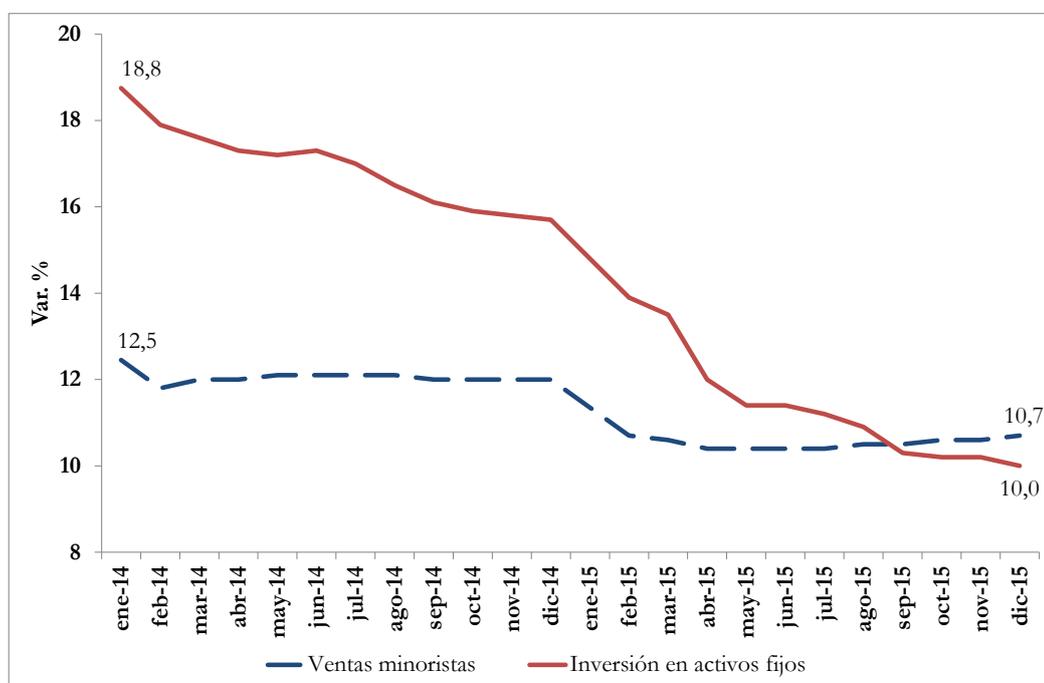
Los factores que determinaron el crecimiento chino de los últimos 25 años fueron las elevadas tasas de inversión en el sector manufacturero y en infraestructura, el fuerte crecimiento de las exportaciones de productos industriales y la oferta de mano de obra barata y cuantiosa. En la actualidad estos factores o determinantes del crecimiento se están agotando, existe un exceso de capacidad instalada en el sector industrial dada la reducción de la demanda externa e interna y esto podría agravar la desaceleración china. Además, también podría verse afectado el sector de servicios relacionados con la industria como el transporte y la logística que siguen el ciclo de la producción industrial.

Asimismo, las autoridades de China intentan consolidar el crecimiento de ingresos y aumentar la demanda interna través del estímulo al consumo privado. El PIB per cápita (PPP) chino en el año 2015 (14.190 dólares corrientes) representó el 37% del PIB per cápita (PPP) japonés, 30% del alemán y 25% del de EEUU. Durante el año 2015 el Banco

Popular de China bajó las tasas de interés de préstamos y depósitos en varias oportunidades para estimular el consumo privado y la inversión, de esta forma se pretende reactivar el crecimiento. A fines de octubre de 2015 se presentó en China el Plan Quinquenal 2016-2020²⁶ y entre las principales consignas se encuentra la reducción de impuestos al consumo para generar crecimiento económico a través de demanda interna.

El gráfico 8 muestra la variación interanual de las compras minoristas y de la inversión en activos fijos desde enero de 2014 hasta diciembre de 2015. En el año 2014 la inversión en activos fijos crecía a tasas cercanas al 20% interanual y en diciembre de 2015 alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 10%. En el caso de las ventas minoristas las tasas de crecimiento interanual del 2014 promediaron el 12%, mientras que en 2015 se redujeron alrededor del 11%. Se observa una mayor desaceleración en la inversión, que fue la principal variable del crecimiento chino de los últimos años. Las autoridades chinas tienen en cuenta los factores de desaceleración del crecimiento y están tomando medidas para revertir el descenso productivo, como incentivos fiscales y a través del Banco Popular de China reducción de tasas de interés.

GRÁFICO 8: VARIACIÓN INTERANUAL DE COMPRAS MINORISTAS E INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS. ENERO 2014 – DICIEMBRE 2015

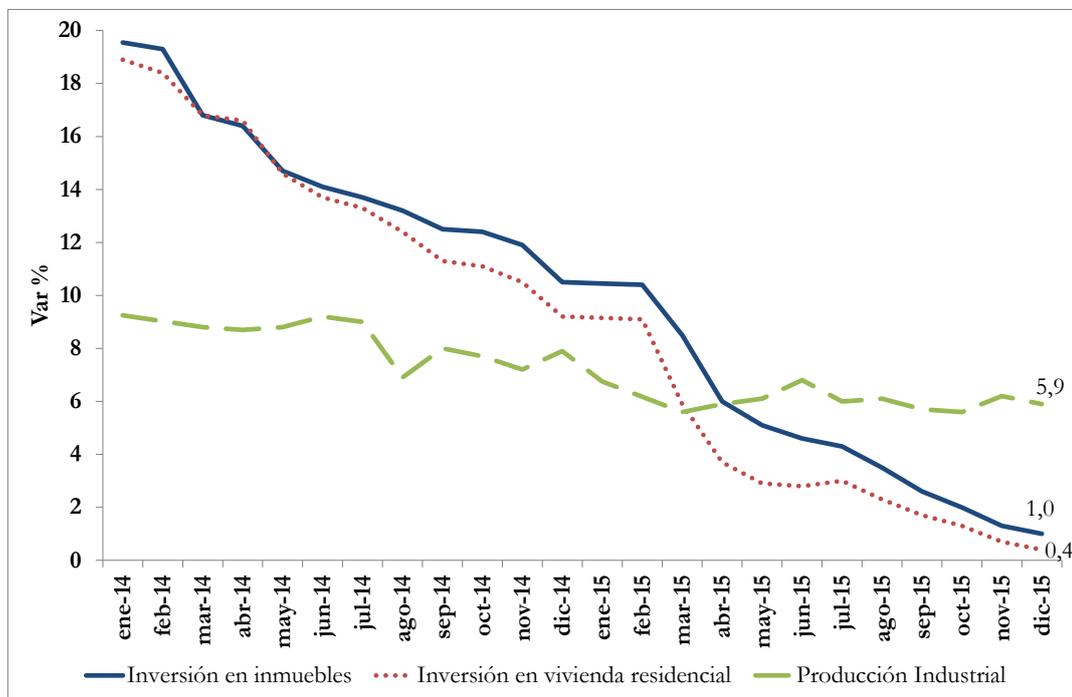


Fuente: IICE - USAL en base a National Bureau of Statistics of China

El gráfico 9 exhibe la variación interanual de la inversión en inmuebles, vivienda residencial y producción industrial en el período enero 2014 - diciembre 2015. Se puede ver una fuerte desaceleración de las tasas de crecimiento de la inversión en inmuebles e inversión en vivienda residencial. A principios del año 2014 las tasas de crecimiento de la inversión en inmuebles y vivienda residencial rondaban el 20% interanual, la desaceleración fue fuerte y la tasa de crecimiento de la inversión en inmuebles disminuyó hasta alcanzare el 1% interanual en diciembre de 2015. En el caso de la producción industrial la reducción de las tasas de crecimiento interanuales fue menos drástica y pasó del 9% a principios de 2014 al 5,9% en diciembre de 2015.

²⁶ Ver IEM noviembre 2015 pag. 22.

GRÁFICO 9: VAR.% INTERANUAL DE INVERSIÓN EN INMUEBLES, VIVIENDA RESIDENCIAL Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ENERO 2014 – DICIEMBRE 2015



Fuente: IICE - USAL en base a National Bureau of Statistics of China

Además, el índice PMI²⁷ no manufacturero de China que representa transporte aéreo, marítimo, ferrocarril, comercio mayorista y minorista, telecomunicaciones, radiodifusión, alojamiento, restaurantes, servicios financieros, servicios de alquileres, etc., mostró en 2015 una caída anual del 1,5% y en enero de 2016 una disminución del 1% respecto del mismo período en 2015..

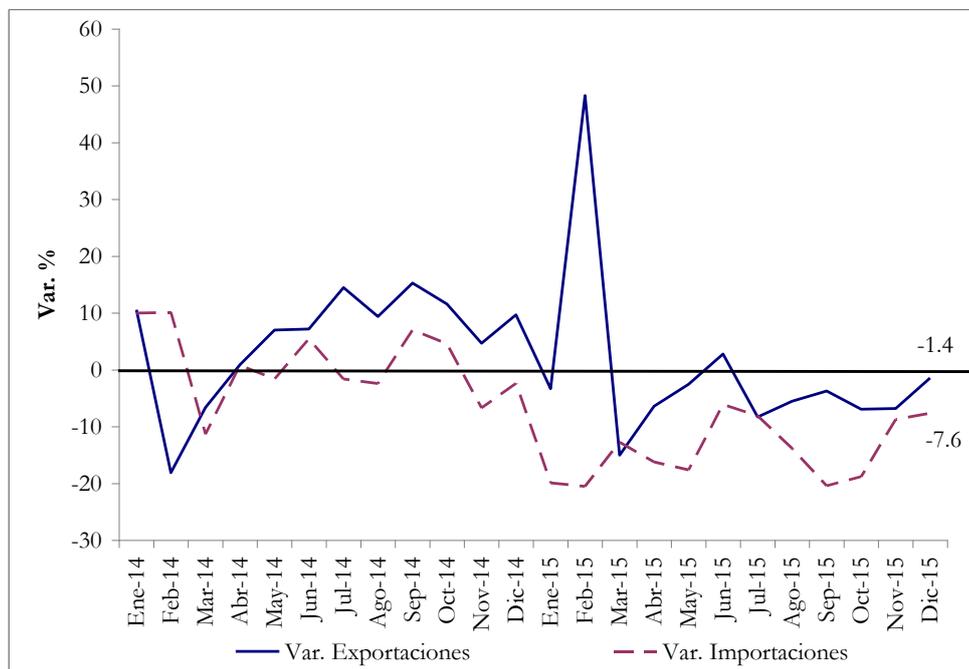
En cuanto al comercio internacional, en el año 2015 las exportaciones chinas cayeron un 3% interanual alcanzando los USD 2,27 billones, las importaciones disminuyeron un 7,6% en 2015 acumulando USD 1,68 billones y la balanza comercial fue positiva de USD 592.998 M.

El gráfico 10 muestra las variaciones interanuales de las exportaciones e importaciones chinas para el período enero 2014 – diciembre 2015. Se puede observar que las importaciones muestran tasas de crecimiento negativas desde noviembre de 2014. Además, las tasas de crecimiento de las exportaciones se reducen a menor velocidad que las importaciones. En 2015 la cuenta corriente de China fue positiva en USD 293.200 M principalmente por la fuerte reducción de las importaciones.

Con el objetivo de incrementar las exportaciones y reducir la fuga de capitales el Banco Popular de China depreció el yuan un 4,5% en agosto de 2015 y 2% adicional en enero de 2016. Según datos del Instituto Internacional de Finanzas (IIF) se estima que la salida neta de capitales de China en 2015 fue USD 637.000 M y en enero de 2016 la fuga neta alcanzó los USD 113.000 M contabilizando 22 meses consecutivos de salidas netas de capitales. Esto produjo que las reservas internacionales del Banco Popular de China se redujeran en diciembre de 2015 a USD 3,3 billones (USD 512.660 M de disminución en 2015).

²⁷ El Purchasing Manager Index es un índice que se basa en encuestas de empresas representativas y pretende mostrar la actividad económica.

**GRÁFICO 10: VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES.
 ENERO 2014 – DICIEMBRE 2015**



Fuente: IICE - USAL en base a National Bureau of Statistics of China

En el sector financiero, China atravesó un derrumbe bursátil el índice Shanghai Composite disminuyó un 18% en enero de 2016. Anteriormente, en 2015 se produjo un fuerte cimbronazo bursátil con una caída del 43% entre junio y agosto. Estos derrumbes bursátiles impactaron en las diferentes bolsas del mundo y generaron mayor incertidumbre en diferentes mercados. El Dow Jones Composite Industrial disminuyó 7,5% en el último mes (enero) debido en parte a la desaceleración del crecimiento de China y la caída del precio internacional del petróleo. Además, la deuda corporativa de China alcanzó en 2015 el 160% del PIB y está expandiéndose fuertemente el llamado “shadow banking”²⁸, mediante operaciones financieras que les permiten a los bancos chinos incrementar sus beneficios y eludir algunos estándares regulatorios²⁹.

En este contexto, la economía de China exhibe una fuerte reducción de su crecimiento y proyecciones como las del Fondo Monetario Internacional, que indican que durante el 2016 continuará en descenso. Asimismo, el sector manufacturero chino se desacelera, al igual que la construcción, el comercio, los servicios y las exportaciones. Estos indicadores magros sumados a la fuga neta de capitales y caída de reservas internacionales del Banco Popular de China, vaticinan para la economía del gigante asiático un 2016 igual o peor que el 2015.

²⁸ Transformación de créditos comunes en inversiones para ayudar a intermediarios no financieros (*hedge funds*, plataformas de *crowdfunding*, préstamos personales, productos titulizados o repos). Se estima que China posee el 8% de activos del total del sistema bancario mundial en las sombras (*shadow banking*), mientras que EEUU tiene el 40%, Inglaterra el 13% y Japón el 10%.

²⁹ Se utiliza para evadir las normas de préstamos/dépósitos y que no repercute negativamente en el balance de los bancos.

INDICADORES

Indicador	Fuente	Unidad de Medida	Fecha	Último Dato	Variación Interanual %	Período Anterior	Variación Interanual Período Anterior %
<i>Cuentas Nacionales</i>							
Producto Bruto Interno **	INDEC	Millones de pesos a precios de 2004	2015: II	913.640	2,3	838.960	2,1
Consumo Privado**	INDEC	Millones de pesos a precios de 2004	2015: II	643.057	0,7	636.205	0,8
Consumo Público **	INDEC	Millones de pesos a precios de 2004	2015: II	102.849	10,3	92.445	6,2
Inversión Bruta Interna Fija **	INDEC	Millones de pesos a precios de 2004	2015: II	178.358	4,6	165.709	1,2
<i>Actividad</i>							
Estimador Mensual de Actividad Económica **	INDEC	Base 2004 = 100	Sep-15		2,8		2,6
Estimador Mensual Industrial **	INDEC	Base 2012 = 100	Oct-15	104,0	-1,7	103,3	-0,1
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción **	INDEC	Base 2004 = 100	Oct-15	220,8	4,0	216,5	5,8
Ventas Supermercados **	INDEC	100	Oct-15	113,9	11,1	102,5	-10,2
Ventas Shoppings **	INDEC	100	Oct-15	138,5	25,9	110,0	-14,5
<i>Precios</i>							
Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano ***	INDEC	Base Oct-13/Sep-14 = 100	Oct-15	1,1	14,3	1,2	14,4
Índice de Precios al Consumidor IPCBA	CABA	Base Jul-11/Jun-12 =100	Jan-16	4,9	29,6	3,9	26,9
Índice de Precios al Consumidor (Privados)	Congreso		Jan-16	3,6	28,7	3,8	29,9
Índice de Precios Mayoristas **	INDEC	Base 1993 = 100	Oct-15	0,9	12,6	1,3	13,0
Indicador Precios Materias Primas en Dólares	BCRA	Base 1995 = 100	Jan-16	-2,8	-20,0	-2,8	-22,0
Indicador Precios Materias Primas en Pesos	BCRA	Base 1995 = 100	Jan-16	16,2	26,0	14,9	4,0
Indice de Costos de la Construcción **	INDEC	Base 1993 = 100	Oct-15	0,7	24,3	1,3	24,6

Indicador	Fuente	Unidad de Medida	Fecha	Último Dato	Variación Interanual %	Período Anterior	Variación Interanual Período Anterior %
<i>Indicadores Laborales, Pobreza e indigencia</i>							
Tasa de Desocupación **	INDEC		2015: III	7,1	7,5 ^(*)	6,6	7,5 ^(*)
Tasa de Subocupación Demandante **	INDEC		2015: III	5,9	6,3 ^(*)	6,3	6,8 ^(*)
Índice de Salarios Nivel General **	INDEC	Base abril 2012 = 100	oct-15	247,0	29,4	244,0	29,8
<i>Sector Público</i>							
Recaudación Nominal	MECON	Millones de pesos	ene-16	162.654	38,5	145.034	33,6
Resultado Operativo Primario	MECON	Millones de pesos	nov-15	-172	388 ⁽¹⁾	-10.960	-15.195 ⁽¹⁾
<i>Sector Externo</i>							
Exportaciones Totales **	INDEC	Millones de dólares	oct-15	5.205	-13,0	5.611	-7,0
Importaciones Totales **	INDEC	Millones de dólares	oct-15	4.951	-10,0	5.546	1,0
Saldo Comercial **	INDEC	Millones de dólares	oct-15	254	-42,7	65	-87,4

(*) Las tasas corresponden al mismo período del año anterior

(1) Corresponde al mismo valor del año pasado en miles de \$

** La publicación del indicador fue diferida hasta tanto se normalice el INDEC

*** La publicación fue discontinuada