

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

Nº 140 AÑO 14

22 DE JUNIO DE 2016

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en  
este número:

Eloy Aguirre

Luis Ignacio Argüero

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

## CONTENIDOS

|   |           |
|---|-----------|
| <b>RESUMEN EJECUTIVO</b>  | <b>1</b>  |
| <b>PANORAMA DE ARGENTINA</b>  |           |
| ▪ <b>ESTANFLACIÓN Y DESAJUSTES</b>  | <b>2</b>  |
| ▪ <b>WHAT PASS ACTIVIDAD?</b>   | <b>7</b>  |
| <b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>   |           |
| ▪ <b>TODO EL MUNDO PENDIENTE DEL BREXIT</b>                                     | <b>10</b> |
| ▪ <b>COMMODITIES: ¿REACTIVACIÓN DEL MERCADO?</b>                                | <b>16</b> |
| ▪ <b>LA COMPOSICIÓN PROVINCIAL DE LAS EXPORTACIONES A LOS PAÍSES DE ASEAN+3</b> | <b>20</b> |
| <b>INDICADORES</b>  | <b>25</b> |

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

- Según el INDEC, en mayo de 2016 el IPC registró un incremento mensual de 4,2%. La misma superó al promedio de las consultoras privadas del IPC Congreso (3,5%), pero a su vez fue inferior al aumento observado en el IPC de Córdoba (4,6%) y al del IPC de la Ciudad de Buenos (5%).

### LO IMPORTANTE

- Las detenciones de ex funcionarios del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, sospechados de varios hechos de corrupción, puede cambiar el escenario político, aunque sin impacto inmediato sobre las principales preocupaciones de la población por la inflación, la incertidumbre laboral y la inseguridad física.

### LO QUE HAY QUE SABER

- La economía sigue en estancamiento y el anunciado ingreso de inversiones extranjeras para el segundo semestre de 2016 es altamente incierto. La mayoría de los pronósticos del sector privado prevén una leve reactivación en los últimos dos meses del año y un descenso de la inflación a 1,5%-2,0% mensual, con persistente atraso del tipo de cambio real. Esto podría complicar la recuperación de la actividad y el empleo, y los planes del Gobierno para las elecciones de legisladores nacionales y provinciales de 2017.
- Los indicadores oficiales de producción industrial y los datos privados que suelen anticipar el ciclo de la actividad económica apuntan a un fin próximo de la recesión. La menor demanda (interna y externa) impulsa cambios en la oferta que sugieren una menor actividad en lo que resta del año. No obstante, no se descartan sorpresas positivas en el segundo semestre que morigeren la caída en la actividad.
- Las encuestas disponibles no anticipan un resultado definido para el plebiscito del 23 de junio por la salida del Reino Unido de la UE. El potencial impacto negativo sobre la economía del Reino Unido y el resto de Europa si triunfa el Brexit, y el riesgo de contagio financiero global, mantienen al mundo en vilo. Este nuevo factor de incertidumbre externa, junto con el reciente debilitamiento de la creación de empleo en EE.UU., han llevado a la Fed a postergar nuevamente las subas proyectadas de tasas de interés. Durante los primeros cinco meses de 2016, la mayoría de los commodities mostraron una fuerte recuperación de sus precios internacionales. Dicha suba fue impulsada por la postergación de la suba de la tasa Fondos Federales de EEUU, la debilidad del dólar frente a otras monedas, la contracción de la oferta de varios commodities energéticos y adversidades climáticas.
- Las exportaciones argentinas a los países de ASEAN + 3 han aumentado notoriamente en las últimas décadas, especialmente en el caso de los alimentos. El origen de estas se concentra en la región pampeana, y esta concentración muestra una tendencia creciente. Dado el efecto positivo de las exportaciones sobre el nivel de actividad y de empleo local, los gobiernos nacionales deberían continuar adoptando políticas activas de promoción de exportaciones, especialmente hacia los países asiáticos.

### LO QUE VIENE

- Antes de fin de mes se cierra la paritaria del sindicato de camioneros. En principio reclaman un incremento salarial superior al 40%. El resultado de la negociación puede ser decisivo para la futura evolución de los salarios de trabajadores de otras actividades.
- El próximo 29 de junio el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) publicará la primera estimación de las cuentas nacionales para el primer trimestre de 2016, junto a la serie revisada de todas las series de oferta y demanda agregada (base 2004) del período 2004-2015. También publicará las series revisadas de puestos de trabajo y generación del ingreso de ese mismo período.
- Plebiscito en Gran Bretaña el 23 de junio para decidir permanecer en la Unión Europea o separarse de ella. No es clara la intención de voto mayoritaria, dado que no menos del 10% manifiesta estar todavía indeciso.
- Inicio de la campaña electoral presidencial en los Estados Unidos. Ya se ha definido que en los comicios de noviembre próximo confrontarán Hillary Clinton del Partido Demócrata (hoy en el gobierno) y Donald Trump del Partido Republicano.
- Probables turbulencias en el gobierno de Brasil ante la serie de renuncias de varios ministros del gabinete del presidente provisional Michel Temer.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### ESTANFLACION Y DESAJUSTES

*Héctor Rubini*

**La economía sigue en estanflación y el anunciado ingreso de inversiones extranjeras para el segundo semestre de 2016 es altamente incierto. La mayoría de los pronósticos del sector privado prevén una leve reactivación en los últimos dos meses del año y un descenso de la inflación a 1,5%-2,0% mensual, con persistente atraso del tipo de cambio real. Esto podría complicar la recuperación de la actividad y el empleo, y los planes del Gobierno para las elecciones de legisladores nacionales y provinciales de 2017.**

#### 1. *Escenario político: todavía a favor del Gobierno*

El cierre del primer semestre deja un saldo positivo para la administración Macri. Inició su mandato sin mayoría propia en el Congreso Nacional, ni control alguno sobre la Corte Suprema ni el Consejo de la Magistratura. Tampoco con capacidad dominante de movilización masiva en las calles. Aun así, ha logrado cortar la marcha iniciada por el segundo gobierno de Cristina Fernández de Kirchner hacia la “venezuelización” de la política y la economía argentina.

Los logros más relevantes se observaron en el frente externo: la resolución del conflicto con los “holdout”, la normalización de las relaciones financieras con los países desarrollados y con los latinoamericanos no alineados con el eje La Habana-Caracas-Teherán, y la reconstrucción de las relaciones con los organismos multilaterales de crédito. En el plano interno, a su vez, se observa una apertura al diálogo con los gobernadores provinciales inexistente en la administración anterior. Por otro lado, el clima empresarial se ha liberado totalmente de la atmósfera de desconfianza y miedo promovida por el gobierno anterior. Sin embargo, la normalización económica en curso ingresó en una zona de turbulencias, cuya salida luce algo incierta.

En el primer semestre del año no se ha aplicado un riguroso ajuste de gasto público ni una agresiva racionalización y reforma del Estado. Además, algunas de las decisiones orientadas a mejorar el clima de inversiones han generado rispideces. El veto del Poder Ejecutivo al proyecto de ley de “emergencia ocupacional” que prohibía despidos por 180 días y duplicaba el pago de indemnizaciones no fue bien recibido por los líderes sindicales, y marcó una interrupción de la armonía entre la coalición “Cambiamos” y el sector justicialista que lidera Sergio Massa. La relación con los gobernadores, a su vez, se ha visto resentida por la suba de tarifas de gas que **para usuarios de algunas provincias patagónicas llegó a superar el 2.500%**.

Frente a la actitud intransigente de ministro de Energía, Juan José Aranguren, empezó una andanada de acciones de amparo para retrotraer esos incrementos, a las que se sumaron las motivadas por aumentos exorbitantes de las tarifas eléctricas. Sin éxito, hasta ahora, para frenar medidas cautelares de jueces que ordenan suspender las subas de tarifas, **el Poder Ejecutivo debió negociar con las provincias un tope de aumento de tarifas entre 400% y 500%**. En el ínterin, fueron vox pópuli las disidencias entre el ministro de Energía y el ministro del Interior, Rogelio Frigerio, que habrían sido trabajosamente resueltas por el Presidente Mauricio Macri para quien el esfuerzo no le resultó gratis: **tuvo una arritmia cardíaca que generó preocupación sobre el estado de salud del primer mandatario**<sup>1</sup>.

Frente al impacto negativo del aumento tarifario en el ingreso disponible y en las expectativas del sector privado, el Poder Ejecutivo envió al Congreso dos proyectos de Ley que se aprobarían en este mes: uno para pagar a los jubilados los saldos adeudados por reajustes reconocidos o no en fallos judiciales en firme, y otro para una repatriación o blanqueo de capitales. **Una vez conocidos los textos definitivos se podrá estimar con cierta certeza el costo probable de los pagos a la clase pasiva, y evaluar tanto la probabilidad de éxito del blanqueo como el ingreso o no de fondos suficientes para financiar esos pagos.**

<sup>1</sup> En esta semana el presidente Macri sumó un nuevo percance: jugando al paddle sufrió un esguince de una de sus rodillas y deberá someterse a una artroscopia.

Mientras tanto, la inflación no baja a la velocidad deseada por las autoridades, la actividad económica no repunta, y la incertidumbre laboral no decrece. Para el primer trimestre de este año la Encuesta de Indicadores Laborales del Ministerio de Trabajo muestra creación de empleo respecto de fin de 2015 sólo en transporte, almacenaje y comunicaciones (+1,5%), servicios financieros y a las empresas (+0,5%) y servicios comunales, sociales y personales (+0,4%), pero una caída neta en electricidad gas y agua (-0,3%), en la industria manufacturera (-0,7%) y en construcción (-2,8%). **En esta última rama, a su vez, se observa la mayor caída interanual: -11,3%**. Esta dinámica ha erosionado la popularidad del Gobierno, que además debió afrontar otras contrariedades:

- a) el rechazo del Papa Francisco a una donación oficial a la fundación “Scholas Ocurrentes”,
- b) la derrota electoral en la municipalidad de Río Cuarto,
- c) los cuestionamientos de varios senadores de la Unión Cívica Radical al Jefe de Gabinete en su reciente presentación ante el Congreso,
- d) el avance exitoso de acciones de amparo contra el gobierno para obligarlo a dejar sin efecto aumentos de tarifas eléctricas y de gas.

Este clima complicado se ha visto atenuado por el cada vez más visible cerco judicial sobre varios ex funcionarios y empresarios afines al kirchnerismo. El hecho más resonante ha sido la detención del ex Secretario de Obras Públicas, José López, hallado “in fraganti” en General Rodríguez (provincia de Buenos Aires) arrojando bolsos con moneda extranjera hacia un convento de monjas.

Esto ha acelerado un proceso de marcado debilitamiento del Frente Para la Victoria como polo opositor al Gobierno. Pero **también puede ser el punto de partida hacia una aglomeración de dirigentes justicialistas no kirchneristas para liderar la oposición al Gobierno para los próximos 2-3 años.**

## 2. *La incertidumbre sigue presente*

La estrategia gradualista en materia tarifaria se ha traducido en una sucesión permanente de aumento de tarifas públicas y de precios administrados que recién tendría una pausa en julio próximo. A pesar de que algunos sondeos privados reflejan cierto descenso de la inflación esperada, la observada en el primer semestre de este año ha venido destruyendo la mejora de tipo de cambio real de diciembre pasado, y su impacto en las cuentas públicas ha sido dual: permitió en el primer cuatrimestre sostener nuevos aumentos de la recaudación tributaria, pero forzó a aumentar el gasto público ante demandas de varios frentes. Las autoridades han tratado de calmar el creciente descontento con la decisión de cancelar la deuda por reajustes de jubilaciones y financiar su pago con el ingreso de fondos gracias al citado proyecto de blanqueo y repatriación de capitales. Sin embargo, implica incurrir en un desembolso *cierto* a ser pagados con fondos cuyo ingreso efectivo, los montos y su distribución en el tiempo son totalmente *inciertos*.

Estas iniciativas no disipan el perceptible escepticismo sobre los anuncios de inversiones extranjeras directas que el Gobierno desea que arriben en el segundo semestre del año. Esto ha pasado a ser una apuesta que puede afectar su reputación seriamente en caso de no salir bien: **si no mejora el estado de la economía, será inevitable el aumento del escepticismo, las críticas, y la emergencia de no pocas dudas sobre la real capacidad y habilidad del gobierno para administrar tanto las políticas económicas, como la conflictividad social.** Por ahora, el único cambio relevante es una mutación fáctica de prioridades de política: se está pasando a una política fiscal expansiva y una permanente relajación monetaria, de modo que el desvío de la demanda agregada de consumo a inversión hasta ahora no se observa en la realidad.

## 3. *Precios, dinero y expectativas*

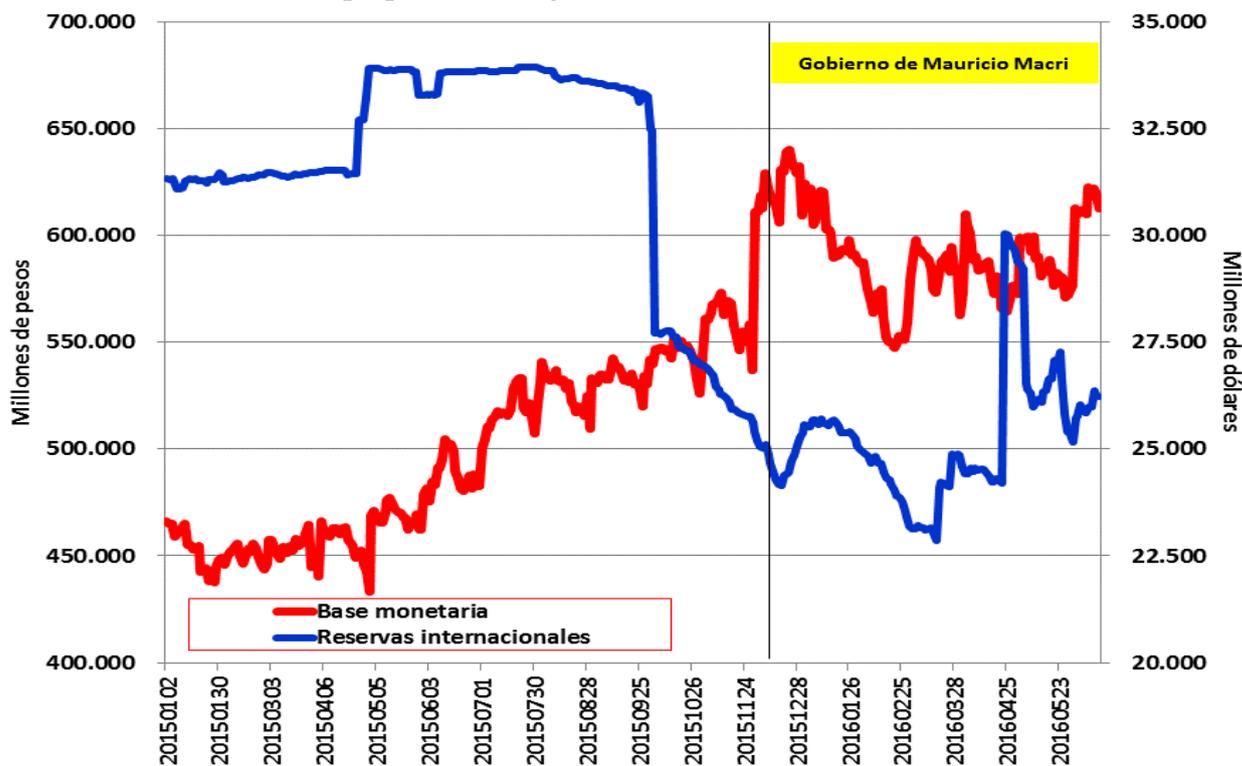
El primer indicador de inflación mensual del INDEC (el IPC para la Ciudad de Buenos Aires y los partidos del Gran Buenos Aires) fue de 4,2% en mayo pasado (63,8% anualizado), superando a las estimaciones privadas, pero inferior a la suba del IPC de la Ciudad de Buenos Aires: 5% (79,6% anualizado). Este último, a su vez **acumuló además en 5 meses una inflación de 25,2%, echando por tierra al pronóstico de enero pasado del Ministro de Hacienda Prat Gay, de 25% para los 12 meses de 2016.** Los datos publicados presentan algunos detalles interesantes:

- a) La metodología precisa de cálculo del nuevo IPC del INDEC para la Ciudad de Buenos Aires y los partidos del Gran Buenos Aires no fue publicada, sino que se daría a conocer dentro de los próximos dos meses<sup>2</sup>.
- b) El comunicado oficial informó el nivel del índice, ni tampoco la variación interanual mayo 2016 vs. mayo 2015.
- c) El 36,5% de la variación mensual del IPC-INDEC obedece al aumento de los precios de alimentos y bebidas. Dentro de este conjunto no deja de llamar la atención el cómputo de deflación mensual en los precios de las frutas (-10,3%), aparentemente explicado por la variación en el precio de naranjas (-35,6%), limones (-6,7%) y bananas (-2,9%).
- d) En el IPC INDEC los precios de bienes registraron en mayo un aumento mensual bastante superior al de los precios de servicios (4,8% vs. 3,3%), mientras que en el IPC del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires los precios de bienes aumentaron 4,9% y los servicios aún más: 5,1%.

Las autoridades apuestan a que en el próximo semestre la inflación convergerá a 1,0%-1,5% mensual. **Aun así, no dejará de aumentar el desvío respecto del errado pronóstico oficial de enero pasado de 25% para 2016, y no será suficiente para estabilizar expectativas.** También se observa que semanalmente el Banco Central de la República Argentina (BCRA) sigue reduciendo la tasa de interés a 35 días en las emisiones de Letras del BCRA (LEBAC), que esta semana descendieron a 31,5% (anual). La conducción del BCRA desea convencer a la sociedad que tiene preferencias por estabilidad asociando la baja de tasas de las LEBAC al descenso de la inflación “núcleo” o “core” de la Ciudad de Buenos Aires, que excluye precios regulados y/o con variación estacional. Ahora bien, los siguientes gráficos muestran que el BCRA no tiene una política definitivamente contractiva, ni coherente con la estabilidad de expectativas cambiarias ni de inflación.

**GRÁFICO 1: COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS**

a. Reservas internacionales propias estables y oferta monetaria en aumento desde marzo\*



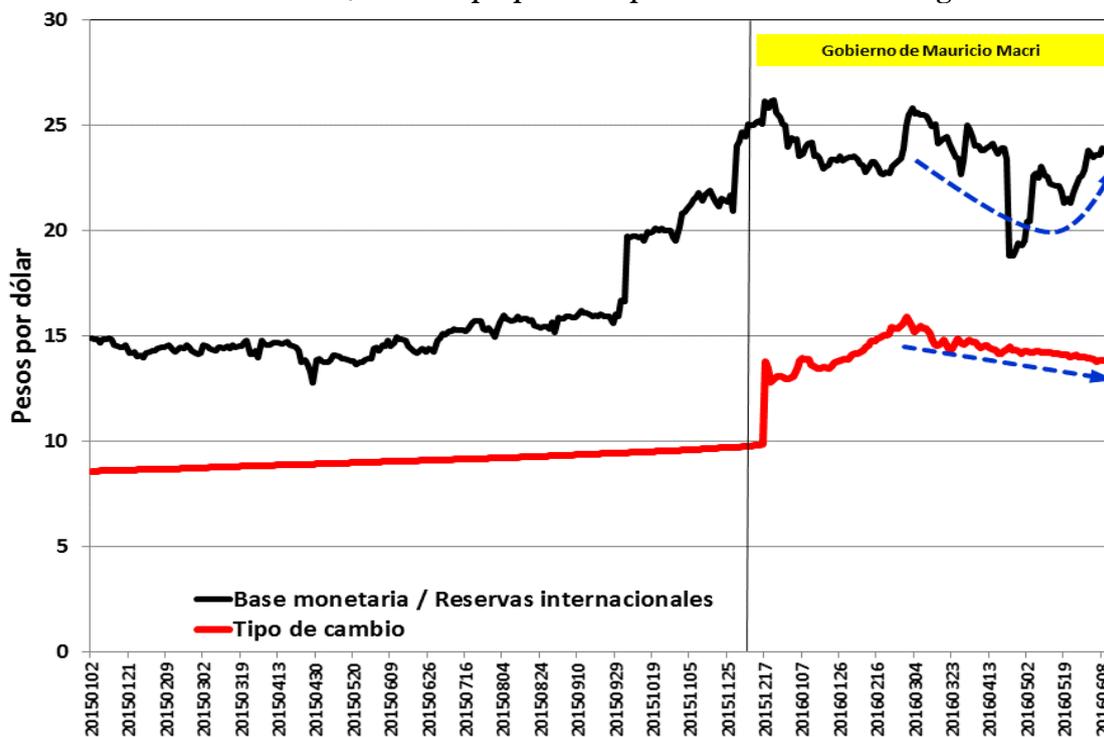
\*No incluye los US\$ 5.000 M de la operatoria de pase con bancos extranjeros que vence en enero 2017.

Por definición no es un activo neto del BCRA

Fuente: IICE-USAL, en base a datos del BCRA.

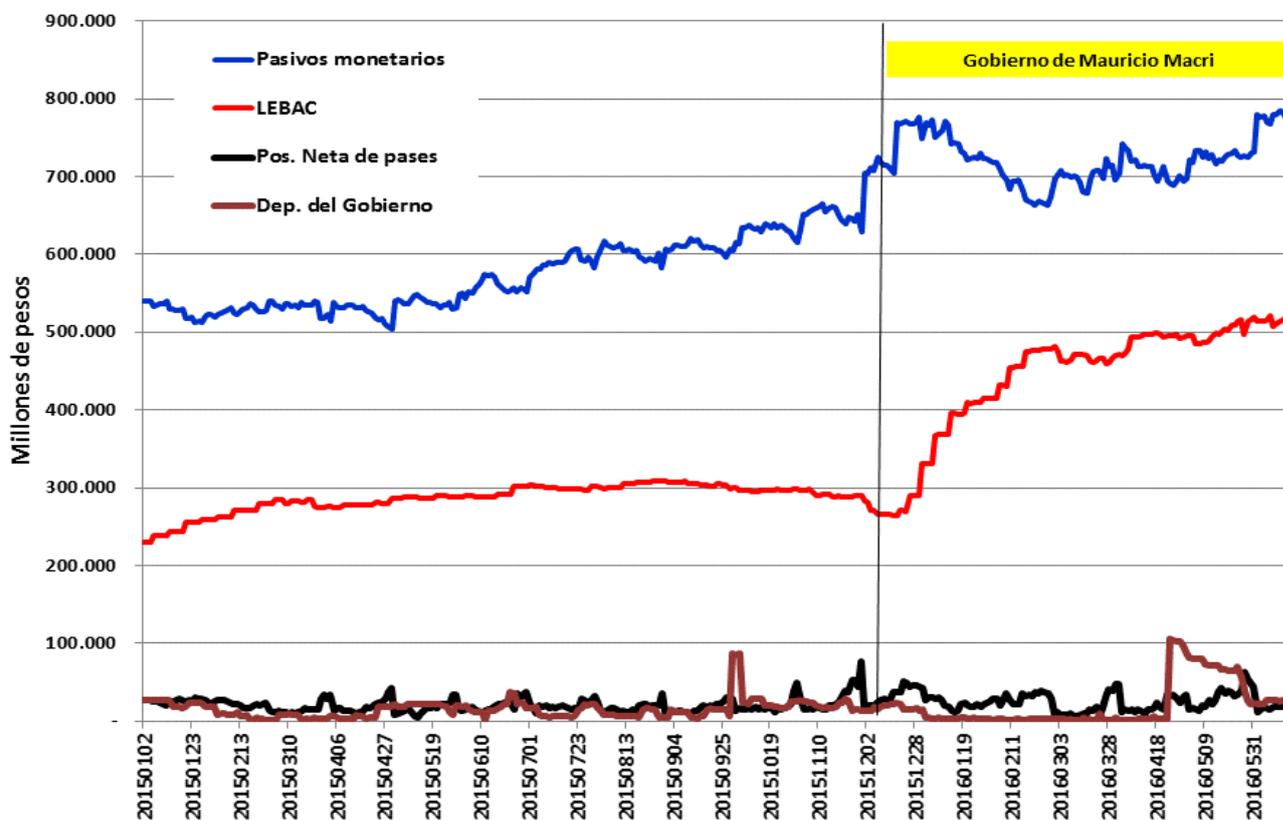
<sup>2</sup> En [http://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/ipc\\_metodologia\\_abril2016.pdf](http://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/ipc_metodologia_abril2016.pdf) el INDEC presentó un avance metodológico preliminar, donde consta que el índice toma como base abril 2016 = 100, pero Esto ha recibido fuertes críticas del experto canadiense Jacob Ryten. En su opinión también es cuestionable el apresuramiento para publicarlo, utilizando como base la composición de la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares de 2004/05. Ver “Hubo mucha presión para tener un IPC de apuros”, reportaje a Jacob Ryten de María Iglesia. Diario *El Cronista Comercial*. Buenos Aires, 21 de junio de 2016, pág. 10.

b. Relación base monetaria/reservas propias vs. tipo de cambio: no convergen



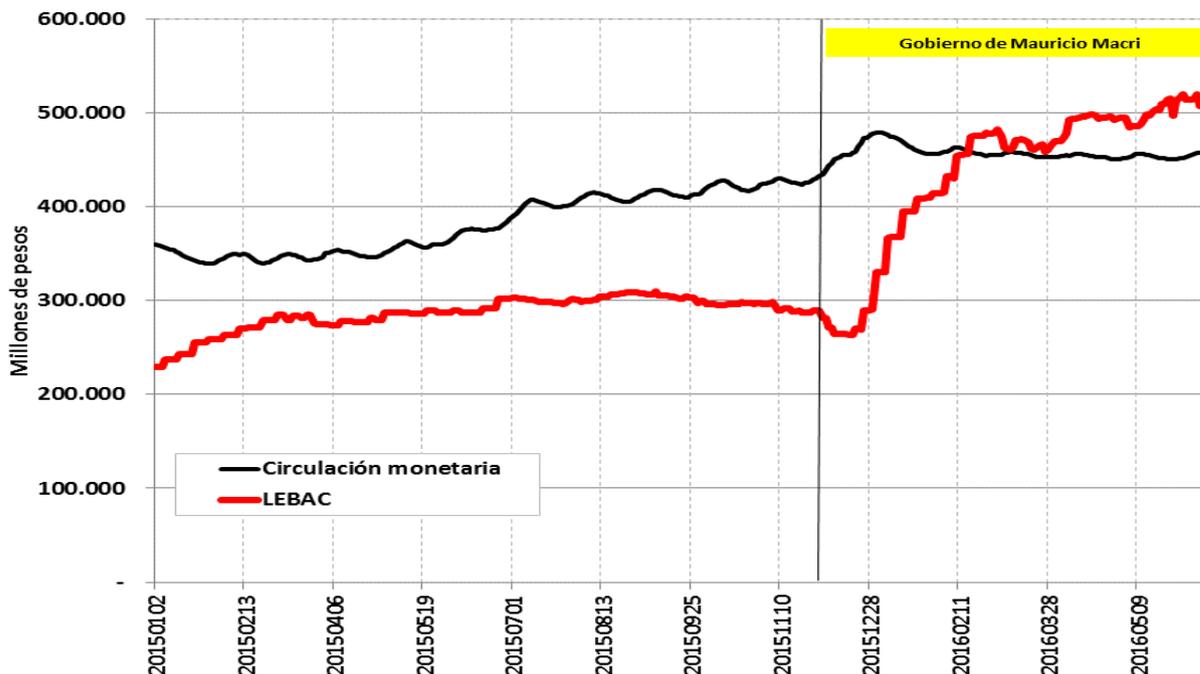
Fuente: IICE-USAL, en base a datos del BCRA.

c. Letras del Banco Central (LEBAC): su stock creció más que el de los pasivos monetarios del BCRA.



Fuente: IICE-USAL, en base a datos del BCRA.

d. Desde febrero el nivel de LEBACs emitidas supera al circulante (billetes y monedas).



Fuente: IICE-USAL, en base a datos del BCRA.

La emisión monetaria que se absorbe vía LEBAC sigue teniendo como determinante fundamental el financiamiento del gasto público desde el BCRA. Hasta el día 15 de junio pasado, el BCRA financió en 2016 al sector público con una emisión de \$ 87.366 M, **superando en 5 meses y medio al total emitido para financiar al Estado en todo 2015 (\$80.400 M)**. La variación neta de base monetaria acumulada en 2016 hasta el pasado 15 de junio fue de apenas \$ 2.655 M, lo cual puede interpretarse como síntoma de una política monetaria restrictiva. Pero **el BCRA lo logró emitiendo LEBACs y absorbiendo en 5 meses y medio un total de \$ 124.292 M, monto que supera al total absorbido con estos títulos de deuda en 4 años previos: 2012, 2013, 2014 y 2015**. Por consiguiente, estamos en presencia de una **sustitución de emisión monetaria actual por pagarés que significan, tarde o temprano, emisión monetaria futura**. Además, al 22 de junio de 2016, el 50% de las LEBAC en circulación (\$494.306 M) tenía plazo hasta el vencimiento inferior a 30 días, y otro 34% con vencimiento entre 30 y 90 días.

El Sector Público No Financiero, a su vez, está muy lejos de un ajuste fiscal. En enero-mayo de este año **el déficit primario llegó a \$ 76.103,4 M, superando en \$3.672 M al de igual período de 2015**. Los ingresos tributarios aumentaron 27,8% interanual (i.a.) y los aportes y contribuciones a la seguridad social 33,7% i.a., pero los gastos corrientes no se quedaron atrás. **El gasto en personal (“Remuneraciones”) creció 31,9% i.a.**, mientras las prestaciones del Sistema de Seguridad Social crecieron 39,7% i.a. **Las transferencias corrientes al sector privado, que deberían bajar gracias a los “tarifazos”, crecieron 26,6% i.a.**, las destinadas a las universidades estatales un 34,2% i.a., y las transferencias corrientes a los gobiernos provinciales 37,9% i.a. **Peor aún: el déficit de las empresas públicas en los primeros 5 meses de este año trepó a \$ 14.551,5 M, superando en un 87,3% al del mismo período del año pasado.**

4. Consideraciones finales.

La situación no es crítica, pero es visible la demanda de una política definida, y que concilie reactivación económica con una baja permanente de la inflación. Si la población exige mayor ingreso disponible, se requiere un agresiva baja de tasas de interés, de impuestos y de gasto público corriente, pero sin reactivación es inviable reducir las transferencias del Estado Nacional al resto de la sociedad o pensar en baja de tasas de interés sin reavivar expectativas de depreciación de la moneda local. ¿Cuál es el rumbo *previsto* que seguirá el Gobierno? Nadie lo sabe, pero para el corto plazo lo más probable es observar un sendero de bajas graduales de tasas de interés, **con creciente endeudamiento público y riesgo de mayor atraso del tipo de cambio real**. En cuanto a la recuperación del crecimiento sostenido y la anunciada sustitución de gasto en consumo por inversión, a olvidarse, al menos hasta el año próximo.

## WHAT PASS ACTIVIDAD?

*Gustavo Martín*

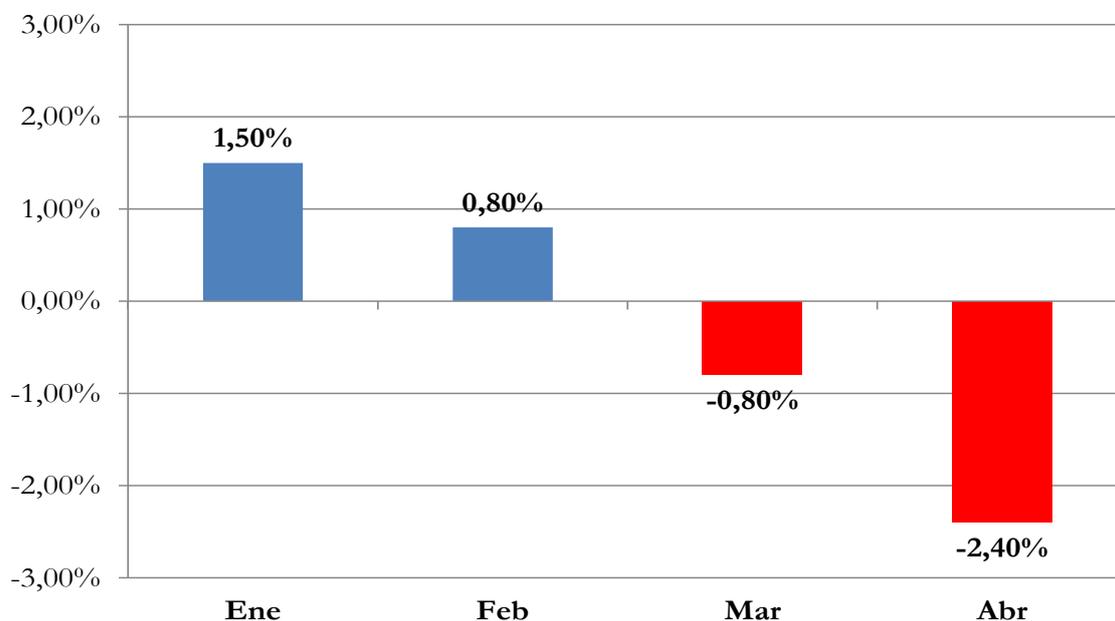
**Los indicadores oficiales de producción industrial y los datos privados que suelen anticipar el ciclo de la actividad económica apuntan a un fin próximo de la recesión. La menor demanda (interna y externa) impulsa cambios en la oferta que sugieren una menor actividad en lo que resta del año. No obstante, no se descartan sorpresas positivas en el segundo semestre que morigeren la caída en la actividad.**

### 1. La Industria según el INDEC

A fines de mayo se conocieron los datos de abril del Estimador Mensual Industrial (EMI) del INDEC. A pesar que se dieron a conocer las variaciones correspondientes a los primeros cuatro meses del año, no se reconstruyó la serie y faltan datos del último trimestre del año pasado. No obstante ello, se pueden realizar comparaciones respecto del año pasado que dan cuenta del estado del sector industrial.

Según el INDEC, la actividad en la industria cayó 6,7% en abril en particular debido al clima. La gran cantidad de días de lluvia marcaron un récord histórico tanto en la zona central como litoral del país afectando, en particular, a los sectores vinculados con la agroindustria y con la construcción. Ello implicó una caída más fuerte de lo que habría sido de resultar las condiciones habituales. De todas formas, la actividad manufacturera no arrojó un buen desempeño en los tres primeros meses del año, se había contraído 3,8% en marzo luego de magros crecimientos de 1,5% y 0,2% en enero y febrero respectivamente. De esta manera, en los primeros cuatro meses del año la industria acumula un retroceso de 2,4% con respecto al mismo período del año pasado.

### GRÁFICO 2: EMI – VAR % I.A. ACUMULADA



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

Al desagregar el Estimador Mensual Industrial (EMI) se puede observar que hubo amplia heterogeneidad en el desempeño de los sectores. Del siguiente cuadro se extraen las siguientes conclusiones: los sectores que más cayeron en abril (respecto de abril del año pasado), metalmecánica excluyendo autos y metálicas básicas, también son aquellos de los que mayor caída acumulan, junto con la industria automotriz; el sector de alimentos y bebidas está en el grupo de los que más se contrajeron durante abril, pero en realidad fue uno de los más afectados por el mal clima del mes. A pesar de ello, acumula un crecimiento de 1,5% en el primer cuatrimestre del año. Durante el primer trimestre, este sector había acumulado

una suba de 6,5% respecto del mismo período del año 2015. La rama textil, muestra tanto la mayor expansión interanual de abril como el mayor crecimiento acumulado en los primeros cuatro meses del año. En general, aquellos sectores a los que les fue mejor que al promedio se encuentran en expansión.

**CUADRO 1: EMI SECTORES – VAR % I.A. ABRIL Y VAR. I.A. ACUMULADA PRIMER CUATRIMESTRE**

|                         | Var. i.a      | Var. Acum.    |
|-------------------------|---------------|---------------|
| Metalmecánica ex. autos | -17,40%       | -10,60%       |
| Metálicas básicas       | -14,70%       | -14,00%       |
| Alimentos y bebidas     | -11,60%       | 1,50%         |
| Refinerías              | -9,60%        | -4,80%        |
| <b>Nivel General</b>    | <b>-6,70%</b> | <b>-2,40%</b> |
| Minerales no metálicos  | -6,20%        | -1,50%        |
| Papel                   | -0,50%        | 4,10%         |
| Automotriz              | 0,00%         | -12,50%       |
| Edición e impresión     | 1,00%         | 4,50%         |
| Químicos                | 1,50%         | 3,50%         |
| Caucho y plástico       | 1,60%         | 5,10%         |
| Tabaco                  | 4,60%         | -1,30%        |
| Textil                  | 6,80%         | 14,40%        |

Fuente: IICE-USAL en base a datos de INDEC

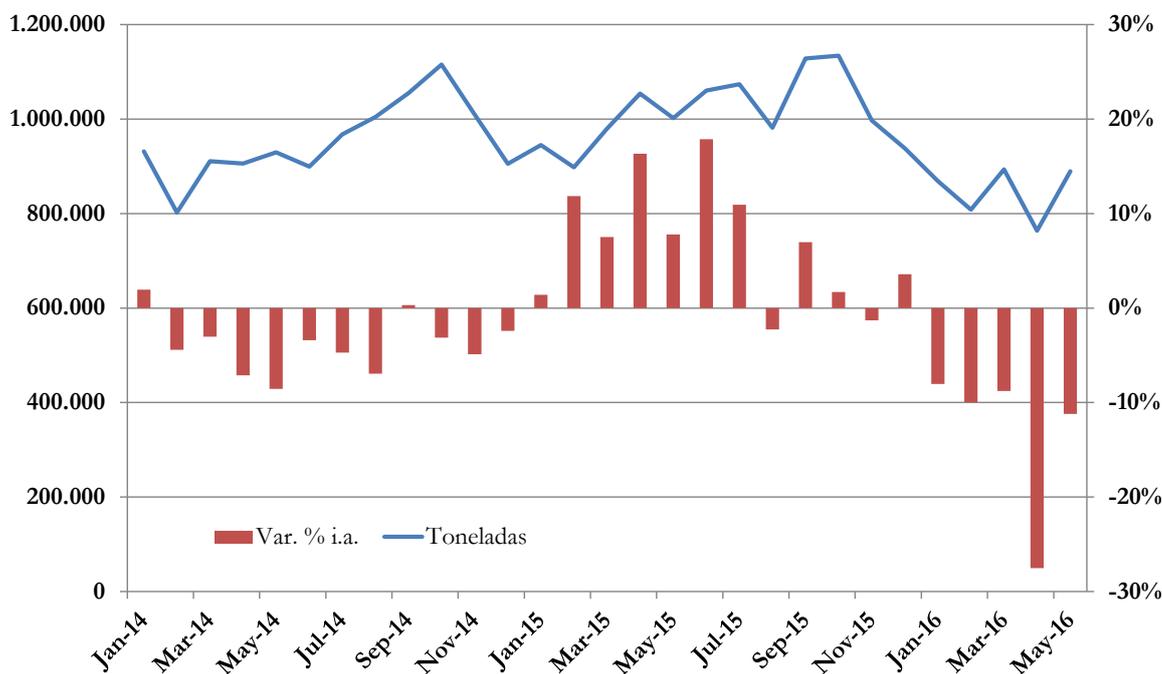
Del informe del INDEC se concluye que hubo tres causas fundamentales que afectaron de manera negativa a la industria durante abril. En primer lugar, se encuentra **la atípica cantidad de precipitaciones** que afectó varias cadenas de producción, en particular aquellas relacionadas con los sectores de alimentos. En segundo lugar, el **menor comercio internacional** ya sea por el impacto recesivo de Brasil como por otros países que disminuyeron su demanda. Finalmente, se advierte de una **caída en la demanda interna** (sin recuperación según surge de la encuesta que realizan al final) que afecta los planes de producción para este año.

De esta manera, se concluye que por el lado de los datos del sector industrial, lo que se observa es que el mismo se encuentra afectado por una caída en la demanda y que el mal clima afectó de sobremanera el último mes. Con todo, hay varias ramas de la industria que acumulan crecimientos al primer cuatrimestre del año. Así, **la heterogeneidad entre ramas podría estar sugiriendo que el sector industrial se encuentra llegando al final de la etapa recesiva que arrastra desde 2012.**

## 2. Otros indicadores que adelantan la actividad

Los despachos de cemento arrojaron una nueva caída durante mayo, de 11,2% interanual contra 27,5% del mes de abril. En los primeros cinco meses del año, las toneladas despachadas acumulan una caída interanual de 13,5% respecto al mismo período del año anterior. Cabe destacar que el mes de abril resultó un dato atípico por el mal clima, con lo que el dato de mayo podría no estar indicando un freno en la caída de los despachos y por lo tanto no adelantaría mejora alguna en la actividad.

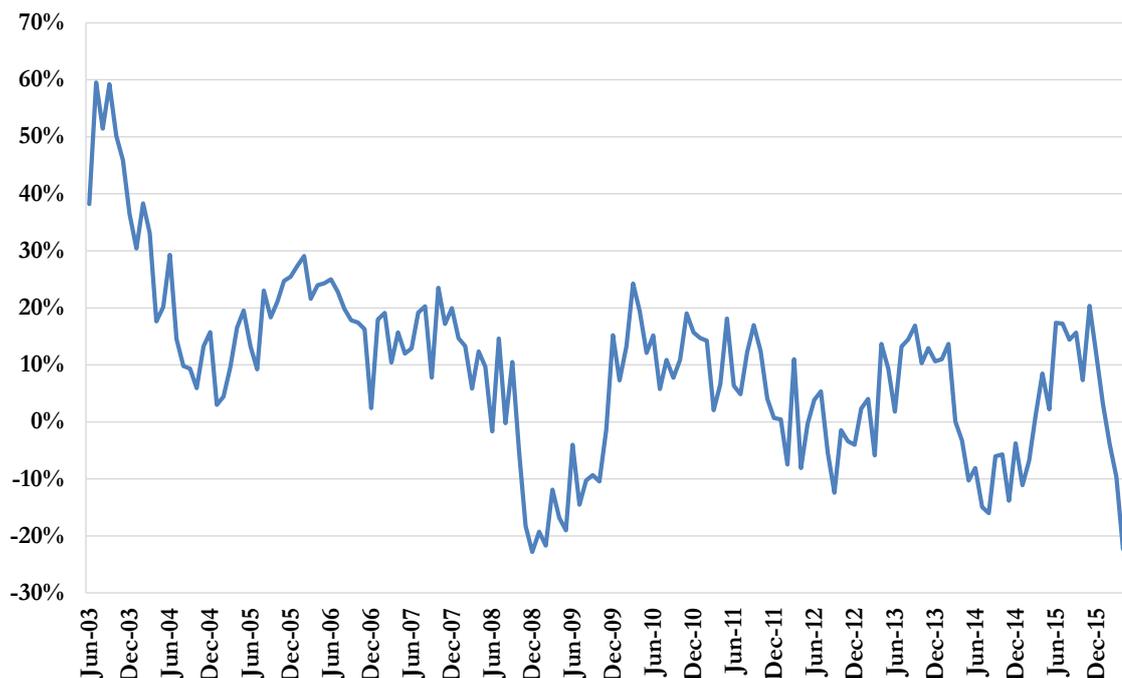
**GRÁFICO 3: DESPACHOS DE CEMENTO**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de AFCEP

La actividad de la construcción según el índice Construya cayó nuevamente durante el mes de mayo (12,5%) pero esta vez a una tasa menor que en abril (22,3%) por lo que acumula una contracción de 9,5% en los primeros cinco meses del año. No obstante, el indicador sin estacionalidad muestra por primera vez en seis meses una variación mensual positiva (2,9%). Sin embargo, y al igual que con los despachos de cemento, siendo que el mes de abril resultó un mes atípico por las lluvias, es algo pronto para determinar si los datos observados estarían indicando un que rebote en el sector y por lo tanto adelantando una mejora en la actividad agregada.

**GRÁFICO 4: ÍNDICE CONSTRUYA VAR. % I.A.**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de AFCEP

Por su parte, los datos de producción de autos del mes de mayo publicados por la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA) muestran que si bien la situación del sector mejoró respecto de los primeros dos meses del año aún dista de mostrar cierta normalidad. Tanto la eliminación del impuesto a los autos de alta gama como las mejores condiciones de venta de 0km ayudaron a la recuperación del sector. No obstante, la tendencia no muestra que se llegue a los records de producción observados en 2011 con 311.493 unidades fabricadas a mayo y 828.761 totales en ese año.

## CUADRO 2: PRODUCCIÓN DE AUTOS

|                  | 2015           | 2015<br>(corregido) | Diferencia    | 2016           | Var. % i.a.   |
|------------------|----------------|---------------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Ene</b>       | 25.625         | 25.213              | -412          | 17.785         | -29,5%        |
| <b>Feb</b>       | 45.605         | 44.164              | -1.441        | 34.174         | -22,6%        |
| <b>Mar</b>       | 52.316         | 50.438              | -1.878        | 46.209         | -8,4%         |
| <b>Abr</b>       | 46.618         | 44.638              | -1.980        | 44.447         | -0,4%         |
| <b>May</b>       | 45.990         | 44.003              | -1.987        | 39.768         | -9,6%         |
| <b>Acumulado</b> | <b>216.154</b> | <b>208.456</b>      | <b>-7.698</b> | <b>182.383</b> | <b>-12,5%</b> |

Fuente: IICE-USAL en base a datos de ADEFA

### 3. En suma...

Tanto los indicadores de producción industrial oficiales como los datos privados que suelen adelantar el ciclo de la actividad económica parecen apuntar a una llegada al piso de la recesión aunque no necesariamente su final. La menor demanda (interna y externa) impone cambios en la oferta que sugieren un nivel de actividad bajo en lo que resta del año. De esta manera, es poco probable que se observe un rebote de la actividad en el segundo semestre del año. Sin embargo, existen ciertos factores que podrían ayudar a la actividad en el último trimestre del año que tienen que ver con la campaña agrícola 2016/2017. No obstante ello, sorpresas positivas en este sentido únicamente atenuarían la caída en la actividad que se espera para este año.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### TODO EL MUNDO PENDIENTE DEL BREXIT

Jorge Viñas

**Las encuestas no anticipan un resultado definido para el plebiscito del 23 de junio por la salida del Reino Unido de la UE. El potencial impacto negativo sobre la economía del Reino Unido y el resto de Europa si triunfa el Brexit, y el riesgo de contagio financiero global, mantienen al mundo en vilo. Este nuevo factor de incertidumbre externa, junto con el reciente debilitamiento de la creación de empleo en EE.UU., han llevado a la Fed a postergar nuevamente las subas proyectadas de tasas de interés.**

#### 1. La hora del plebiscito: resultado impredecible, consecuencias difíciles de evaluar

El 23 de junio tendrá lugar en el Reino Unido un hecho crucial para su futuro y el de la Unión Europea (UE). Se celebrará el plebiscito que definirá si el Reino Unido abandona la UE, opción que se popularizó bajo el nombre de **Brexit**, o si continúa como país miembro. Hasta un par de semanas antes del plebiscito, las encuestas tendían a mostrar una ventaja leve para la opción de la continuidad, y en general se estimaba que en los días previos a la votación el sesgo que muestran habitualmente los electorados hacia el mantenimiento del status quo, terminaría de consolidar la ventaja de dicha opción<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> El ejemplo más reciente en el propio Reino Unido se dio con el referéndum por la independencia de Escocia celebrado el 18 de septiembre de 2014, en el que pese a que las encuestas llegaron a mostrar ventaja para los separatistas en algún momento de la campaña, finalmente la independencia terminó siendo rechazada por un cómodo margen.

Sin embargo, en esta ocasión parecía estar ocurriendo lo contrario. En la semana anterior al plebiscito, la opción por el abandono de la UE registró un avance significativo en las encuestas, hasta ubicarse entre 3 y 5 puntos por encima de la opción de la continuidad. Pero un suceso inesperado, el asesinato de una parlamentaria laborista defensora de la permanencia en la UE ocurrida el 16 de junio, puede haber significado un nuevo vuelco en la campaña, ya que dos encuestas publicadas el domingo 18 de junio vuelven a ubicar al frente a la opción de la continuidad, por un margen de entre 1 y 3 puntos. Más allá de estos vaivenes, **la estrechez de las diferencias y la existencia de un nivel todavía elevado de indecisos de más del 10%, indican que se llegará al día del plebiscito sin que se perfile con claridad una opción ganadora.**

El hecho de que la opción de abandonar la UE llegue al día del plebiscito con chances no triviales de triunfo, ha generado una elevada incertidumbre respecto al futuro de la economía del Reino Unido principalmente, pero también de la economía de sus futuros “ex-socios” europeos. Esto se debe a que constituiría un cambio estructural abrupto en las relaciones comerciales del Reino Unido con el resto de la UE, que hasta hoy se desarrollan dentro del marco institucional del mercado común europeo, lo que tendría fuerte impacto en los niveles de exportaciones e importaciones, en los flujos de inversión extranjera directa y en los movimientos migratorios que influyen en la oferta laboral. Además, la depreciación de la libra esterlina que se proyecta en ese escenario afectaría negativamente la competitividad de sus ex-socios de la UE, al mismo tiempo que tendría un efecto inflacionario que repercutiría negativamente en las decisiones de consumo e inversión en el Reino Unido.

**La salida del Reino Unido de la UE implicaría una negociación compleja de las nuevas condiciones en que se desenvolverían las relaciones comerciales entre los ex-socios, que podría extenderse por lo menos 2 años o quizás más.** Como modelos de hipotéticos acuerdos existen los que la UE mantiene con otros países europeos no miembros, como Noruega, Suiza e Islandia, que le permite a dichos países acceder al mercado común en condiciones preferenciales (aunque con la excepción de algunas industrias y servicios según cada caso). Pero a cambio, la UE les exige aportes al presupuesto comunitario, sin que tengan ninguna voz en su elaboración, y compromisos en materia de inmigración. La oposición a ambas cuestiones ha sido un factor clave del sentimiento anti-europeo que llevó a la concreción del plebiscito, por lo que es altamente improbable que el nuevo liderazgo político que surgiría tras el triunfo del Brexit, esté dispuesto a ceder en estos aspectos, por lo que no habría margen para alcanzar un acuerdo de ese estilo.

Los promotores del Brexit no han expresado con claridad sus planes en caso de triunfar y no se advierte una postura unificada entre sus defensores. El espectro abarca desde aquellos que promueven que las relaciones pasen a regirse por las normas de la Organización Mundial de Comercio (OMC) e incluso que el Reino Unido promueva una reducción unilateral de aranceles, hasta aquellos que apuntan a conseguir un acuerdo con la UE que les otorgue condiciones de acceso preferencial al mercado común sin las exigencias en materia presupuestaria e inmigratoria que impone a otros países. Como se argumentará más adelante, esta alternativa carecería de viabilidad política.

## 2. *Riesgos adicionales: derivaciones políticas y contagio financiero*

Además del impacto económico directo que se sentirá obviamente con mayor fuerza en el propio Reino Unido y en menor medida en sus socios comerciales más estrechos (el resto de la UE), existen efectos adicionales, que podrían amplificar y extender su alcance. Tales efectos, cuyas fuentes pueden ser las derivaciones políticas del Brexit a nivel europeo o el contagio financiero global, son mucho más difíciles de predecir, lo que potencia aún más el nivel de incertidumbre.

En el frente político, la salida del Reino Unido de la UE podría alentar a los movimientos separatistas en el resto de los miembros de la UE. El avance de los “euro-escépticos” pondría un manto de duda sobre la continuidad del proyecto de unidad europeo a mediano plazo, por más que en el corto plazo las posibilidades de que dichos movimientos alcancen el poder en sus respectivos países o puedan impulsar plebiscitos similares, sean bajas. Por este mismo motivo, los líderes de la UE, particularmente los gobiernos de Francia y Alemania, no se pueden dar el lujo de otorgarle condiciones favorables al Reino Unido en sus relaciones comerciales con la UE tras su salida, aun cuando en ciertos aspectos fuera conveniente. Si el Reino Unido tiene éxito en su transición económica, la opción de abandonar la UE podría ganar credibilidad en otros miembros del bloque, incluyendo sus propios países.

En cuanto al contagio financiero, la experiencia de las crisis más recientes muestra que eventos considerados inicialmente de alcance local, sin la magnitud necesaria para tener un impacto económico a escala mundial, se transformaron

en crisis financieras a nivel global con fuertes consecuencias negativas para la economía mundial. En todos los casos se observa una subestimación del canal de contagio financiero como vehículo de propagación de la crisis.

Esto puede verificarse revisando lo ocurrido en las últimas dos crisis a gran escala: la gran crisis financiera internacional de 2008-2009 iniciada con la crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU., y la crisis fiscal y de deuda de la Eurozona iniciada con la crisis de Grecia<sup>4</sup>. En el primer caso, a fines de 2007 Ben Bernanke, Presidente de la Reserva Federal por entonces, afirmaba que el problema del mercado inmobiliario estaba “bien contenido” y estimaba la magnitud del problema en el orden de los U\$S 200.000 M, cifra que se consideraba manejable para el tamaño de la economía de EE.UU. Con esa misma lógica es que se permitió la quiebra de Lehman Brothers, con las graves consecuencias ya conocidas.

En el segundo caso, el reducido tamaño de la economía de Grecia, que representaba sólo el 3% del PIB de la Eurozona y menos del 1% del PIB mundial, era esgrimido como razón suficiente para que la crisis fiscal del país helénico no tuviera repercusiones serias a nivel continental ni global. Sin embargo, cuando el contagio financiero, tras arrastrar a Irlanda y Portugal, llegó a España y amenazó a Italia, la crisis sistémica se tornó insoslayable.

En el caso actual del Reino Unido, algunos análisis se basan en un enfoque similar para minimizar el impacto potencial del Brexit sobre la economía mundial. El impacto directo sobre el crecimiento económico del Reino Unido, por la retracción de exportaciones e importaciones y la alteración en los patrones de inversión de las empresas y consumo de las familias, puede oscilar en torno al 1% del PIB en el segundo semestre de 2016 y 2017<sup>5</sup>. Teniendo en cuenta que la economía del Reino Unido representa el 4% del PIB mundial, el impacto sobre la economía mundial no sería muy significativo. Aun contemplando que el impacto en la economía de la UE puede restar 0,5% del PIB al crecimiento del bloque europeo, el shock para la economía global continúa siendo manejable, no parecería ser de una magnitud suficiente para hundir a la economía global en recesión o generar una crisis a gran escala.

Sin embargo, estos cálculos no contemplan ningún efecto adicional por contagio financiero. En este sentido, el foco de atención está puesto en los bancos que basan sus operaciones europeas en el centro financiero de Londres y que deberían trasladar sus bases a otros centros financieros dentro de la UE, incurriendo en fuertes costos, así como la pérdida de negocios por la reducción del comercio internacional y los flujos de capital entre el Reino Unido y el resto de la UE. Algunos argumentan que estos costos y pérdidas no serían de magnitud suficiente para desestabilizar el sistema financiero europeo. Sin embargo, las interrelaciones que presenta en la actualidad el sistema financiero global, muchas de ellas ocultas, llevan a que los canales de contagio se tornen imprevisibles. Por ello, dependiendo de la reacción de los mercados financieros, el costo económico a nivel global podría terminar siendo mucho más severo.

### 3. Mercados financieros nerviosos, bancos centrales en alerta

El comportamiento de los mercados financieros en la semana previa al plebiscito, cuando se fortaleció la opción del Brexit en las encuestas, constituye un indicio de lo que puede ocurrir en caso de que su triunfo se materialice. Hasta principios de junio, la incertidumbre y los temores por un eventual triunfo de la opción separatista, que parecía una posibilidad lejana, se habían mantenido circunscriptos a los mercados británicos. En especial, la cotización de la libra esterlina frente otras divisas se mostró muy sensible a los cambios de percepción respecto al plebiscito, sufriendo una fuerte depreciación a principios de año, de la que a partir de febrero se recuperó parcialmente frente al dólar, mientras que frente al euro comenzó a recuperarse desde abril hasta fines de mayo, para volver a depreciarse nuevamente en junio (véase el gráfico 5).

<sup>4</sup> Pueden encontrarse ejemplos similares, aunque su alcance haya sido de menor escala, en el “efecto Tequila” iniciado en México en diciembre de 1994, y en la crisis originada en el default de Rusia en 1998, seguida por la quiebra del fondo de inversión especulativa Long Term Capital.

<sup>5</sup> Dado que las estimaciones de consenso proyectan un crecimiento del PIB del Reino Unido del 1,9% para 2016 y del 2,1% para 2017, el shock causado por el Brexit no sería suficiente para que el Reino Unido caiga en recesión, aunque el crecimiento secuencial en el segundo semestre de 2016 podría ser cercano a 0%.

**GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DE LA LIBRA ESTERLINA FRENTE AL DÓLAR Y AL EURO**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Pero entre el 10 y el 17 de junio se verificó un aumento generalizado de la aversión al riesgo en los mercados globales. Los índices de acciones cayeron en todo el mundo, con mayor fuerza en los mercados emergentes que en los desarrollados, el petróleo y los commodities industriales se debilitaron, mientras que los activos considerados como “refugio” por los inversores, como el oro, los bonos de los países centrales y el yen se fortalecieron.

Entre los movimientos más destacados en ese lapso se puede mencionar la caída de 11% en la semana del barril de crudo WTI tras haber tocado un máximo de U\$S 51,65 el 10 de junio, la suba del precio del oro a un nuevo máximo del año en U\$S 1.315 por onza el 16 de junio, y el descenso de la tasa de retorno del bono del tesoro alemán (*Bunds*) a 10 años por primera vez en la historia a terreno negativo, registrando un mínimo de -0,038% el 16 de junio.

La caída del Brexit en las encuestas del último fin de semana trajo alivio a los mercados financieros, con los activos de riesgo experimentando un fuerte rebote en la apertura del lunes 20 de junio. Esto constituye otra muestra del carácter “binario” que los inversores asignan al resultado del plebiscito. Tratándose de una carrera tan cerrada, con resultado imposible de pronosticar, la volatilidad será la norma en los días previos al plebiscito, con fuertes reacciones en una u otra dirección en los días siguientes dependiendo de cuál campo sea favorecido por el electorado.

Un aspecto positivo en la coyuntura actual es que los principales bancos centrales del mundo están alertas frente a los riesgos de contagio derivados de un eventual triunfo separatista en el plebiscito británico. En el caso puntual del Banco de Inglaterra (BOE), el más directamente involucrado, tras la última reunión de política monetaria anunció que está preparado para adoptar las medidas necesarias para asegurar el funcionamiento normal del sistema financiero británico, que pueden incluir la reducción de la tasa de interés de referencia del 0,50% actual a 0%, así como medidas de provisión de liquidez de emergencia.

En el caso del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón (BOJ), los bancos centrales que han ampliado sus programas de estímulo más recientemente en 2016, en sus respectivas reuniones de política monetaria del mes de junio han decidido no realizar nuevas modificaciones, a partir de su evaluación de que las últimas medidas están surtiendo un efecto positivo. Sin embargo, ambas entidades están preparadas a contrarrestar los efectos negativos de un triunfo del Brexit, en especial si como consecuencia de dicho resultado se verificara un deterioro en los indicadores de riesgo de los países periféricos de la Eurozona en el caso del BCE, o una apreciación significativa adicional del yen en el caso del BOJ.

En el caso de EE.UU., como se analiza más detalladamente en el punto siguiente, la incertidumbre derivada de las posibilidades de éxito del Brexit ha contribuido a la decisión de la Reserva Federal de postergar las subas de tasas previstas para el corto plazo. Si su materialización se transforma en un shock financiero severo, no sería de extrañar que surja nuevamente la opción de aplicar tasas de interés negativas, que últimamente había quedado en el olvido.

La predisposición que muestran los bancos centrales en salir en apoyo de sus respectivos sistemas financieros ante un shock adverso como el que puede representar la salida del Reino Unido de la UE, ayuda a atenuar sus consecuencias y evitar su espiralización. Pero no debe caerse en excesos de optimismo, ya que las herramientas monetarias no convencionales como las distintas versiones de QE y las tasas de interés negativas, vienen enfrentando problemas crecientes de pérdida de eficacia, en lo que habitualmente se describe como que han ingresado en una etapa de rendimientos decrecientes.

4. EE.UU.: El debilitamiento del empleo y el Brexit impulsan nueva postergación de la suba de tasas.

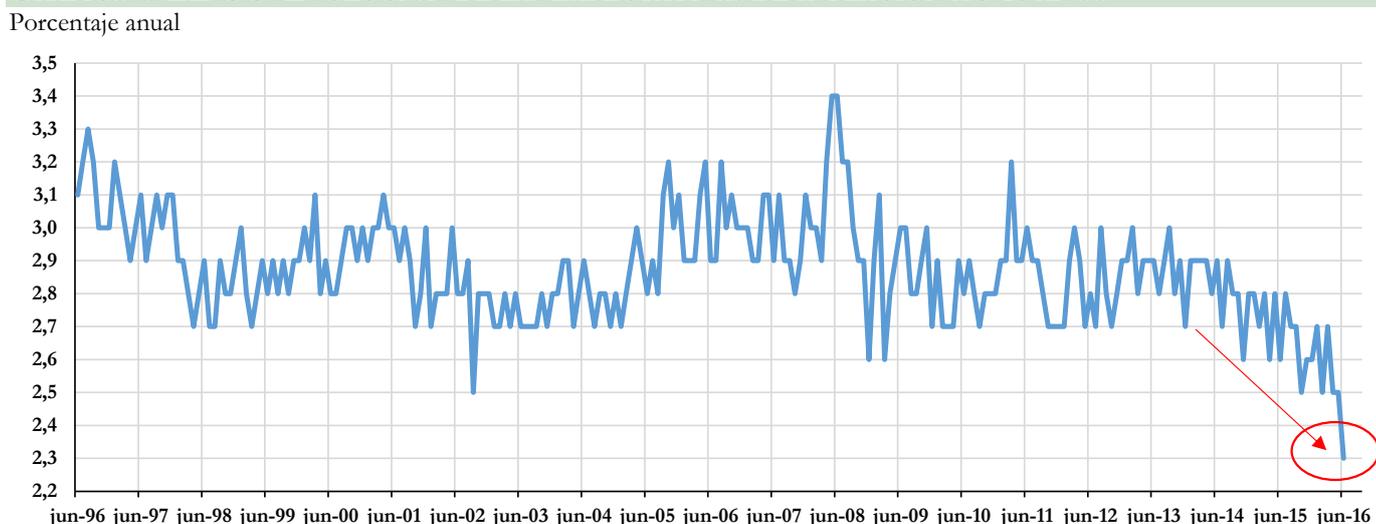
A lo largo del mes de mayo, diversos miembros de la Fed le dieron un tono “hawkish” a su discurso, dando a entender que estaban aprestándose para reanudar en el corto plazo el proceso de suba de tasas de interés iniciado en diciembre de 2015. El mercado de capitales tomó nota de dicho cambio de tono, aumentando a fines de mayo las probabilidades de una suba de tasas de Fondos Federales, implícitas en la valuación de los contratos futuros, por encima del 30% para la reunión de junio, y más del 50% para la reunión de julio.

Las razones para el endurecimiento de la postura de un organismo que viene mostrando una dependencia muy fuerte de la nueva información que va incorporando (“data-dependant”) se pueden resumir en: 1) síntomas de mejora de la actividad económica, especialmente por el lado del consumo, donde el aumento de las ventas minoristas de abril apunta a una expansión del 4% anualizado del consumo en el segundo trimestre, en un contexto donde el mercado laboral, pese al decrecimiento en el ritmo de creación de empleo de abril, se mantenía firme; 2) indicios de presión incipiente de inflación salarial, combinado con una recuperación de precios de petróleo que cambiaba de signo el principal factor deflacionario del último año; y 3) señales de relajamiento en el escenario financiero internacional.

Pero, una vez más, todo cambió súbitamente a principios de junio. En primer lugar, el inesperado freno en la creación de empleo de mayo, que se redujo a sólo 38.000 nuevos puestos, generó fuerte preocupación por la salud del mercado laboral, que hasta ahora era el pilar más sólido de la economía estadounidense y el principal argumento para normalizar la política monetaria.

En segundo lugar, a pesar de que la inflación subyacente muestra un repunte (en mayo se ubicó en el 2,2% interanual, cerca del máximo de los últimos 5 años), las expectativas inflacionarias a mediano / largo plazo siguen deprimidas. Más aún, la medición de expectativas inflacionarias a 5 – 10 años que elabora la Universidad de Michigan junto con la encuesta mensual de confianza del consumidor, registró un nuevo mínimo histórico ubicándose en el 2,3% anual, cuando hasta ahora nunca había perforado el nivel de 2,5% (véase el gráfico 6).

**GRÁFICO 6: EE.UU. EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 5-10 AÑOS**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Por último, el deterioro del escenario financiero internacional ante el avance de la opción del Brexit, volvió a instalarse como un factor de preocupación. No sólo por el riesgo de inestabilidad financiera, sino también por el impacto negativo sobre el precio del petróleo y otros commodities, que podría volver a poner presión bajista sobre la inflación, así como por la apreciación que podría registrar el dólar como consecuencia de la búsqueda de refugio de los inversores, impactando negativamente la competitividad del sector manufacturero.

Por estos motivos, en la reunión del 15 de junio la Fed decidió mantener la tasa de Fondos Federales sin cambios en el rango de 0,25% – 0,50%. Pero más importante todavía, las proyecciones que se publicaron tras la reunión mostraron un número creciente de miembros que prevén una única suba de tasas hasta fin de 2016, 6 contra 1 en las proyecciones anteriores del mes de marzo, en lugar de dos subas como era la visión ampliamente mayoritaria en la entrega anterior. Otra característica destacada de las últimas proyecciones es la nueva reducción en la mediana de las estimaciones de la tasa “neutral” de largo plazo, de 3,25% a 3,00%, lo que implica un nuevo desplazamiento hacia abajo de la trayectoria esperada para las tasas de interés en los próximos 3 años. Del mismo modo, las declaraciones de la Presidente de la Fed, Janet Yellen en la conferencia de prensa al finalizar la reunión, evidenciaron un tono más “*dovish*” que en exposiciones previas.

En forma consecuente, las probabilidades de suba de tasas de interés se han desplomado nuevamente. Al 20 de junio, la probabilidad de suba de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales en la reunión de julio se ubica en el 8%, no alcanzando el 50% para ninguna de las reuniones en lo que resta de 2016.

5. *El escenario global para países emergentes sigue siendo complejo.*

Los países emergentes, en especial los de América Latina, continúan enfrentando condiciones globales con fuerzas contrapuestas. Por un lado, la persistencia de tasas de interés extremadamente bajas o negativas en el mundo desarrollado, implica que la liquidez global sigue siendo abundante, y que la disponibilidad de capitales para financiamiento no muestra una contracción preocupante. Además, el relativo debilitamiento del dólar respecto a los niveles elevados que alcanzó a principios de año, ayuda a sostener los precios en dólares de los commodities, lo que significa un alivio para los países productores de materias primas de la región. China por el momento ha dejado de ser un factor preponderante de preocupación, ya que las medidas fiscales y monetarias parecen haber conseguido el objetivo de estabilizar el crecimiento del PIB cerca del 7% anual, aunque ya nadie espera que vuelva a ser la locomotora de años atrás.

Sin embargo, el bajo crecimiento global, factor principal que mantiene las tasas de interés en niveles deprimidos, y el bajo dinamismo que muestra el comercio internacional en los últimos años, conspiran contra las posibilidades de los países de la región de retomar un sendero de crecimiento más elevado, necesario para elevar los niveles de ingreso per capita. Además, llegado cierto punto, la falta de crecimiento global termina por minar la confianza de los inversores, lo que puede generar una ola de aversión al riesgo, que provoque una salida de capitales de mercados emergentes aun en condiciones de tasas de interés nulas o negativas. Un triunfo del Brexit podría transformarse en el catalizador para este escenario negativo.

Alternativamente, una derrota del Brexit en el plebiscito del 23 de junio, junto con mejores datos económicos en EE.UU., podrían llevar a la Fed a un nuevo cambio de rumbo, con una aceleración en el proceso de normalización de tasas. Si bien una mejora del crecimiento de EE.UU. favorece mejores perspectivas de crecimiento global, lo que es bueno para los países emergentes a mediano plazo, la contracción monetaria global en el corto plazo pondrá presión sobre aquellos países dependientes del ingreso de capitales.

## COMMODITIES: ¿REACTIVACIÓN DEL MERCADO?

*Eloy Aguirre*

**Durante los primeros cinco meses de 2016, la mayoría de los commodities mostraron una fuerte recuperación de sus precios internacionales. Dichas subas fueron impulsadas por la postergación de la suba de la tasa de Fondos Federales de EEUU, la debilidad del dólar frente a otras monedas, la contracción de la oferta de varios commodities energéticos y adversidades climáticas.**

### *Introducción*

Se observa en el contexto económico mundial una fuerte recuperación de los precios internacionales de los commodities en el transcurso del año 2016. A esta situación se le suma la pérdida de valor del dólar frente a otras monedas principalmente el euro, la postergación de suba de tasas por parte de la Reserva Federal de EEUU y una leve recuperación de la actividad económica en China. Esta combinación beneficia en algún sentido a los países emergentes productores de materias primas, pero no está del todo claro si este escenario continuará en lo que resta del año.

### *Granos y oleaginosas*

Según el último reporte del Departamento de Agricultura de los EEUU (USDA) de junio de 2016, la producción mundial de soja llegaría a las 313,3 millones de toneladas en la campaña 2015/2016, mostrando una caída del 2% respecto de la campaña anterior. La reducción en la producción se debe principalmente a problemas climáticos en Argentina, donde se estima una producción de 56,5 millones de toneladas en 2015/2016 totalizando una disminución del 8% respecto de la campaña 2014/2015. Por su parte Brasil alcanzaría las 97 millones de toneladas de soja en 2015/2016 bajando su producción en 0,2 millones respecto de la campaña anterior. Esto se debe a una caída en los rendimientos por hectárea de las zonas con mayor producción. EEUU, el mayor productor mundial de soja, llegaría a las 106,9 millones de toneladas, aumentando su producción en 50.000 toneladas, menor a lo que se esperaba debido también a fuertes lluvias en las principales zonas de producción.

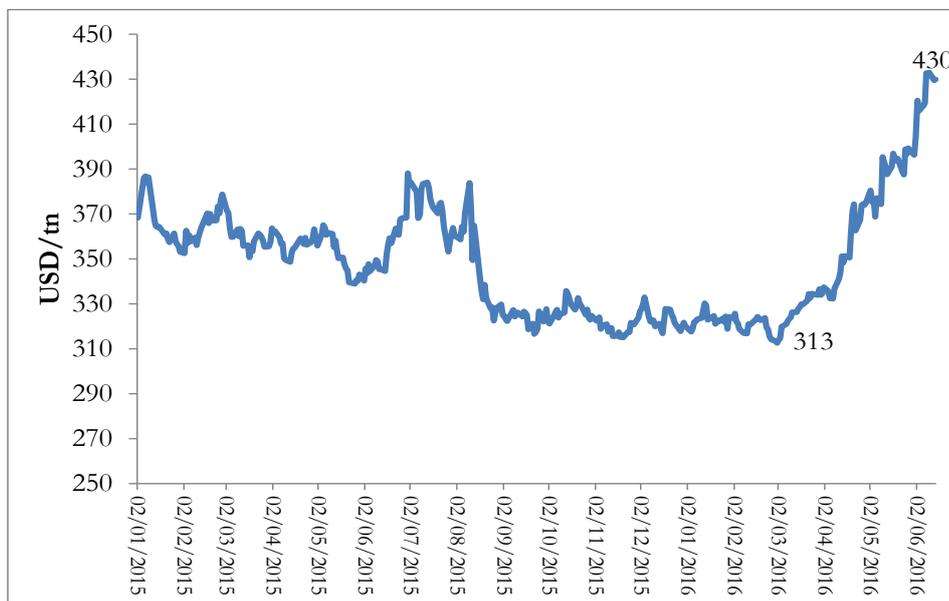
En el caso de la demanda, el informe de USDA estima que las importaciones mundiales de soja en el período 2015/2016 alcanzarían las 130,8 millones de toneladas. Las importaciones de China llegarían a las 83 millones de toneladas para el mismo período, mostrando un 6% de aumento respecto de la campaña anterior.

Asimismo, las proyecciones de USDA para la producción sojera de la campaña 2016/2017 indican 323,7 millones de toneladas mundiales, mejorando la oferta de la campaña vigente. Los principales productores alcanzarían los siguientes valores: para EEUU 103,4 millones de toneladas, Brasil 107 millones y Argentina 57 millones. En Argentina al igual que en Brasil aumentaría la superficie sembrada. Según USDA la demanda también aumentaría con 136 millones de toneladas y para China se proyectan importaciones por 87 millones de toneladas.

En cuanto a los precios internacionales de la soja, se puede observar en el gráfico 7 una recuperación del precio en los últimos meses. El precio internacional de la tonelada de soja creció un 37% entre 1° de marzo y el 14 de junio de 2016, pasando de USD 313 por toneladas a USD 430 por toneladas. La recuperación se debe, entre otros motivos, al incremento de la demanda china y a los informes climáticos que indican un exceso de lluvias en las principales regiones sojeras en la época de cosecha. De continuar el mal clima en EEUU y consecuentemente la reducción de los márgenes del sector, podría seguir aumentando el precio de la soja. Esta situación permitiría incrementar el ingreso de divisas en Brasil y Argentina en el año 2016 mejorando sus balances comerciales y sus respectivas cuentas corrientes e inclusive durante el 2017.

En cuanto al trigo, el informe de USDA estima que la producción mundial alcanzaría en la campaña 2015/2016 las 734,2 millones de toneladas, un 1% más que el período anterior. La producción de Rusia, mayor productor, crecería un 3,3% alcanzando las 61 millones de toneladas, la producción de la Unión Europea subiría un 2% (160 millones de toneladas) y EEUU (segundo mayor productor mundial) aumentaría un 1,2% obteniendo 55,8 millones de toneladas. El incremento continuo de la oferta global de trigo de las últimas cuatro campañas por encima de la demanda, es una de las causas de la reducción de su precio internacional.

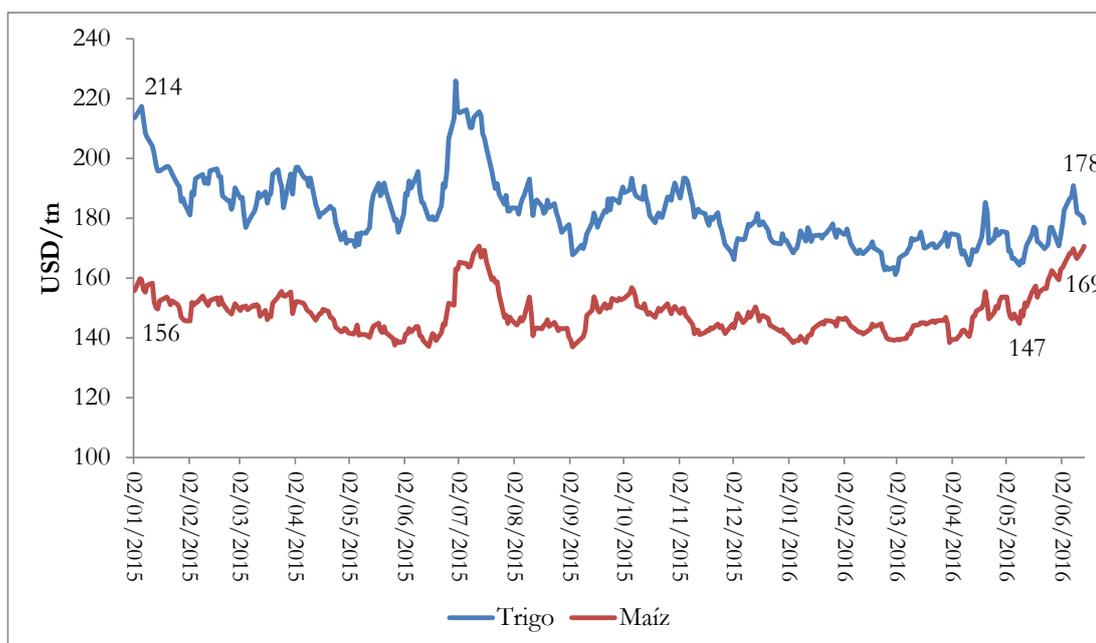
**GRÁFICO 7: PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA . ENERO 2015 - JUNIO 2016**



Fuente: IICE - USAL en base a datos de Reuters

En el caso del maíz la producción mundial alcanzaría las 966,4 millones de toneladas en la campaña 2015/2016, exhibiendo una caída respecto de la campaña anterior del 4,6%. La producción de EEUU disminuiría un 4,3% alcanzando las 345,5 millones de toneladas, mientras que en Brasil la reducción sería del 8,8% con 77,5 millones de toneladas y en Argentina un 6% con 27 millones de toneladas. En cuanto a la demanda, según el informe de USDA aumentaría en 10 millones de toneladas en la campaña 2015/2016, un 15% superior a la campaña anterior.

**GRÁFICO 8: PRECIO INTERNACIONAL DE TRIGO Y MAÍZ . ENERO 2015 - JUNIO 2016**



Fuente: IICE - USAL en base a datos de Reuters

El gráfico 8 presenta la evolución de los precios internacionales del trigo y el maíz en el período enero 2015-junio 2016. Se puede observar en el caso del trigo una reducción del precio en 2016 comparada con el promedio de 2015.

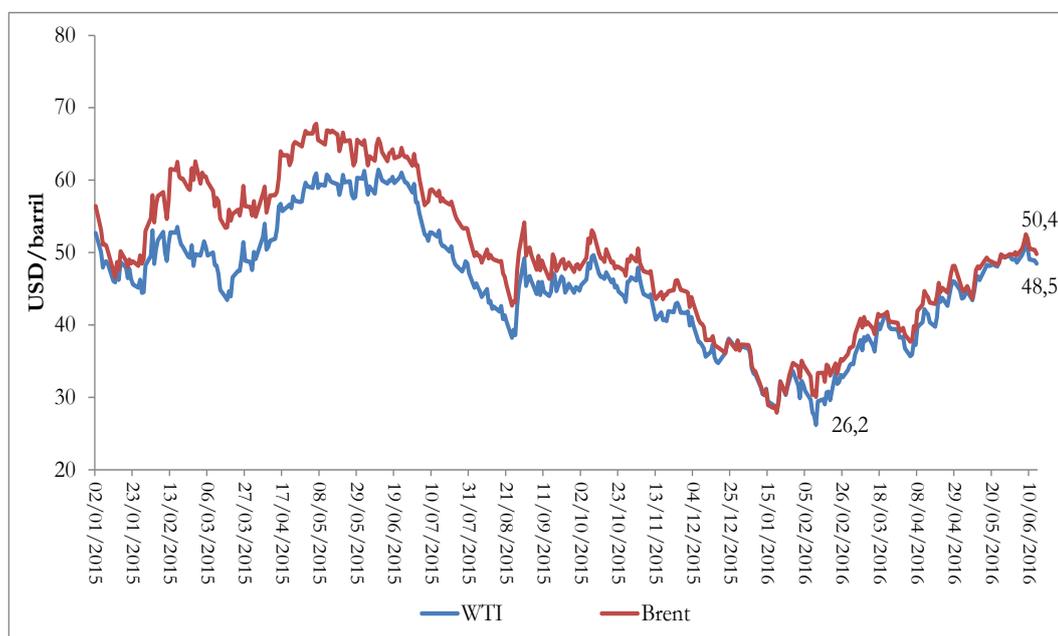
Por su parte, el precio del maíz aumentó fuertemente en el último mes y medio (16%) alcanzando los USD 169 por tonelada el 14 de junio de 2016. Este aumento se debe principalmente en demoras en las cosechas en Brasil y Argentina, más del 50% del área plantada se encuentra sin levantar la cosecha. Estas demoras tienen como consecuencia en el caso de Brasil que se importe maíz (200.000 toneladas desde Argentina y 160.000 desde Paraguay) y que se recurra a sustitutos como el trigo forrajero para el consumo de animales.

Según el último informe de USDA, las proyecciones para la campaña 2016/2017 indican un incremento en la producción maíz del 5% alcanzando las 1.012 millones de toneladas, esto podría reducir los precios en el futuro. Igualmente el incremento de precios actuales genera un beneficio para los países productores y exportadores de maíz.

### Petróleo y oro

El precio internacional del petróleo tuvo una fuerte recuperación desde febrero de 2016 hasta la fecha. El precio internacional del crudo WTI aumentó un 85% entre el 11 de febrero de 2016 y el 14 de junio del mismo año, pasando de USD 26,2 el barril a USD 48,5 el barril. Esto muestra cuatro meses de recuperación del crudo luego de siete meses de caída libre. A principios de julio de 2015 el crudo WTI costaba USD 60 b. El gráfico 9 presenta la evolución del precio internacional del petróleo WTI y Brent desde enero 2015 hasta junio 2016. Se puede ver que el crudo Brent también se recuperó a partir de febrero 2016, aumentando su precio un 66% entre el 11 de febrero y el 14 de junio de 2016. Además, en el 2015 cotizaba varios dólares por encima del WTI, pero a partir de 2016 los precios convergieron.

**GRÁFICO 9: PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y BRENT. ENERO 2015 - JUNIO 2016**



Fuente: IICE - USAL en base a datos de Reuters

Uno de los motivos de la recuperación del precio internacional del crudo, es la absorción del exceso de oferta por parte de los compradores de petróleo. Además, existen cortes de suministros sorpresivos principalmente en Canadá, Nigeria, Irak y Libia que en mayo promediaron los 3,6 millones de b/d<sup>6</sup>. En el mundo se demanda en promedio 93 millones de b/d. La mayoría de las causas de estos cortes tienen que ver con accidentes laborales, cortes energéticos, problemas climáticos, incendios y en menor medida ataques de organizaciones contra la infraestructura.

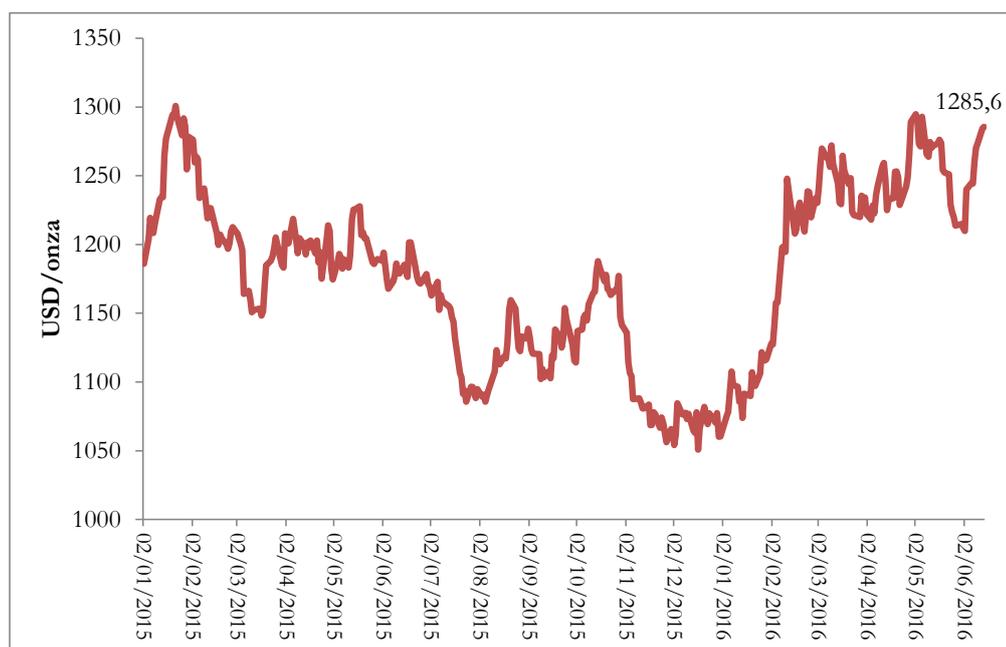
<sup>6</sup> Barriles diarios.

Asimismo, el pasado 2 de junio de 2016 se reunió la Organización de Países Exportadores de Petróleo<sup>7</sup> (OPEP) en Viena. Esta reunión tenía como objetivo analizar y debatir sobre el futuro del mercado de petróleo. La reunión finalizó sin consenso entre los países participantes sobre la regulación del precio internacional del crudo y su producción, por lo tanto se decidió continuar con la misma política de producción de petróleo llevada a cabo hasta ahora. Arabia Saudita propuso la fijación de un nuevo límite de producción tratando de generar algún consenso pero no obtuvo acuerdo. Además, prometió que no inundará el mercado con más combustible, mientras que su principal rival Irán pretende aumentar fuertemente el suministro. Esto generó mayor incertidumbre y el único dato concreto es que no existe unidad dentro de la OPEP. La próxima reunión se realizará en septiembre en Argelia.

Los países de la OPEP produjeron 32,36 millones de b/d en mayo de 2016, de este total 10,2 millones b/d son de Arabia Saudita, 4,3 millones de b/d de Irak y 3,6 millones de b/d de Irán. Según el último informe de la OPEP<sup>8</sup> de junio de 2016, la oferta mundial de petróleo en mayo de 2016 fue de 94,5 millones de b/d, 730.000 b/d menos que en el mes de abril 2016. La caída se produjo principalmente en el grupo de países que no pertenecen a la OPEP, que exhibieron una reducción en la producción de crudo de 630.000 b/d. Las proyecciones de la OPEP indican que en el segundo semestre de 2016 la demanda de crudo alcanzaría los 95,2 millones de b/d y superaría por primera vez en los últimos tres años a la oferta. En este contexto podría continuar la suba del crudo en los próximos meses.

El gráfico 10 muestra la evolución del precio internacional del oro en el período enero 2015 – junio 2016. Se puede observar una fuerte recuperación en el precio del oro a partir de febrero de 2016, al igual que el petróleo. Entre el 2 de febrero y el 14 de junio de 2016 aumentó su precio internacional un 15%, alcanzando los USD 1.285,6 la onza.

**GRÁFICO 10: PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO. ENERO 2015 - JUNIO 2016**



Fuente: IICE - USAL en base a datos de Reuters

La recuperación del precio internacional del oro, se debe principalmente a la postura “dovish”<sup>9</sup> de la Reserva Federal de EEUU, que no ve una recuperación sostenida de los indicadores de crecimiento de EEUU y pospone la suba de tasas de interés. A su vez, el debilitamiento del dólar frente a las demás monedas incentiva a los capitales a resguardarse

<sup>7</sup> Los países que pertenecen a la OPEP son Argelia, Angola, Ecuador, Indonesia, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela.

<sup>8</sup> Monthly Oil Market Report 13 de junio 2016.

<sup>9</sup> Cuando se indica que el banco central tiene una postura “dovish”, significa que se orienta a políticas expansivas, o que buscarán flexibilizar o ablandar sus medidas. Signo de un potencial recorte de tasas de interés de referencia o se aplicará algún plan de estímulo.

en el oro. El dólar se depreció 3,4% con respecto al euro entre febrero y junio de 2016. Asimismo, las proyecciones de bajo crecimiento mundial y la fuerte demanda de oro proveniente de bancos, impulsa al crecimiento de su precio internacional.

En cuanto al mercado internacional de metales como el cobre o el aluminio, continúa la caída de sus precios por baja demanda. El precio del aluminio se redujo 1,3% en mayo de 2016 respecto de abril y cayó 14% interanual. Por su parte, el precio internacional del cobre se redujo en mayo de 2016 un 3,6% con respecto a abril y 25% respecto de mayo de 2015, esta caída se debe a la baja demanda desde China y la debilidad del dólar.

En síntesis, salvo en los casos como el aluminio, cobre y otros metales, se observa una fuerte recuperación del precio internacional de las materias primas durante el año 2016. Uno de los motivos de la recuperación es la demora en la suba de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de EEUU (FED) y el debilitamiento del dólar frente a las demás monedas. A su vez, esto genera un llamado de atención ya que en el momento que la FED se decida a elevar las tasas de interés podría impactar negativamente en los precios de las materias primas.

En el caso de los commodities agrícolas, la reducción de la oferta por problemas climáticos contribuyó al incremento de precios. Por su parte, el petróleo incrementó sus precios en 2016 en parte por caídas en la producción y falta de acuerdo en la OPEP para regular el mercado. Además, se espera un incremento de la oferta de crudo por encima de la demanda en el segundo semestre de 2016. El oro aumentó debido a las bajas estimaciones de crecimiento mundial, conflictos internacionales y el aumento de la demanda proveniente de bancos. Las subas de precio de commodities podrían continuar en lo que resta del 2016, pero el incremento de las tasas de interés por parte de la FED y la posible recuperación del dólar complicaría la recuperación de las materias primas.

## LA COMPOSICIÓN PROVINCIAL DE LAS EXPORTACIONES A LOS PAÍSES DE ASEAN +3

*Luis Ignacio Argüero*

**Las exportaciones argentinas a los países de ASEAN+3 han aumentado notoriamente en las últimas décadas, especialmente en el caso de los alimentos. El origen de estas se concentra en la región Pampeana, y esta concentración muestra una tendencia creciente. Dado el efecto positivo de las exportaciones sobre el nivel de actividad y de empleo local, los gobiernos nacionales deberían continuar adoptando políticas activas de promoción de exportaciones, especialmente hacia los países asiáticos.**

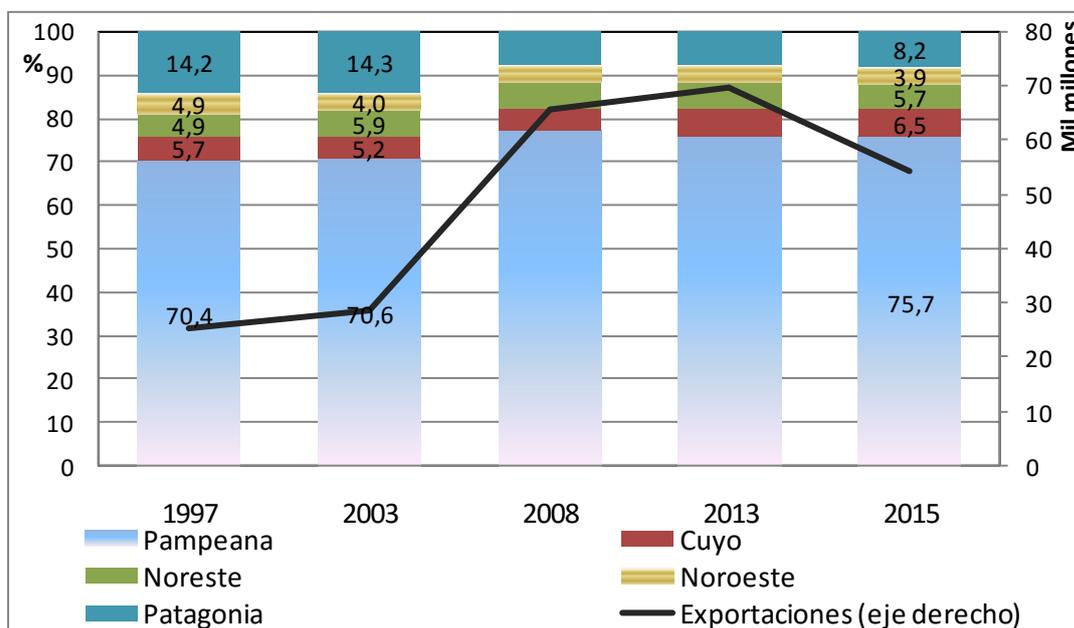
### *1. Concentración regional de la economía argentina (y de sus exportaciones)*

La región Pampeana (que incluye las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe y La Pampa, además de la CABA) es donde se concentra la mayor cantidad de producción y empleo privado de la Argentina. Es también donde se originan la mayor parte de las exportaciones del país. Esta concentración presenta un desafío mayúsculo para las provincias más alejadas de la región Pampeana, que tienen que competir en desigualdad de condiciones, tanto por las complicaciones por la insuficiente infraestructura como por las escasas políticas estatales a fin de ayudar a su desarrollo productivo.<sup>10</sup>

El gráfico 11 muestra por un lado el notorio incremento de las exportaciones desde 2003 y por otro lado, la fuerte concentración del origen de las exportaciones. En 2015, más de tres cuartas partes de los productos exportados por Argentina se produjeron en la región pampeana. Esto es una concentración aún mayor que la de la población: según el censo de 2010, el 63% de la población argentina vive en esta región, la cual representa el 27% del territorio argentino continental.

<sup>10</sup> El término escasas se refiere a que la gran mayoría de las empresas tienen la misma carga de impuestos nacionales independientemente de su ubicación y que no hay un mejor acceso al crédito en la provincias alejadas, a pesar de sus mayores costos. Sí se destaca la política de producción aplicada en Tierra del Fuego, que mediante diversas herramientas ha dado impulso a su sector productivo. Su sustentabilidad, sin embargo, está puesta en duda.

**GRÁFICO 11: EXPORTACIONES TOTALES Y SU ORIGEN REGIONAL**



Nota: Sólo se consideran las exportaciones con origen determinado.

Hay una pequeña proporción de exportaciones que no tienen un origen provincial determinado (en 2015, fue el 4%).

Fuente: IICE-USAL, en base a datos de INDEC.

Es notorio también que esta concentración se ha acentuado en los últimos 12 años, a costa de una pérdida en relevancia de la Patagonia. Esto se da a partir del desplome de sus exportaciones de combustibles y energía, de 2,5 mil millones de dólares en 2003 a 730 millones el año pasado. El norte argentino mantuvo su participación (con una leve pérdida), mientras que Cuyo vio un incremento de 1,3 puntos porcentuales, y pasó de exportaciones por un valor de 1,5 mil millones de dólares en 2003 a 3,5 mil millones en 2015. El crecimiento se explica por el incremento en las exportaciones de piedras y metales preciosos y vinos.

La diferente capacidad exportadora de las provincias argentinas también explica su limitada capacidad para generar empleo privado. Diversos estudios han mostrado la relación positiva entre empleo y exportaciones a nivel nacional y regional, variando su impacto de acuerdo al sector (Kiyota, 2012, Sousa et al, 2012, Argüero, 2014, Rasmussen y Johnson, 2015)<sup>11</sup>. De los 620 mil puestos de trabajo generados en el sector industrial entre 2003 y 2014, 430 mil fueron creados en la región Pampeana (el 70% de los empleos generados en este sector). Así, no se logró generar un sistema productivo nacional con equilibrio regional, con la posibilidad de generar empleos de calidad en todo el territorio. Los impuestos a las exportaciones fueron aplicados de manera uniforme, sin tener en cuenta los mayores costos logísticos y de transacción que tienen las regiones alejadas de Buenos Aires.

En países con larga tradición exportadora (Australia, Canadá o Japón, por ejemplo), donde las políticas de promoción de exportaciones por parte de los gobiernos subnacionales tienen una vasta trayectoria, son muy activas y coordinadas; en Argentina, en tanto, son más bien novedosas, con una tendencia creciente y con una todavía débil coordinación regional. Uno de los programas de coordinación lo está haciendo el Consejo Federal de Inversiones, que ha organizado participaciones en ferias en el extranjero.. Es claro que los gobiernos subnacionales carecen de los incentivos adecuados, en tanto los impuestos de aduanas no son coparticipables y la recaudación por impuestos a las exportaciones -que ha sido importante entre 2003 y 2015- no ha ido a las arcas provinciales. La reducción y/o eliminación de derechos de exportación a fin del año pasado abrió una nueva etapa. Los efectos positivos que traería un incremento en las

<sup>11</sup> Estos últimos autores, por ejemplo, encuentran que cada 1000 millones de dólares exportados se crean 5408 puestos en la industria manufacturera y 5931 en el sector de servicios. La Unión Europea, por su parte, calcula que las exportaciones eran responsables de 25 millones de puestos de trabajo en 2007, mostrando también una gran diferencia en el impacto que ellas tienen en cada sector: mientras que son responsables de 15 millones de puestos de trabajo en el sector industrial, solo suman 746 mil puestos en el sector primario (menos del 3% del total de trabajos creados por las exportaciones) (Sousa et al., 2012).

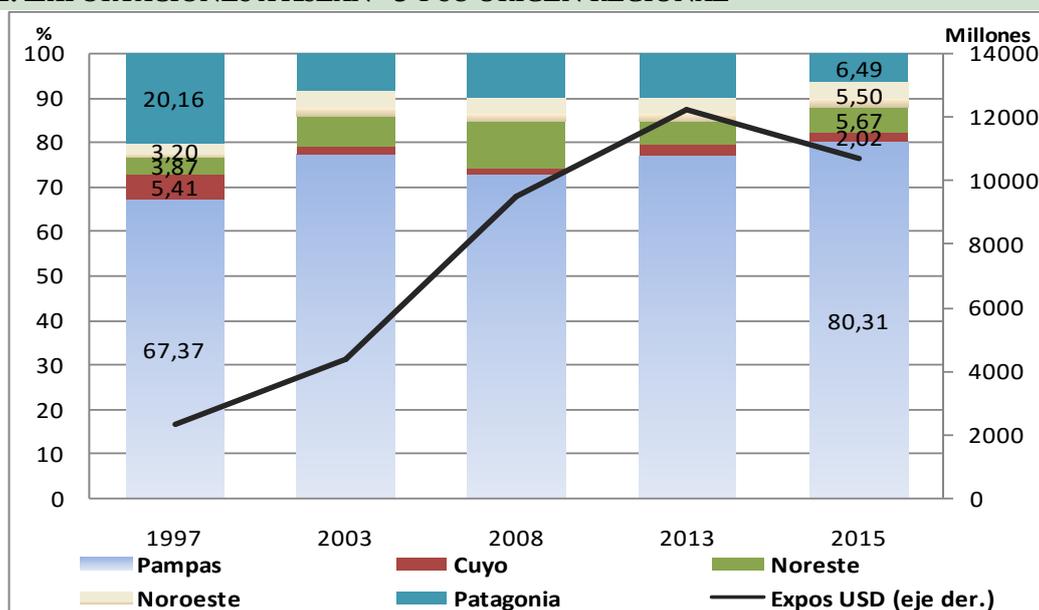
exportaciones tanto en el nivel de actividad como en el de empleo (demostrado por la bibliografía arriba mencionada), dan relevancia al hincapié en la promoción de exportaciones, con actividades como ser una cargada agenda de participación en ferias, el apoyo a la generación de productos exportables, el establecimiento de oficinas comerciales en el extranjero, entre otras herramientas.

2. *El crecimiento de Asia y el origen de las exportaciones argentinas*

Desde comienzos de siglo, la economía mundial se ha caracterizado por una creciente participación en el crecimiento económico y en el comercio de los países asiáticos en vías de desarrollo. Estos son responsables de aproximadamente la mitad del crecimiento económico en la actualidad. La incremental participación de Asia en el mercado mundial (especialmente de China), ha favorecido a la mayoría de los países sudamericanos, que encontraron en el gigante asiático un destino para sus productos primarios. China se volvió un actor fundamental en el comercio internacional argentino, en tanto es el mayor comprador de soja y sus derivados.

El incremento de las exportaciones a Asia ha generado un beneficio para los productores de alimentos y para el gobierno nacional, que se ha quedado con una importante porción de la rentabilidad mediante impuestos a la exportación. En 2015, por ejemplo, se recaudaron 76 mil millones de pesos por derechos de exportación, un 6,6% del total de lo recibido por AFIP (excluyendo seguridad social), y 118% mayor a los recursos recibidos por impuestos a la importación. El impacto que el aumento en el intercambio con Asia ha tenido en las provincias argentinas, sin embargo, no ha sido profundamente estudiado. Más aún, la reciente quita de una importante parte de los derechos de exportación reforzará el impacto que la relación comercial tenga en el sector productivo y en las economías provinciales. Ciertos patrones del comercio argentino con el mundo se repiten cuando uno analiza el intercambio con Asia<sup>12</sup>. La concentración regional de las exportaciones es uno de ellos.

**GRÁFICO 12: EXPORTACIONES A ASEAN+3 Y SU ORIGEN REGIONAL**



Fuente: IICE-USAL, en base a datos de INDEC.

El gráfico 12 muestra el incremento exponencial que han tenido las exportaciones a Asean+3, a pesar de la caída reciente. Al contrario de lo que pasa con las exportaciones al resto del mundo, que entre 1997 y 2003 muestran un leve incremento del 10%, las exportaciones al Asia Pacífico en este período se duplicaron, de U\$S 2.200 M a U\$S 4.400 . En los siguientes 5 años el incremento sería mayor al 100%, para luego moderar la tasa de crecimiento y finalmente presentar una caída en los últimos dos años. Sin embargo, las exportaciones a ASEAN+3 pasaron de representar el 9% a

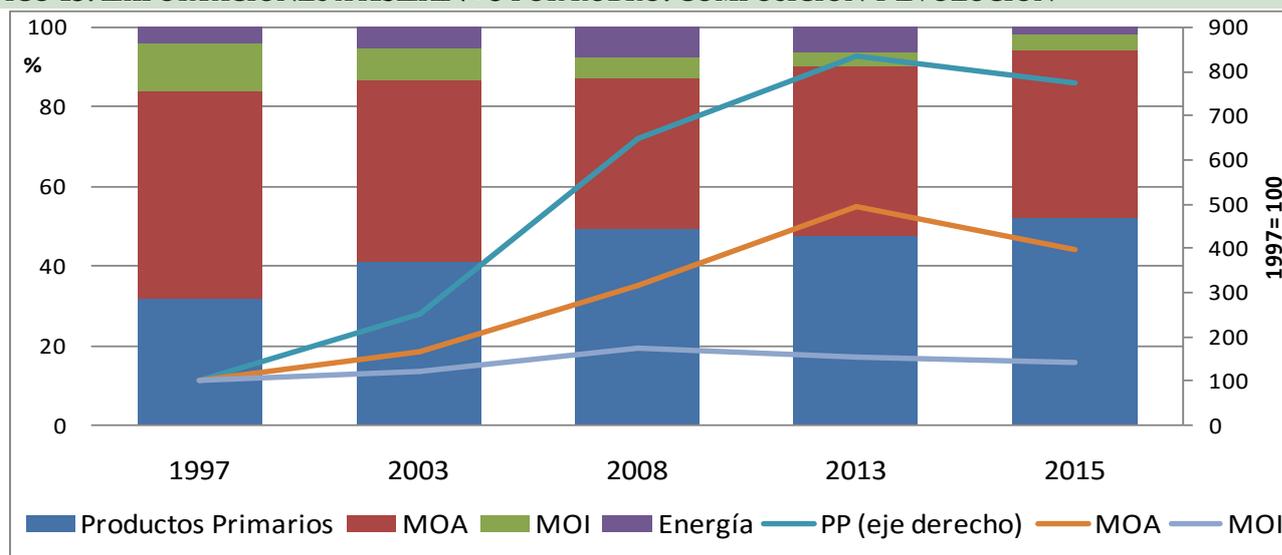
<sup>12</sup> Si bien se utiliza aquí el término "Asia", se refiere este al conjunto de países de ASEAN (Brunei, Camboya, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia, Vietnam) más las tres principales economías de Asia Pacífico (China, Corea y Japón).

aproximadamente el 20%. Por otro lado, es notoria la concentración del origen regional de las exportaciones, aún con un nivel mayor al mostrado en el comercio con la totalidad del mundo. Si bien en 1997 las exportaciones a ASEAN+3 se producían en un 67% en la región Pampeana, por debajo del promedio con el mundo (que en el gráfico 1 se ve que era 70,4%), para 2003 ya lo había sobrepasado (77%). Esta proporción fue aún mayor en 2015, cuando sobrepasó el 80%. Así, todas las otras regiones del país producen poco menos del 20% de todo lo que se exporta a ASEAN+3: Cuyo con un insignificante 2%<sup>13</sup> muestra una notoria caída desde 1997 a partir de la reducción de exportaciones de pieles y cuero. El Noreste y Noroeste ganan participación, impulsados por la soja y la carne de pollo el primero y por la soja, el maíz y el tabaco el segundo. Quien pierde mucha participación es la Patagonia, a pesar del incremento del 80% en su mayor exportación (mariscos). El pescado procesado lidera la caída, mientras que las exportaciones de aluminio muestran un estancamiento.<sup>14</sup>

Casi la mitad de las exportaciones a ASEAN+3 se hacen a China, lo que no es sorprendente. Sí quizá sea llamativo que el segundo destino es Vietnam, que el tercero es Indonesia y que el cuarto es Malasia. Recién en la quinta y sexta ubicación están Corea y Japón, quienes a pesar de ser la segunda y cuarta economías más grandes de Asia, con tamaños 7 y 20 veces respectivamente más grandes que Vietnam, estén en un lugar tan relegado. La falta de productos demandados por estos mercados es notoria y plantea un gran desafío a futuro: cómo lograr colocar los productos argentinos en estos exigentes mercados. Japón importa 60% de las calorías que sus ciudadanos consumen, mientras que en Corea es el 56%. En este país en 2015, por ejemplo, se importó el 54% de la carne vacuna consumida, el 28% de la porcina y casi la totalidad del maíz y el trigo.

La composición por rubro de las exportaciones también muestra una notoria concentración: los productos primarios representan el 50% de las exportaciones, y las manufacturas de origen agropecuario, el 43%. En total, el complejo sojero (ya sea el poroto o la soja procesada) es responsable por el 70% de las exportaciones a ASEAN+3. Luego lo siguen el maíz, los mariscos, las pieles, carne bovina y petróleo crudo. Todos productos primarios, con una muy baja diferenciación que impiden a los productores argentinos imponer un precio en el mercado. Así, la exportación argentina a Asia parecería estar condenada a depender de la producción primaria. La exportación de manufacturas de origen industrial (MOI) ha perdido peso: la mayor exportación continúa siendo el aluminio, en niveles muy similares a los que se exportaban en 1997. Sin embargo, ha sido notorio el incremento del comercio de partes y piezas de vehículos y tractores, productos farmacéuticos y productos químicos.

**GRÁFICO 13: EXPORTACIONES A ASEAN+3 POR RUBRO: COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN**



Nota: el eje derecho muestra el índice, con el año base 1997 =100.  
 Fuente: IICE-USAL, en base a datos de INDEC.

<sup>13</sup> Las exportaciones de vino al sudeste asiático, si bien subieron en números, bajaron en proporción, en tanto esta región pasó de comprar el 9% de las exportaciones en 2001 al 6% en 2014. Para Chile, en cambio, el crecimiento fue exponencial: pasaron de representar el 6,7% de las exportaciones a ser el 21%.

<sup>14</sup> En futuros artículos se evaluarán las dificultades que sectores y empresas específicos encuentran para comerciar con los países de Asean+3.

---

El gráfico 13 muestra la estructura y evolución de las exportaciones al sudeste asiático. Lo marcado en el anterior párrafo se ve gráficamente, y se hace visible también la tendencia creciente: los productos primarios eran el 32% de las exportaciones a ASEAN+3, y esa proporción fue aumentando con el paso de los años hasta llegar al 52% en 2015. Las líneas de los gráficos muestran el incremento de las exportaciones, haciendo un índice que tiene como base 1997. Entre ese año y 2015 el incremento en las exportación de productos primarios fue de 664%, para las MOA fue de 294% y para las MOI fue de 41%.

El crecimiento de las economías asiáticas influyó de forma muy despareja al sistema productivo argentino. Las regiones productoras de los alimentos que son demandados (principalmente soja y maíz) y aquellas con las empresas que los procesan (que hacen por ejemplo aceite de soja, pieles y cueros, carnes de ave, leche o vino) se han beneficiado del incremento de las exportaciones a ASEAN+3. Aquellas regiones y empresas que se especializan en la producción de alimentos con una menor demanda por parte de Asia, o de manufacturas industriales, han visto un impacto mucho menor. Sin embargo, hay todavía un enorme espacio por conquistar: el banco de Asia calcula un 145% de incremento en el consumo de granos entre 2010 y 2030 para el Asia en desarrollo, un 247% en carnes, 152% en alimentos procesados, 225% de minerales. La clase media asiática será la que más rápido crecerá en el mundo en las futuras décadas, y el cambio en los hábitos de consumo de estos países presentan un desafío renovado para las regiones y empresas argentinas: ¿Cómo hacer para que consuman nuestros productos?

**INDICADORES**

| Indicador   | 1T 15  | 2T 15  | 3T 15  | 4T15   | 1T16   | Jan-16 | Feb-16 | Mar-16 | Apr-16 | May-16 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Indicadores de Actividad</b>                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>           | -13,4% | 3,7%   | 7,0%   | 1,7%   | 24,1%  | 46,3%  | 17,8%  | 15,0%  | 30,5%  | 13,3%  |
| <i>Var. % m/m, con estacionalidad</i>                   | -7,6%  | 22,8%  | 10,2%  | -18,7% | 12,7%  | 26,7%  | 3,9%   | 16,9%  | -0,3%  | -0,3%  |
| <b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>           | -1,3%  | 0,5%   | 3,2%   | 1,0%   | 2,1%   | 4,3%   | -1,6%  | -0,4%  | -4,8%  |        |
| <i>Var. % t/t, m/m, desest.</i>                         | 1,3%   | 1,4%   | -0,1%  | -1,3%  | 2,0%   | 3,6%   | -2,3%  | -1,3%  | -2,3%  |        |
| <b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>          | -4,5%  | 1,5%   | 2,4%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,3%   | 0,6%   | -2,1%  | -6,1%  |        |
| <i>Var. % t/t, m/m, desest.</i>                         | 0,7%   | 1,5%   | 0,0%   | -1,7%  | -1,7%  | 1,5%   | -1,6%  | 0,1%   | -0,6%  |        |
| <b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>        | -5,6%  | 9,3%   | 15,8%  | 12,9%  | -3,6%  | 3,2%   | -4,0%  | -9,6%  | -22,3% | -12,5% |
| <i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>                         | -7,3%  | 11,5%  | 10,6%  | -1,2%  | -20,9% | -13,9% | -2,4%  | -5,4%  | -5,5%  | 2,9%   |
| <b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>           | 6,7%   | 13,9%  | 5,2%   | 1,3%   | -8,9%  | -8,0%  | -10,0% | -8,8%  | -27,5% | -11,2% |
| <b>Indicadores del Sector Externo</b>                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Comercio Exterior (Devengado) (INDEC)</b>            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Exportaciones en USD</b>                             | 12.058 | 16.405 | 15.866 | 12.459 | 12.404 | 3.861  | 4.122  | 4.421  | 4.756  |        |
| <i>Valor, Var. % a/a</i>                                | -12,6% | -21,3% | -14,3% | -17,9% | 2,9%   | 1,5%   | 6,5%   | 0,9%   | -7,7%  |        |
| <b>Importaciones en USD</b>                             | 13.242 | 15.704 | 16.625 | 14.185 | 12.794 | 4.046  | 4.029  | 4.719  | 4.424  |        |
| <i>Valor, Var. % a/a</i>                                | -18,7% | -8,5%  | -2,4%  | -3,9%  | -3,4%  | -3,6%  | 1,0%   | -6,6%  | -10,7% |        |
| <b>Saldo Comercial en USD</b>                           | -1.184 | 701    | -760   | -1.726 | -390   | -185   | 93     | -298   | 332    |        |
| <b>Pcios. Materias Primas BCRA (prom.) (dic 97=100)</b> | 216,5  | 207,2  | 205,9  | 188,9  | 182,5  | 180,2  | 181,6  | 185,7  | 195,4  | 231,6  |
| <i>Var. % a/a</i>                                       | -22,1% | -29,0% | -21,6% | -19,1% | -15,7% | -18,0% | -16,3% | -12,7% | -6,1%  | -6,1%  |
| <i>Var. % m/m, t/t</i>                                  | -7,3%  | -4,3%  | -0,6%  | -8,3%  | -3,4%  | -2,3%  | 0,8%   | 2,3%   | 5,2%   | 18,5%  |

| Indicador   | 1T 15 | 2T 15 | 3T 15 | 4T15  | 1T16   | Jan-16 | Feb-16 | Mar-16 | Apr-16 | May-16 |
|---|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Precios y Salarios</b>                         |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| IPC (INDEC) Var. % t/t, m/m                       |       |       |       |       |        |        |        |        |        | 4,2%   |
| IPC (fuentes priv.) fdp                           | 30,4% | 28,2% | 25,9% | 27,8% | 35,3%  | 29,7%  | 33,9%  | 35,3%  | 41,5%  | 43,6%  |
| <i>IPC (fuentes privadas) Var. % t/t, m/m</i>     | 5,8%  | 5,7%  | 6,1%  | 7,7%  | 12,0%  | 3,6%   | 4,8%   | 3,2%   | 6,7%   | 3,5%   |
| IPCBA (CABA) Var. % a/a fdp                       | 28,0% | 25,5% | 24,0% | 26,9% | 35,0%  | 29,6%  | 32,9%  | 35,0%  | 40,5%  | 44,4%  |
| <i>Var. % m/m, t/t</i>                            | 5,2%  | 6,0%  | 5,6%  | 7,7%  | 11,9%  | 4,1%   | 4,0%   | 3,3%   | 6,5%   | 5,0%   |
| <b>Indicadores Fiscales</b>                       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Ingresos Totales Var. % a/a                       | 25,0% | 31,8% | 28,5% | 31,1% | 42,5%  | 26,2%  | 28,0%  | 76,0%  | 25,0%  |        |
| Ingresos Totales sin Rtas. de la Prop. Var. % a/a | 29,7% | 34,5% | 33,9% | 25,6% | 31,5%  | 30,0%  | 25,7%  | 39,2%  | 23,9%  |        |
| Gastos Totales Var. % a/a                         | 42,3% | 38,9% | 32,3% | 34,9% | 27,6%  | 12,8%  | 27,6%  | 42,3%  | 14,2%  |        |
| <b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>           |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| <i>Mediana</i>                                    | 30,0  | 29,3  | 25,7  | 25,0  | 28,3   | 25,0   | 30,0   | 30,0   | 30,0   | 28,0   |
| <i>Media</i>                                      | 30,2  | 29,5  | 28,2  | 26,7  | 30,6   | 26,9   | 33,6   | 31,4   | 36,0   | 32,4   |
| <b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>            |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| <i>Indice</i>                                     | 51,0  | 54,2  | 55,8  | 57,4  | 49,3   | 54,0   | 45,6   | 48,2   | 43,2   | 42,7   |
| <i>Var. % m/m, t/t</i>                            | 16,1% | 6,3%  | 2,9%  | 2,8%  | -14,2% | -1,6%  | -15,6% | 5,6%   | -10,3% | -1,2%  |
| <i>Var. % a/a</i>                                 | 35,0% | 39,4% | 30,7% | 30,6% | -3,4%  | 8,1%   | -9,7%  | -8,4%  | -18,3% | -22,4% |