

**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

15 DE MARZO DE 2016 – N° 137 AÑO 14

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>PANORAMA DE ARGENTINA</b>	
▪ <b>ESTANFLACIÓN Y TURBULENCIAS</b>	<b>2</b>
▪ <b>SU MAJESTAD EL DÓLAR</b>	<b>8</b>
<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>	
▪ <b>ALIVIO TRANSITORIO</b>	<b>14</b>
▪ <b>BRASIL: EL GIGANTE SE HUNDE</b>	<b>20</b>
<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>	
▪ <b>IN MEMORIAM: ALDO FERRER (1927-2016)</b>	<b>24</b>

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 IPC de la Ciudad de Buenos Aires aumentó 4% (32,9% i.a.), acumulando así un alza de 8,3% en los primeros dos meses del año. A su vez, el IPC Congreso registró un aumento de 4,8% (33,9% i.a.), acumulando una suba de 8,6% en el primer bimestre de 2016.

### LO IMPORTANTE

- El 23 de marzo llega a la Argentina el presidente de los Estados Unidos Barack Obama, con una comitiva de 800 personas. Es la primera visita de un presidente estadounidense para negociaciones bilaterales en los últimos 19 años. El Gobierno argentino espera que sea el punto de partida de una reactivación de las relaciones entre Argentina y Estados Unidos, y del ingreso a nuestro país de capitales de riesgo y créditos de organismos multilaterales para financiar proyectos privados y obras de infraestructura

### LO QUE HAY QUE SABER

- El gobierno ha logrado normalizar las relaciones con EE.UU. y avanzar en la resolución del conflicto con los “holdout”. Sin embargo, se ha acelerado la inflación y se han agravado los síntomas de recesión. Esto ha debilitado las expectativas de una recuperación económica que el Gobierno espera para el segundo semestre de 2016.
- El 1° de marzo el BCRA debió subir las tasas de interés para calmar las expectativas de depreciación que llevaron un dólar a su máximo nivel, y también en la licitación del 8 de marzo. Luego de la primera suba de tasas el dólar cayó a \$15,20 y arrastró a la baja a los futuros de tipo de cambio.
- A principios de 2016 los precios de los commodities cayeron a los mínimos en más de cinco años, pero desde mediados de febrero se evidencia una súbita mejoría, liderada por el petróleo. Esto es un alivio para las castigadas economías latinoamericanas dependientes de la exportación de materias primas. Sin embargo, el carácter transitorio de los factores que sustentan esa suba no permite anticipar el inicio de un nuevo ciclo positivo para la región.
- El PIB brasileño cayó 3,8% en 2015. El resto de los indicadores económicos no son muy alentadores, la producción industrial cayó un 8,3%, la construcción disminuyó 7,6% y las exportaciones 15%. La situación política ha empeorado luego de que la fiscalía de San Pablo pidiera el dictado de prisión preventiva contra el ex presidente Lula da Silva.

### LO QUE VIENE

- Probable aprobación del Congreso al proyecto de ley que habilitará al Poder Ejecutivo a tomar deuda en el exterior para cancelar las deudas con los bonistas “holdout”.
- Avance en las paritarias laborales. Se esperan acuerdos semestrales o cuatrimestrales con subas salariales no inferiores a un 30% anual.
- Reanudación parcial de la publicación regular de algunos indicadores económicos por parte del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).
- En Brasil se espera un agravamiento de la crisis política en curso. Una jueza de San Pablo puso a disposición del juez Sergio Moro, que impulsa la operación anticorrupción “Lava Jato”, el pedido de prisión preventiva del Ministerio Público de San Pablo contra el ex presidente Lula da Silva. Se esperan avances en estas investigaciones, y para fin de marzo la Cámara de Diputados concluirá su análisis sobre la viabilidad o no de la apertura del procesamiento (“impeachment”) de la presidente Dilma Rousseff.
- En Alemania el partido gobernante –Unión Demócrata Cristiana- fue derrotado el domingo pasado en las elecciones de los estados de Renania Palatinado y Baden-Württemberg, y en Sajonia-Anhalt superó por apenas 6 puntos al partido anti-inmigración Alternativa para Alemania. El resultado expresa un fuerte rechazo a la política de puertas abiertas a la inmigración de Angela Merkel y debilita fuertemente su autoridad para coordinar controles migratorios con otros países.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### ESTANFLACIÓN Y TURBULENCIAS

*Héctor Rubini*

**El gobierno ha logrado normalizar las relaciones con EE.UU. y avanzar en la resolución del conflicto con los “holdout”. Sin embargo, se ha acelerado la inflación y agravado los síntomas de recesión. Esto ha debilitado las expectativas de una recuperación económica que el Gobierno espera para el segundo semestre de 2015.**

#### 1. *La sombra de la herencia recibida.*

En los primeros 100 días de gestión, la administración Macri ha optado por encarar de manera gradual la resolución de los principales problemas heredados de la gestión anterior. No hay, ni se espera, un giro de shock para detener la inflación a la manera del Plan Austral, ni de aplicar reformas estructurales pro-mercado de la profundidad de los años de la Convertibilidad. Pareciera prevalecer cierto ideario desarrollista, alejado del sesgo estatista y autoritario de la gestión anterior.

A pesar del acertado mensaje del presidente Macri del 1° de marzo al Congreso de la Nación, todavía varios observadores coinciden en señalar que no ha logrado concientizar a la población de los síntomas de la pesada herencia recibida:

- déficit fiscal récord histórico, y con la mayor presión tributaria histórica, lo que refleja un aumento descontrolado –e insostenible– del gasto público,
- exceso de personal, pasivos ocultos no totalmente descubiertos, y deficiencias en los mecanismos de control prácticamente en todo el sector público,
- deterioro de la calidad de la prestación de servicios de salud, educación y seguridad interior,
- un banco central con patrimonio neto negativo, subordinado al financiamiento del déficit fiscal,
- atraso insostenible de tarifas y tipo de cambio respecto de la inflación,
- deterioro e insuficiente renovación y modernización del capital físico del sector privado y de la infraestructura pública,
- aislamiento financiero externo por los controles de cambios y de capitales,

El rumbo elegido, es el de una transición sin cambios de shock para evitar un malhumor generalizado. Las decisiones adoptadas en los primeros 3 meses de gestión confirman por una intención de largo plazo hacia consolidar reglas de convivencia política y de administración de la economía mínimamente normales. Sin embargo, se observa una toma de decisiones fragmentada, con fallas de coordinación y parcializada. El arrastre de la devaluación de diciembre a los precios, sin aplicar un programa de estabilización de shock, fue seguido de la suba de las tarifas eléctricas, una sucesión de paritarias laborales, y la disposición de aumentos en combustibles, peajes, medicina prepaga y algunos transportes. Como era de esperar, la inflación en febrero también oscila, según estimaciones privadas y del gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, en torno de 4%, sin tendencia a desacelerarse. Frente a esto, se espera un aumento de no menos de 200% en las tarifas de gas, y otro aumento en combustibles en abril, lo que sumado a nuevos acuerdos salariales, lleva a un arrastre inercial en torno de 4%, que no será fácil revertir, al menos hasta mayo próximo.

#### 2. *El escenario político*

La administración Macri ha encarado con rapidez y eficiencia la normalización de las relaciones con los países desarrollados. A su vez, las negociaciones con gobernadores y legisladores nacionales le han permitido fragmentar la oposición kirchnerista. Esta última aparece ahora con cierta debilidad luego de la irrupción en la escena pública del ex agente de inteligencia Jaime Stiuso, y el apartamiento de la jueza Palmaghini de la investigación de la muerte del fiscal Nisman, lo que preanunciaría el abandono definitivo de la hipótesis de suicidio de dicho ex funcionario. Otro episodio de alto impacto, ha sido el llamado a indagatoria de la ex – presidente Cristina F. de Kirchner para el próximo 13 de abril en

la causa judicial sobre los contratos de futuro del BCRA. A esto se suman ahora diversas denuncias que pueden también complicar la situación judicial de ex funcionarios y empresarios cercanos al kirchnerismo. Sin embargo, varias marchas y contramarchas de estas últimas semanas han empezado a generar no pocas dudas sobre la habilidad de la nueva administración para administrar conflictos:

**a) Protocolo de seguridad interior.** Las protestas generadas por el procesamiento y detención de la activista kirchnerista Milagro Sala en Jujuy aceleraron la elaboración y publicación de un protocolo específico para manifestaciones en la vía pública por parte de la ministro de Seguridad, Patricia Bullrich. El mismo serviría para limitar y reprimir cortes de calle y ocupaciones arbitrarias de plazas y otros espacios públicos. **Sin embargo, ante el fuerte rechazo de las fuerzas opositoras, da la impresión de que no se está aplicando en absoluto.**

**b) Designación de jueces de la Corte Suprema.** Según los anuncios en la campaña electoral, se esperaba un respeto estricto por los principios republicanos, pero el nombramiento en diciembre de dos nuevos jueces de la Corte Suprema por decreto del Poder Ejecutivo no ha sido digerido por los legisladores opositores, **que ahora exigen el respeto de cupo femenino en la Corte, y la ampliación del número de miembros.**

**c) Los acuerdos entre YPF y Chevron.** A fines de diciembre pasado la ex – Diputada Nacional Laura Alonso, fue nombrada Secretaria de Ética Pública, Transparencia y Lucha contra la Corrupción, a cargo de la Oficina Anticorrupción del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos. En particular, Alonso fue fuertemente crítica del secretismo de los acuerdos entre la petrolera estatal YPF y la estadounidense Chevron para explorar el yacimiento de Vaca Muerta. Sin embargo, la semana pasada **sostuvo que al menos parte de los acuerdos firmados entre ambas empresas deben mantenerse en secreto, en abierta colisión con un fallo de la Corte Suprema de Justicia que ordenó hacer públicos todos los acuerdos entre ambas empresas, en una acción judicial iniciada por el Diputado Nacional por Santa Fe, Ruben Giustiniani.** Al cierre de este informe se conoció la decisión de la jueza María Cristina Carrión de Lorenzo que ordena a YPF dar cumplimiento a lo resuelto por la Corte Suprema, intimando a YPF a que en 5 días corridos entregue todos los acuerdos suscriptos con Chevron y sin tachas a los abogados de Giustiniani, lo que deja ahora en un mar de dudas la continuidad de la ex – diputada Alonso del mando del citado organismo. El cuadro de situación se completa con la pretensión de Miguel Galuccio, removido de la presidencia de YPF la semana pasada, de cobrar al Estado una indemnización de U\$S 5,5 M.

**d) Impuesto a las Ganancias.** El pasado 9 de marzo, cuando el Frente Renovador de Sergio Massa se negó a tratar el Decreto 394/16 por el cual el Poder Ejecutivo elevó el mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias. Esto ha forzado al oficialismo a verse obligado a elaborar una propuesta íntegra de la Ley de Impuesto a las Ganancias con un cambio de las escalas, que están reclamando los bloques de legisladores opositores y los gremios. El Decreto, todavía vigente, eleva de \$ 15.000 a \$ 30.000 el mínimo no imponible. Si bien unos 180.000 jubilados dejarían de pagar Impuesto a las Ganancias, existe un número no despreciable de trabajadores y jubilados que entre enero y agosto de 2013 percibían menos de \$15.000 mensuales, y que ahora pasan a pagar no menos de \$2.500 mensuales. Esto es el núcleo del rechazo de los gremios y de legisladores opositores al proyecto oficial, y su intención es ahora forzar al oficialismo a debatir este año, no en el próximo, un proyecto de Ley que modifique íntegramente la Ley de Impuesto a las Ganancias. Ciertamente esto dependerá de la actitud de la oposición en el Senado de la Nación, dado que el Impuesto a las Ganancias es coparticipable a las provincias. **Lo que hasta hace una semana parecía ser un tema casi resuelto, es ahora un nuevo problema para el equipo económico de Macri.**

**e) Pago a los holdouts.** La negociación con los holdouts (ver box aparte), parecía cerrada hasta la semana pasada. Sin embargo, el proyecto de Ley para tomar deuda y pagar con dichos acreedores, no será el originalmente enviado por el Poder Ejecutivo. El proyecto original preveía una emisión de deuda pública por U\$S 15.000 M para el pago en efectivo a los bonistas, pero el Frente Renovador no autorizará la emisión por más de U\$S 12.000 M. La derogación de la Ley Cerrojo y la de Pago Soberano ha forzado al Poder Ejecutivo a comprometerse a devolver en 4 años a los gobernadores provinciales el 15% de la coparticipación provincial que financiaba a la ANSeS (**\$ 96.882 M, en 4 cuotas en efectivo de 3% más un**

plus de 3% en un futuro bono). En la práctica el nuevo gobierno termina cediendo y convalidando el Decreto de Cristina Fernández de Kirchner que tanto se ha criticado después del ballottage de noviembre por desfinanciar al sistema previsional. Claramente, el que no tiene capacidad de lobby o de movilización en público, siempre pierde...

### 3. *La economía real no mejora...*

A la liberación cambiaria y a los movimientos de capitales de shock junto a la baja de retenciones y la moderación de la emisión monetaria, siguió el avance lento y gradual, en reformas y “sinceramientos” de otros frentes. Sin embargo no se percibe una estrategia integral, sino medidas aisladas, tipo “parche”, como el ajuste de tarifas eléctricas y combustibles. Si bien se intenta corregir distorsiones de precios relativos y eliminar subsidios para aliviar la posición fiscal neta, no es clara la estrategia de las autoridades. Fiscalmente es conveniente la eliminación de dichos subsidios y actualizar las tarifas públicas. **No se entiende, sin embargo, su escalonamiento en el tiempo y sin un calendario explícito, ya que se esperan subas en tarifas de gas natural, agua potable en Capital Federal, y nuevas subas en combustibles, fletes y transporte de pasajeros. Esto prolonga en el tiempo la memoria inflacionaria, y la práctica de aplicar ajustes preventivos de precios.** A su vez, la iniciativa oficial de beneficiar a familias de bajos ingresos reduciendo el IVA para la canasta de alimentos es plenamente aceptada, pero **no se entiende la razonabilidad de renunciar a recaudar retenciones a la exportación a empresas mineras con limitada creación de empleo, exportaciones de bajo valor agregado, y que vierten cantidades indeterminadas de cianuro a napas de agua potable.**

Sectorialmente comienzan a observarse cierto descontento, como es en el caso del sector agropecuario. La eliminación de retenciones ha tenido un efecto positivo sobre el precio interno de cereales y oleaginosas, y como es de esperar, también sobre la demanda de insumos y maquinaria para la próxima cosecha. Sin embargo **no se observa que se haya prestado oportuna atención a sus efectos colaterales.** En el caso del girasol, la eliminación de retenciones a exportaciones y grano, dejó sin efecto el diferencial de 2% que desalentaba la exportación de semillas y alentaba su exportación. Esto ha generado una falta de materia prima en el mercado interno que está afectando la producción de aceites locales. No es claro que la mayor producción esperada para la campaña actual resuelva este problema, dado que la Unión Europea, por caso, aplica medidas sanitarias contra presencia de insecticidas en el aceite, pero no en el grano, y un arancel de 6,4% a la importación de aceite de girasol, pero 0% para grano. De no resolverse esta cuestión, tendrá un efecto negativo **permanente** sobre la producción de aceite de girasol para el mercado interno.

A su vez, la eliminación de retenciones a las exportaciones de maíz ha tenido un impacto directo sobre los costos de alimentos balanceados para la producción avícola y de porcinos, y para los tamberos la suba del precio de este grano se ha combinado con la suba de otros costos, y el insuficiente aporte del paquete de ayuda lanzado por el presidente Macri en enero pasado. El precio que las pasteurizadoras pagan al productor no llega a \$ 2,40 por litro de leche, mientras el costo promedio oscila entre \$3,50 y \$4,20 para la mayoría de los tambos. Mientras tanto, las diversas marcas y variedades pasteurizadas se venden en los supermercados a precios al consumidor que oscilan entre \$13 y \$28. **No es claro qué hará el gobierno al respecto. Mientras tanto, ya se anuncian para los próximos días los primeros remates de pequeños tambos en la provincia de Santa Fe, que han optado por cerrar sus actividades, han comenzado los primeros cortes de rutas y protestas en la provincia de Córdoba.**

La política de ingresos, a su vez, está alejada de cualquier sendero de estabilidad. La mayor parte de los sindicatos y empresarios **se están comportando con expectativas “forward-looking”.** Efectivamente, **negocian subas salariales conforme al futuro percibido por ellos, no el que desean las autoridades:** además de ajustar hacia arriba las actualizaciones salariales, presentan dos características relevantes:

- a) Todos incorporan una expectativa de inflación superior al 30% anual, y más bien concentrándose en el 40% anual.
- b) A diferencia de los años del kirchnerismo, **las primeras paritarias cerradas (ver cuadro 1 en página siguiente) indican que prevalecen los acuerdos con frecuencia semestral, cuatrimestral y trimestral, según el gremio. Esto significa un aumento de la frecuencia y actualización asincrónica de salarios, que impulsa hacia arriba la inflación inercial.**

**CUADRO 1: AJUSTES SALARIALES EN 2016s: ALGUNOS CASOS REPRESENTATIVOS**

GREMIO	Frecuencia de ajuste	Dinámica de ajuste
Docentes nacionales	Anual	30% promedio, para alcanzar piso mínimo de \$ 8.500 mensuales en julio. Rechazado por docentes universitarios (CONADU y CONADU Histórica) que reclaman reapertura de paritarias y suba de 40%
Docentes Ciudad de Bs. Aires	Anual	35,6%, y suba salario inicial de \$8.385 a \$11.372,50
Docentes Pcia. de Bs. Aires	Anual	34,6%, y suba salario inicial de \$ 7.904 a 9.801 en junio
Docentes Pcia. de Santa Fe	Anual	<b>25% en marzo + 35% en julio</b> + asignaciones complementarias
Docentes resto de las provincias	Anual	<b>40%</b> promedio, más sumas fijas diversas a ser aportadas por el Gobierno Nacional. Algunos gremios han rechazado estos acuerdos, en Santiago del Estero, Neuquén y Santa Cruz. En estas últimas reclaman reapertura de paritarias.
Estatales bonaerenses (UPCN)	Semestral	5% en enero + 10% en marzo (rechazado hasta ahora por ATE, FEGEPPBA y SOEME). Todavía no están cerradas las paritarias con la Asociación Sindical de Profesionales de la Salud de la Pcia. de Buenos Aires, y con la Asociación Judicial Bonaerense.
Mecánicos	Semestral	7,5% en enero-marzo, 11% abril-junio
Choferes transporte automotor (UTA)	Semestral	10,6% sobre la suba de 40,6% de junio de 2015 por 18 meses. A partir de junio opera una cláusula de ajuste por variación del "costo de vida".
Ferrovianos	Semestral	10,6% sobre la suba de 40,6% de junio de 2015 por 18 meses.
Trabajadores de entidades deportivas (UTEDYC)	Semestral	15% (10% desde enero + 5% desde marzo). Segundo semestre: a negociar en mayo próximo.
Judiciales (UEJN)	Semestral	21%. Un tramo de 10% retroactivo a enero y otro de 11%.
Mineros	Semestral	22% de febrero a julio
Empleados de comercio	Semestral	23% entre abril y septiembre más dos cuotas de \$1.000 (una en marzo, otra en mayo)
Estatales Neuquén (UPCN y ATE)	Cuatrimestral	22% para 5.600 empleados + \$3.600 en marzo.
Metaúrgicos (UOM)	Trimestral	31,9% más dos cuotas de \$ 1.300 en febrero a cuenta de futuros aumentos.
Bancarios	Trimestral	32,7% más \$14.500 en enero-febrero y marzo a cuenta del acuerdo definitivo para 2016 a cerrar en esta semana.
Asociación de Supervisores de la Industria Metalmecánica (ASIMRA)	A negociar	Los empresarios abonarán en marzo un adicional de \$ 2.600 antes de iniciar la negociación paritaria
Trabajadores del Subte y del Premetro (AGTSyP)	A negociar	Se espera un pedido de aumento salarial entre 35% y 40% para el primer semestre del año.

Fuente: IICE-USAL, en base a información periodística y de sitios web de gremios de trabajadores.

La contracara de estos ajustes es una actividad económica que no ha modificado la tendencia recesiva que se observa desde el año pasado. Fuentes del sector privado dan cuenta de que entre el sector público y el sector privado, en lo que va del año ya se habrían acumulado más de **107.000 despidos**. Sobre ese total, a su vez, **más de la mitad sería personal cesanteado en el sector de la construcción**. Esto refleja no sólo un enfriamiento de la demanda externa, que afecta desde el año pasado a la industria manufacturera, sino también el difícil escenario para las empresas orientadas al mercado interno. El ajuste es vía cantidades (despidos), en un escenario sin reactivación del consumo a la vista, con despidos en el sector público, y contracción de la rentabilidad por subas de costos que desde la devaluación de diciembre pasado parecieran acelerarse. Algunos indicadores del sector privado sobre el pulso de algunos sectores relevantes muestran un inequívoco cuadro recesivo para los dos primeros meses de 2016:

**CUADRO 2: AJUSTES SALARIALES EN 2016: ALGUNOS CASOS REPRESENTATIVOS**

INDICADOR	Ene-feb 2015	Ene-feb 2016	Var. % interanual	Fuente de la información
Producción de autos, utilitarios y pesados (unidades)	(a) 71.230	(b) 51.959	(b) / (a) <b>-27,1%</b>	Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA)
Exportación de autos, utilitarios y pesados (unidades)	(a) 31.843	(b) 18.066	(b) / (a) <b>-43,3%</b>	Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA)
Ventas a concesionarios unidades nacionales	(a) 36.144	(b) 36.887	(b) / (a) <b>2,1%</b>	Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA)
Ventas a concesionarios unidades importadas	(a) 42.058	(b) 65.641	(b) / (a) <b>56,1%</b>	Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA)
Patentamientos autos 0 km. (unidades)	(a) 109.556	(b) 105.202	(b) / (a) <b>-4,0%</b>	Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina (ACARA)
Patentamientos motos 0 km. (unidades)	(a) 75.846	(b) 73.029	(b) / (a) <b>-3,7%</b>	Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina (ACARA)
Despachos de cemento al mercado interno (toneladas)	(a) 1.812.995	(b) 1.660.722	(b) / (a) <b>-8,4%</b>	Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP)
Despachos de cemento al exterior (toneladas)	(a) 29.045	(b) 10.390	(b) / (a) <b>-64,2%</b>	Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP)
Total de despachos de cemento (toneladas)	(a) 1.842.040	(b) 1.671.112	(b) / (a) <b>-9,3%</b>	Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP)
Consumo interno de cemento (toneladas)	(a) 1.813.495	(b) 1.660.752	(b) / (a) <b>-8,4%</b>	Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP)
Índice promedio de actividad de empresas líderes de la construcción	(a) 315	(b) 314	(b) / (a) <b>-0,3%</b>	Grupo Construya Calidad (LaterCer-Cerámica Quilmes, FV, Loma Negra, Aluar, Klaukol, Cerro Negro, Aceros Bragado, Plavicon, Ferrum, Cefas S.A. y Acqua System)
Índice promedio de actividad de empresas líderes de la construcción sin estacionalidad	(a) 311	(b) 308	(b) / (a) <b>-0,9%</b>	Grupo Construya Calidad (LaterCer-Cerámica Quilmes, FV, Loma Negra, Aluar, Klaukol, Cerro Negro, Aceros Bragado, Plavicon, Ferrum, Cefas S.A. y Acqua System)

Fuente: IICE-USAL, en base a la información pública de las fuentes consignadas en el cuadro.

**Los resultados del gradualismo en curso son ya preocupantes.** Al menos por los próximos 2-3 meses no es factible detener la aceleración de las expectativas inflacionarias con tipo de cambio relativamente estable en torno de \$ 15. Dados los ajustes pendientes en tarifas públicas, combustibles, transportes, alquileres y paritarias laborales a cerrar entre este mes y mayo, la percepción de un nuevo ciclo de atraso cambiario, también empieza a mover hacia arriba la expectativa de devaluación del peso. La persistencia de ambos factores comienzan a consolidar la llamada “inflación inercial” por reajuste de contratos y de listas de precios a futuro, ya no como un mecanismo de propagación, sino como una amenaza a la estabilidad de precios como lo fue en los años ’80. Si algo se aprendió de esa década es que con el gradualismo fiscal y monetario no se detiene la dinámica de inflación y recesión. La solución ha sido siempre un programa de shock, con un ataque sobre todos los determinantes monetarios y no monetarios de la inflación.

Ciertamente cuando no se cuenta con mayoría propia en el Congreso Nacional, no es factible emitir la normativa que requiere un programa de shock con ajustes asociados al gasto público, que son siempre conflictivos. Gasto que se

---

recorte, es también un menor ingreso para sus beneficiarios, pero si el Estado no toma la iniciativa como coordinador de expectativas e impulsor de reformas profundas, el ajuste lo efectúan las fuerzas de mercado en el sector privado vía contracción de actividad y destrucción de empleo de manera permanente. Es por eso que **no se entiende la “lógica” de Gobierno de postergar escenarios de alta conflictividad política del presente hacia el año próximo, que es el año electoral en que se juega buena parte del capital político de la coalición gobernante. No haber convocado a un Consejo Económico y Social multisectorial que se insinuó en diciembre es un error cuyas consecuencias empiezan a ser visibles a partir de este mes.**

Un gran desahogo para el fisco puede provenir de cerrarse el acuerdo con los “holdout”, que permitiría financiar el déficit fiscal vía endeudamiento, y, al menos de facto, dar fin a la dominancia fiscal sobre el Banco Central. El gobierno argentino ofreció a los “holdout” dos opciones para pagar en efectivo. Una oferta “base” de pago igual al capital adeudado más 50%, y una oferta “pari passu”. En esta última se ofreció pagar con un descuento de 30% el valor reconocido en sentencia previa al 1° de febrero de 2016 y abonar con dicho descuento al saldo devengado del reclamo de quienes no cuentan con sentencia firme a dicha fecha. También se ofreció un descuento inferior (27,5%) para quienes hubieran suscripto acuerdos con el gobierno argentino hasta el 19 de febrero pasado. **El total acordado a pagar sumaría por ahora unos U\$S 9.000 millones, pero falta acordar con otros “holdout” que no aceptaron la oferta del gobierno argentino.**

**Los pagos se harán en efectivo y los fondos se deben obtener vía endeudamiento (entre U\$S 12.000M y U\$S 15.000 M).** Esto requiere que el Congreso de la Nación apruebe el proyecto de Ley de Normalización de la Deuda Pública y Acceso al Crédito Público enviado por el Poder Ejecutivo. De esa forma se autorizaría dicho endeudamiento, además de derogar las leyes “Cerrojo” y de “Pago Soberano” que impiden dicha transacción. El juez Griesa, a su vez levantó esta semana las medidas cautelares que bloqueaban los pagos del gobierno argentino a bonistas reestructurados, bajo la condición de que el Congreso de la Nación derogue las citadas leyes, y que el gobierno argentino pague el próximo 14 de abril a todos los holdouts con los que cerró acuerdos hasta el 29 de febrero. Además, el pasado 11 de marzo la Corte de Apelaciones de Nueva York emitió una medida cautelar o “stay”. La misma suspende transitoriamente la decisión del Juez Griesa de desbloquear los pagos por deuda reestructurada, hasta terminar de evaluar las presentaciones que hagan los abogados de los holdouts y del gobierno argentino desde esta semana, y por otro lado ha convocado a una audiencia conjunta a más tardar el próximo 4 de abril. Si bien no modifica en lo sustancial las negociaciones cerradas, generó cierto resquemor en Diputados y Senadores opositores, quienes ahora preferirían no pagar a los holdout hasta que se expida de manera definitiva la Corte de Apelaciones de Nueva York.

La intención del Gobierno es de financiar esos pagos emitiendo tres series de bonos entre 5 y 30 años de plazo. Como ha trascendido en algunos medios, la tasa que se deberá pagar por dicha nueva deuda estaría en torno de 7,5%, aunque no se descarta que después de la colocación de la primera serie se pague una tasa inferior si mejora la calificación de riesgo de la Argentina. Dicho efecto puede verse igualmente limitado si en el mercado secundario de bonos de países emergentes consideran a dicha emisión como un factor de súbita “sobreoferta” de nueva deuda. **Por otro lado, esta solución resucita el riesgo de un retorno al endeudamiento irresponsable, que se debe evitar, pero también es cierto que el escenario actual es el fruto de 12 años de una política absolutamente errada que conducía al país o bien a la hiperinflación, o bien a un estancamiento permanente.**

Sin atacar el problema inflacionario en sus múltiples frentes (fiscal, monetario, cambiario, precios administrados, ingresos de factores), se corre el riesgo de que las autoridades reaccionen cuando ya sea demasiado tarde. Como lo hemos advertido el año pasado, es altamente recomendable que se tenga presente la experiencia del Plan Austral de 1985 y la Convertibilidad de 1991. **En ambos casos la estabilidad no fue fruto de un programa gradual, y la restricción monetaria y fiscal tampoco fue suficiente: se requirió desindexar la economía de manera permanente, y eso se logró con una estrategia de shock, luego del fracaso de intentos gradualistas previos.**

## SU MAJESTAD EL DÓLAR

Gustavo Martín

**El 1° de marzo el BCRA debió subir las tasas de interés para calmar las expectativas de depreciación que llevaron un dólar a su máximo nivel, y también en la licitación del 8 de marzo. Luego de la primera suba de tasas el dólar cayó a \$15,20 y arrastró a la baja a los futuros de tipo de cambio.**

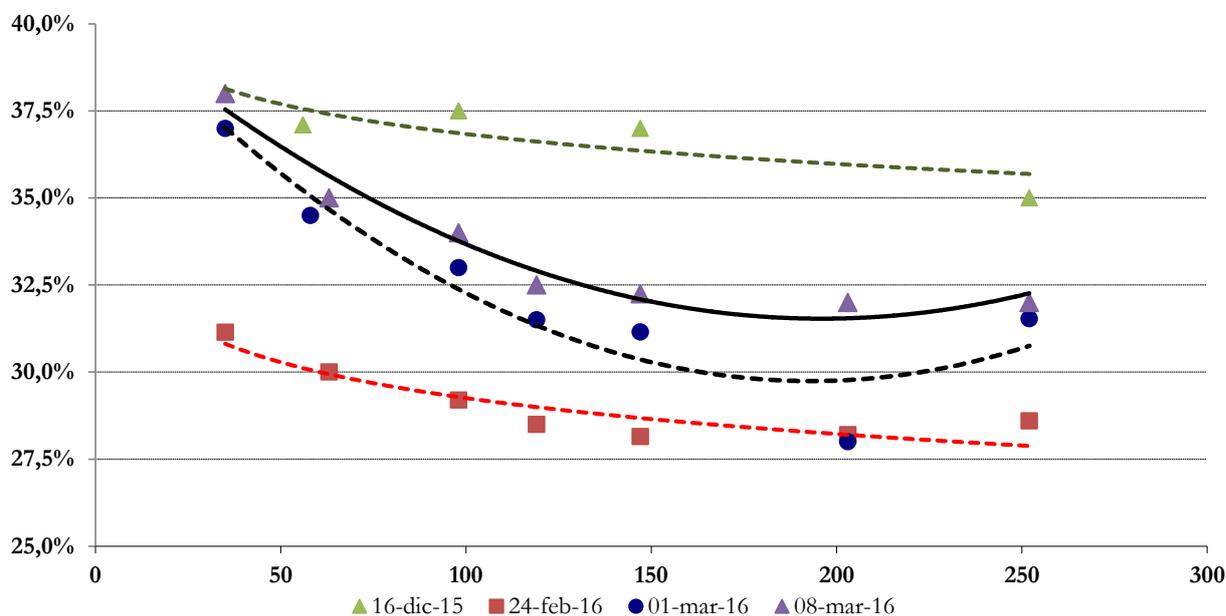
### 1. Introducción

El arbitraje de tasas con cobertura cambiaria que permitió apostar por el dólar a todos los agentes, desde pequeños ahorristas hasta entidades financieras, fue suficiente para sacudir la tranquilidad en el mercado de cambios, potenciar las expectativas de inflación<sup>1</sup> y evidenciar un creciente descontento con la gestión del gobierno. Mientras tanto, el BCRA mantuvo su postura de absorción vía LEBACS a muy corto plazo, tratando de bajar las tasas gradualmente. Sin embargo, durante el mes de febrero esta postura se volvió insostenible y el tipo de cambio se depreció un 12,28% al tiempo que la expectativa de inflación de febrero superaba a la de enero.<sup>2</sup> En apariencia, no había forma de detener la subida en la cotización del dólar hasta que en la subasta del 1 de marzo el BCRA elevó sus tasas de interés de 31,14% a 37% (585 pb.) a 35 días, y logró bajar la cotización del dólar spot y toda la curva de futuros. Luego, el 8 de marzo, la autoridad monetaria volvió a incrementar sus tasas de interés, dado que el primer impacto fue perdiendo efectividad. El resultado sobre el dólar spot y futuro fue nuevamente a la baja para ambos.

### 2. Repentina suba en las tasas

El 1 de marzo las autoridades del BCRA elevaron por primera vez las tasas de interés de las LEBACs, desde la suba de diciembre del año pasado y las volvieron a subir el 8 de marzo. Si bien las mismas quedaron por debajo de los valores de diciembre, resultaron considerablemente más altas que las de la última licitación de febrero.

## GRÁFICO 1: RESULTADOS LICITACIONES PRIMARIAS DE LEBAC.



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

<sup>1</sup> Según el Índice Congreso la inflación de febrero se incrementó el 4,8% respecto de enero, mientras que para la Ciudad de Buenos Aires el IPC creció 4% en el mismo período.

<sup>2</sup> La inflación resultante cerró apenas por debajo para el IPC Congreso 4,8% mensual en febrero contra 4,9% en enero, y más alta según IPC CABA que finalizó enero con un alza mensual de 3,6% y de 4,0% en febrero.

La última vez que el BCRA bajó las tasas de interés fue en la licitación del 24 de febrero. Luego a partir del 1 de marzo, cambió el enfoque de su política monetaria y cambiaria. El primer efecto sobre el mercado de cambios fue hacia la baja en las cotizaciones spot y futuras pero el mismo fue menguando por lo que el 8 de marzo se vio obligado a incrementar las tasas nuevamente. De esta manera, en las dos últimas licitaciones, la autoridad monetaria incrementó en 685 pb. el rendimiento para la letra a 35 días llevándola a un 38% anual (igual que al 16 de diciembre), la de 63 días subió 500 pb. hasta 35% y las tasas a 203 y 252 días quedaron ambas en 32%:

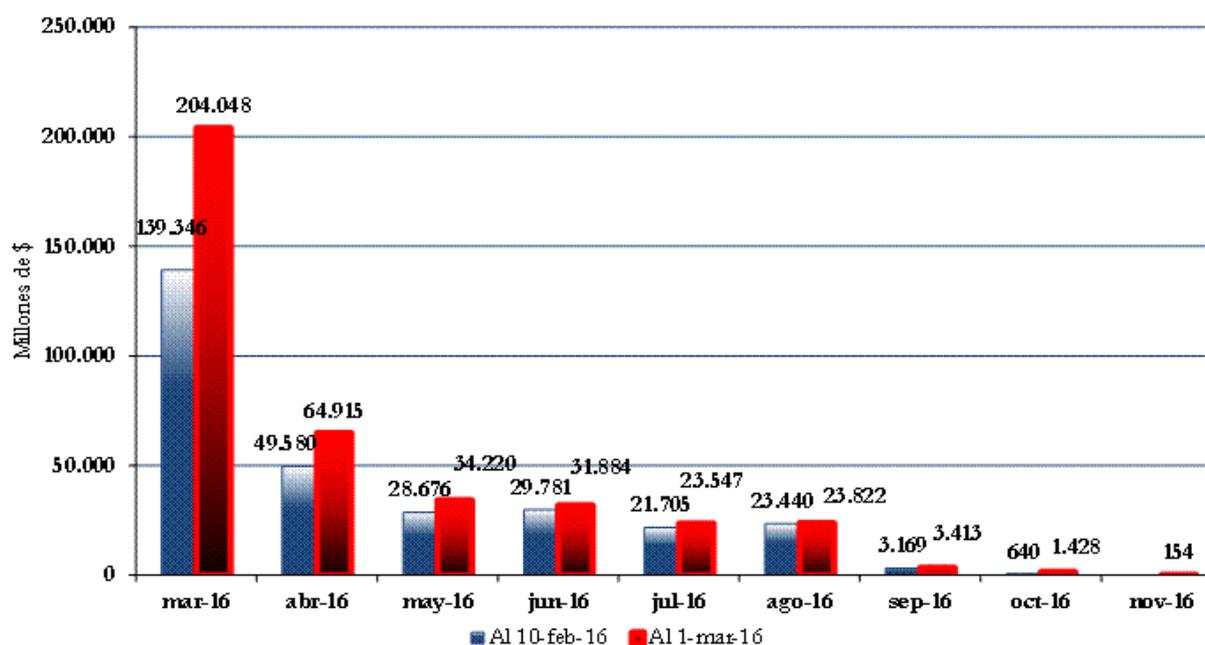
**CUADRO 3: TASA NOMINAL ANUAL LICITACIÓN LEBACS**

Plazo (días)	TNA % 8-mar-16	TNA % 1-mar-16	TNA % 24-feb-16	Var. pbs. 8 - mar/24-feb	Var. pbs. 8 - mar/1-mar	Var. pbs. 1 - mar/24-feb
35	38,00%	37,00%	31,15%	685,36	99,95	585,41
63	35,00%	34,50%	30,00%	499,95	49,99	449,95
98	34,00%	33,00%	29,20%	480,47	100,04	380,43
119	32,50%	31,50%	28,50%	399,99	99,99	300,01
147	32,25%	31,15%	28,15%	410,00	110,01	299,99
203	32,00%	28,00%	28,20%	379,98	399,98	-20,00
252	32,00%	31,54%	28,60%	340,00	46,36	293,64

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

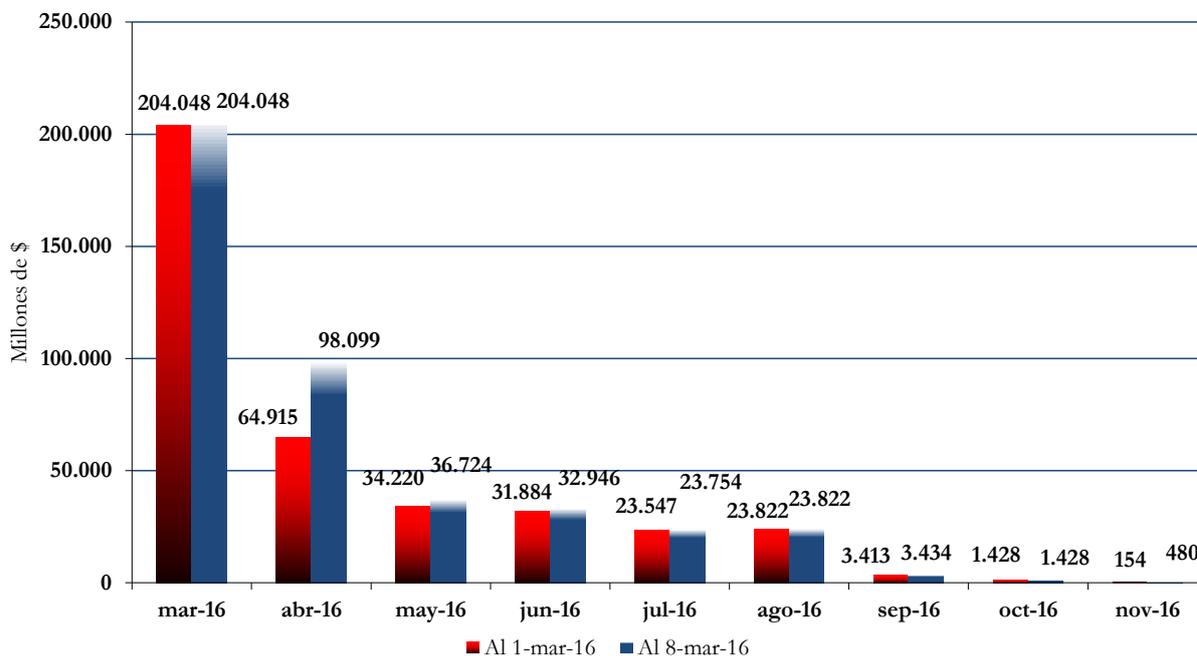
Cabe destacar que, al 8 de marzo los vencimientos siguen acumulándose en el horizonte de 60 días (en dicho plazo vencerá el 69% de las LEBACs emitidas). Respecto principios de febrero se observa que los vencimientos a marzo se incrementaron en \$64.702 M y el total en \$90.941 M. Asimismo, en la licitación del 1 de marzo se dio el mayor vencimiento acumulado del año de \$48.541M que no fue renovado enteramente, por lo que por primera vez la autoridad monetaria produjo una expansión de la base monetaria en \$15.329 M. No obstante ello, el BCRA aclaró que la expansión monetaria se destinó a las entidades bancarias debían integrar los encajes legales a principios de mes. Asimismo, las próximas licitaciones de títulos del Tesoro con rendimientos por encima del 30% en pesos también fueron decisivas en la decisión de las entidades financieras de resguardar algunos pesos para comprarlos.

**GRÁFICO 2: VENCIMIENTOS DE LEBAC EN MILLONES DE \$ (1-MAR VS. 10-FEB)**



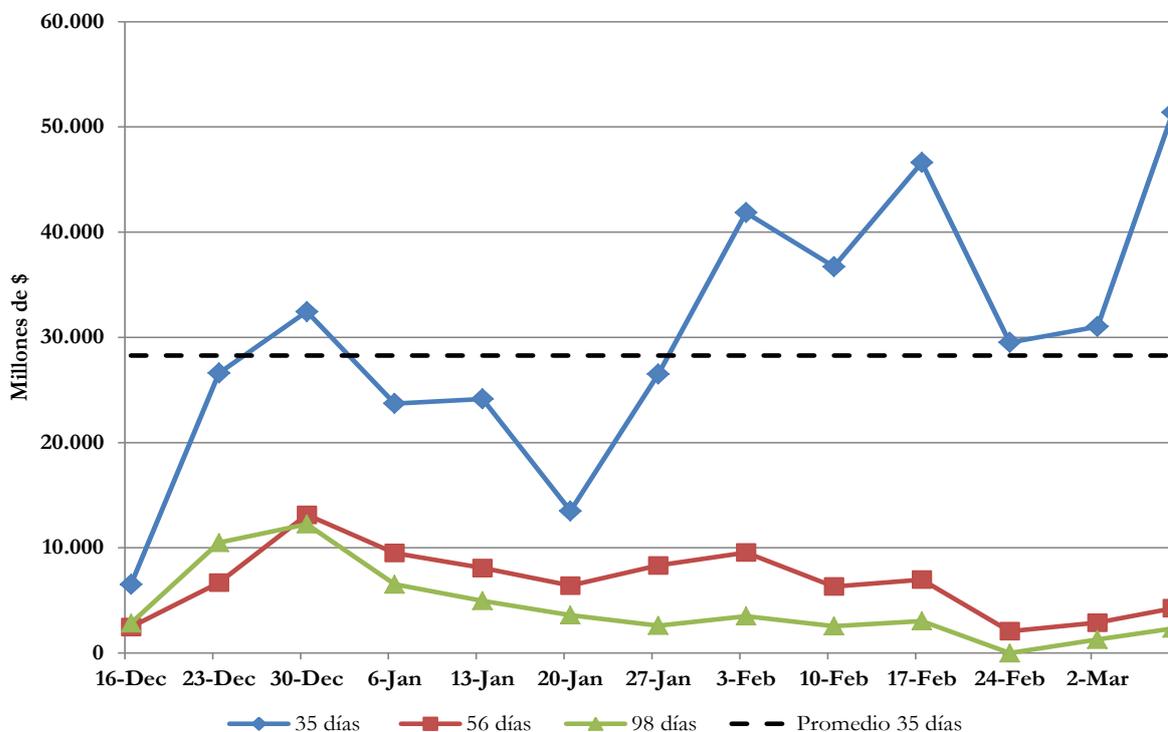
Fuente: IICE-USAL en base a datos del BCRA

**GRÁFICO 3: VENCIMIENTOS DE LEBAC EN MILLONES DE \$ (8-MAR VS. 1-MAR)**



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

**GRÁFICO 4: COLOCACIONES DE LEBAC EN MILLONES DE \$**



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

De las sucesivas subastas de LEBACs se observa lo siguiente:

1. Las entidades financieras (bancos e inversores institucionales) no se quieren quedar fuera de las licitaciones y colocar la mayor cantidad de pesos que sus necesidades de liquidez le permiten.

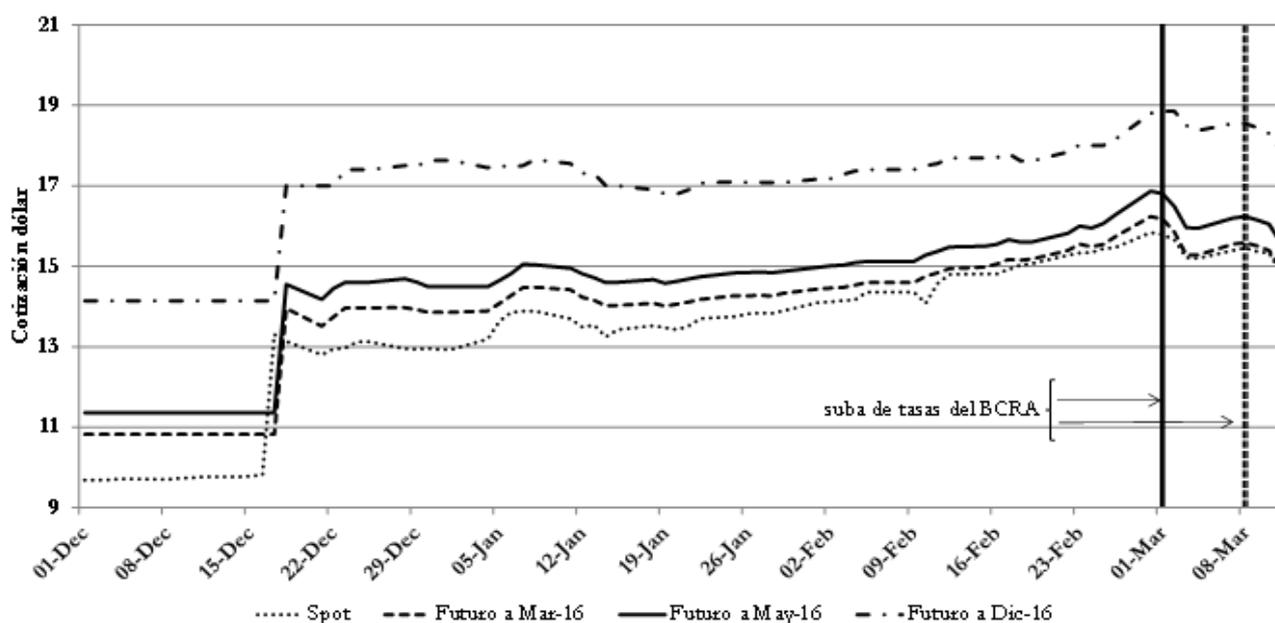
2. Los bancos tienden a preferir las LEBACs de más corto plazo (35 días).
3. Las autoridades del BCRA aún no logran precisar cómo se mueve la demanda de dinero ni logran desentrañar cómo las entidades financieras operan en el mercado.

3. *Un dólar difícil de domar...*

La estrategia que las mesas de dinero locales llevaban a cabo hasta el día que el BCRA subió las tasas de interés era simple: vendían sus posiciones spot, ganaban una tasa de transferencia o **colocaban el producido en LEBACs, y luego se cubrían del riesgo cambiario comprando dólar futuro (contrato conocido en la plaza local como "sintético")**. En consecuencia, el dólar spot y el futuro seguían subiendo y con ello las presiones inflacionarias en el mes de febrero.

La expectativa de entrada de divisas por medio de las liquidaciones de la cosecha gruesa no fue suficiente para contener el valor del dólar. Hasta que el BCRA no subió las tasas de interés en la licitación del 1 de marzo, el precio dólar mantenía su tendencia alcista generando descontento en los sectores ahorristas, y dificultando las negociaciones paritarias para incrementos salariales con los sindicatos desde una situación de menor volatilidad en la cotización del dólar y por lo tanto con menores presiones inflacionarias.<sup>3</sup>

**GRÁFICO 5: COTIZACIÓN DÓLAR SPOT Y FUTUROS**



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

De esta manera, al elevar las tasas de interés también redujo las tasas implícitas en los futuros sobre el dólar<sup>4</sup> con lo que tener una posición comprada ya no resultó tan atractivo a los precios anteriores y sí resulta conveniente la pesificación de las carteras.

Por el momento, varios operadores del mercado de futuros tendrán que deshacer sus posiciones a los distintos vencimientos y luego ver como las rearmen. Ello contribuirá a mantener la cotización del dólar y los contratos a futuros a valores más cómodos para el gobierno mientras espera la liquidación de divisas del agro cuyos máximos se alcanzarían en los meses de abril y mayo.

<sup>3</sup> Si bien la causa de la inflación es estrictamente la excesiva emisión monetaria del anterior gobierno, la cotización del dólar resulta clave para estabilizar y contener las expectativas de inflación y debilitar las presiones al alza en los precios.

<sup>4</sup> La tasa implícita en los futuros es la tasa que se gana en pesos por mantener dólares entre el día actual y el vencimiento del futuro si se vende al precio del futuro.

**CUADRO 4: TASAS IMPLÍCITAS EN LOS FUTUROS DE DÓLAR –VARIOS VENCIMIENTOS**

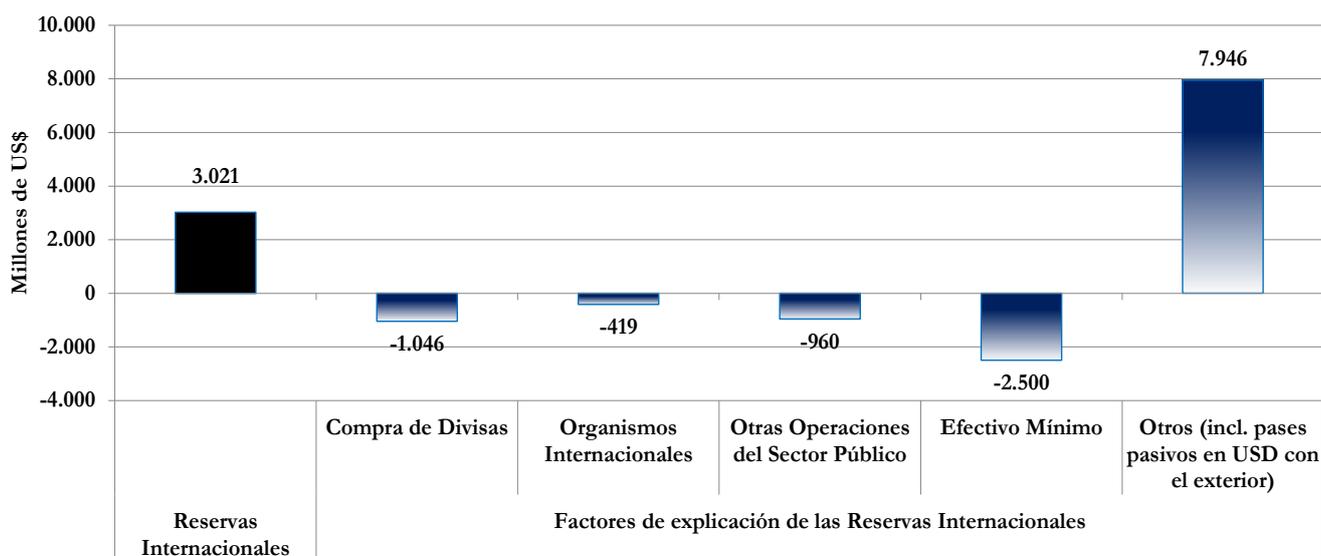
Fecha	Vencimiento del Contrato									
	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16
31-Dec	29,0%	28,9%	29,3%	30,3%	32,9%	33,7%	34,5%	36,3%	36,2%	36,8%
29-Jan	18,6%	20,4%	21,2%	22,3%	23,4%	23,8%	24,3%	24,9%	25,0%	25,2%
29-Feb	30,8%	27,5%	26,4%	25,5%	24,5%	23,9%	22,6%	22,6%	22,2%	22,8%
4-Mar	7,0%	19,1%	21,2%	22,5%	24,2%	25,8%	24,8%	26,6%	24,1%	25,5%
9-Mar	15,2%	22,1%	22,9%	23,3%	24,5%	24,7%	24,5%	24,9%	24,4%	25,0%
11-Mar	<b>10,2%</b>	<b>21,0%</b>	<b>22,8%</b>	<b>23,8%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,2%</b>	<b>23,8%</b>	<b>24,6%</b>	<b>24,7%</b>	<b>25,8%</b>

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

4. Reservas internacionales y liquidación de divisas

Al 9 de marzo las Reservas Internacionales alcanzaron los US\$28.113 M, esto es US\$3.021 M por encima de las recibidas el 9 de diciembre del año pasado pero por debajo del máximo alcanzado el 29 de enero de este año (US\$30.074 M).

**GRÁFICO 6: VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES DESDE EL 10-DIC-15 AL 2-MAR-16**



Fuente: IICE-USAL en base a datos del BCRA

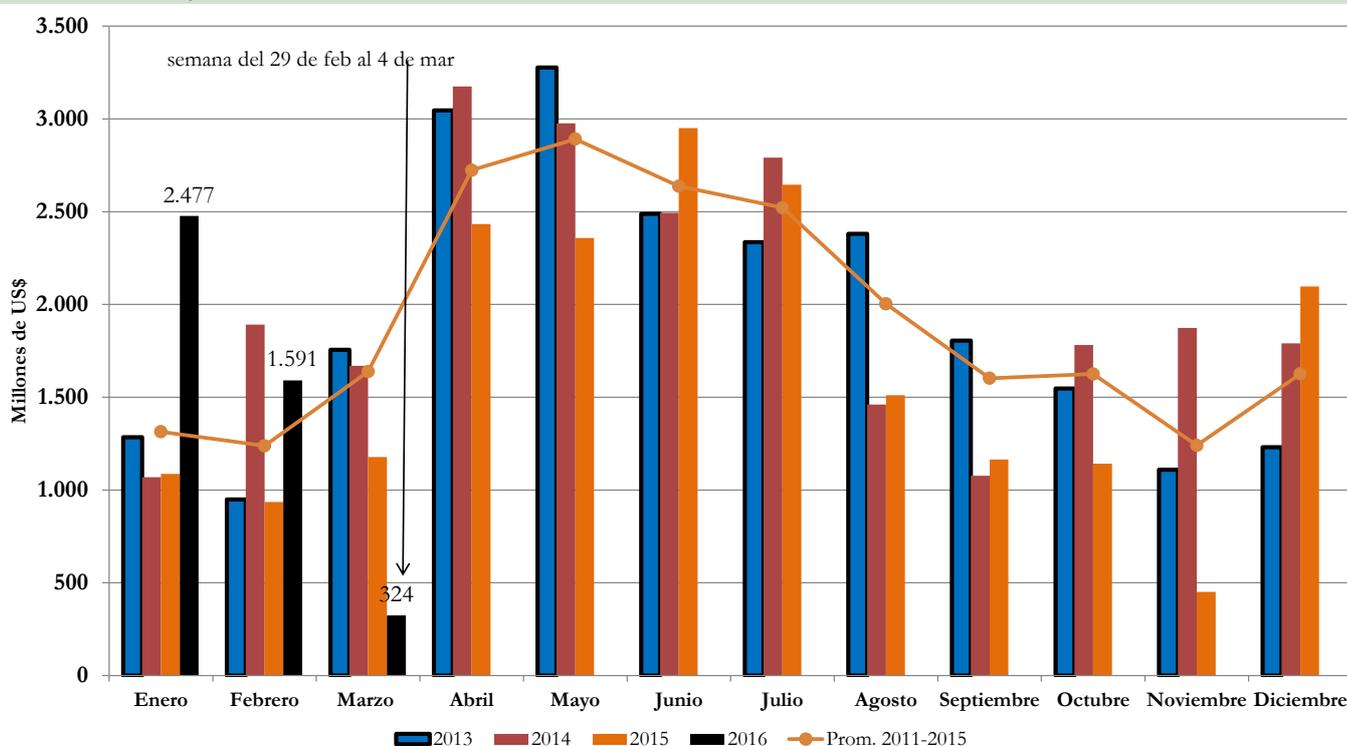
El motivo que explica el crecimiento de las reservas desde que asumió el nuevo gobierno es básicamente el rubro Otros que incluye la financiación por parte de bancos de inversión extranjeros por US\$ 4.980 M del 29 de enero próximo pasado. El resto del incremento en este rubro se debe a las liquidaciones adelantadas que realizaron las cerealeras desde el 10 de diciembre al 4 de marzo, unos US\$ 6.455 M, menos los movimientos negativos por pasivos de US\$ con el exterior.

Durante febrero las reservas internacionales cayeron US\$ 1.675 M a US\$ 28.399 M. Ello se debió a que hubo venta neta de divisas por US\$377 M debido a las intervenciones del BCRA para paliar la mayor demanda de moneda extranjera, y a una caída de US\$2.031 M en la integración de efectivo mínimo en dólares (el 85% de toda la caída desde que asumió el nuevo gobierno). Asimismo, los pagos a organismos internacionales por US\$ 183 M y las operaciones del sector público por US\$ 34 M contribuyeron a la caída en las reservas. De esta manera, el dólar mayorista alcanzaba su máximo el último día hábil de febrero en \$15,58. En lo que respecta a los nueve días de marzo, las reservas cayeron en US\$ 204 M debido a la venta de divisas por parte del BCRA, unos US\$ 232 M, y el dólar mayorista cerró a \$ 15,36.

La reducción en el efectivo mínimo obedeció a una mayor demanda por parte del sector importador de lo depositado por las entidades financieras en las cuentas corrientes del BCRA en concepto de liquidaciones adelantadas del agro de los últimos meses. Asimismo, otro motivo es que los depósitos en dólares se encuentran sujetos a un nivel menor de encaje ya el 21 de enero el BCRA recortó el encaje legal del 30% al 20%, las cuales previamente habían sido reducidas del 50% al 30%.

Las liquidaciones de divisas por parte de las cerealeras, al igual que las expectativas sobre las mismas impactan sobre el valor del dólar ya que incrementan la oferta de esta moneda. Durante diciembre, el nuevo gobierno anunció que las cerealeras adelantarían parte de las liquidaciones que en general se dan hacia abril y mayo de cada año, unos US\$ 2.000 M por semana. No obstante, la continua suba en la cotización de la moneda norteamericana parecía postergar las tan ansiadas liquidaciones que pisarían la cotización de esta moneda y la incertidumbre crecía en la plaza cambiaria. Si bien durante enero y febrero las liquidaciones se ubicaron por encima del promedio de los últimos 4 años en US\$ 2.477 M y US\$1.591 M respectivamente, estas se quedaron por debajo de los pronósticos del ministro de Hacienda por lo que las expectativas cayeron en terreno negativo y ello le agregó presión al alza de la cotización en la divisa.

**GRÁFICO 7: LIQUIDACIÓN DE US\$ POR PARTE DE LAS CEREALERAS**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de CIARA-CEC.

Afortunadamente, se encuentra próxima la temporada fuerte (al menos históricamente) de liquidación de divisas por parte de las cerealeras con lo cual se aplacan las expectativas de un dólar alto o de una depreciación continuada del tipo de cambio.

5. *En suma.*

Si bien el Banco Central actuó correctamente al retirar el excedente de pesos y llevar la tasa de emisión monetaria hacia valores compatibles con un paulatino descenso de la inflación, erró al no prestarle la debida atención a la cotización del dólar y sus consecuencias sobre la dinámica de los precios y el humor social. En consecuencia, tuvo que elevar repentinamente las tasas de interés (dos veces) y llevarlas a niveles cercanos a los de diciembre, echando por tierra sus esfuerzos por reducir las mismas y generar crédito para el sector privado.

La oferta de dólares<sup>5</sup> que se espera en el mercado cambiario luego del acuerdo con los holdouts y las liquidaciones de las cerealeras en abril y mayo, deberían ser suficientes para mantener el tipo de cambio estable. De esta manera, el Banco Central conseguiría algo de tiempo antes de comenzar a ser cuestionado por no defender “apropiadamente” el valor de la moneda. La presión alcista sobre el tipo de cambio debería aplacarse de ahora en más gracias a las subas en las tasas de interés que incentivan el ahorro en pesos. Quizás al inicio del segundo semestre del año, el BCRA intente volver a su plan de bajar tasas de interés y fomentar el crédito sin efectos colaterales en el tipo de cambio. No obstante, el gobierno no debe perder de vista la cotización del dólar ya que subir constantemente las tasas de interés impacta negativamente en la actividad económica.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ALIVIO TRANSITORIO

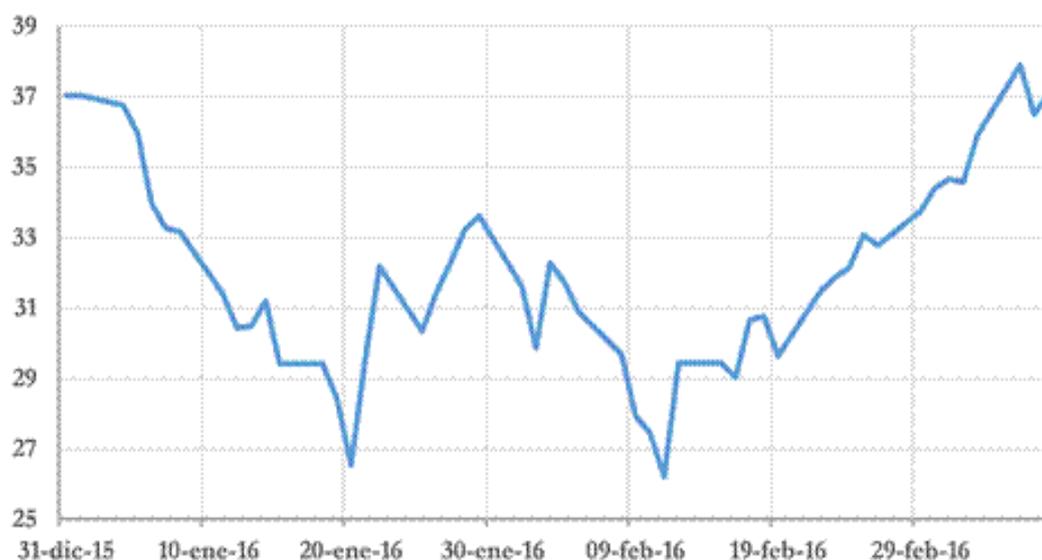
Jorge Viñas

**A principios de 2016 los precios de los commodities cayeron a los mínimos en más de cinco años, pero desde mediados de febrero se evidencia una súbita mejoría, liderada por el petróleo. Esto es un alivio para las castigadas economías latinoamericanas dependientes de la exportación de materias primas. Sin embargo, el carácter transitorio de los factores que sustentan esa suba no permite anticipar el inicio de un nuevo ciclo positivo para la región.**

#### 1. Rebotan los commodities y alegran a los mercados financieros

Desde mediados de febrero, los precios internacionales de las materias primas comenzaron a revertir las fuertes pérdidas acumuladas a principios de 2016, contra muchos pronósticos que auguraban una continuidad de la tendencia negativa. El derrumbe de los precios de commodities, en especial del petróleo (véase el gráfico 8), se había convertido en uno de los principales focos de riesgo para la economía mundial, debido a las ramificaciones negativas sobre la situación crediticia de las empresas del sector energético a nivel global y sobre la estabilidad los países exportadores de materias primas. Por ello, su mejora apuntaló los una recuperación generalizada en los mercados financieros globales y en especial en los mercados emergentes.

### GRÁFICO 8: EL PRECIO DEL PETRÓLEO -U\$\$/BARRIL (WTI)-



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

<sup>5</sup> Por inversiones extranjeras directas o en portafolios, ajenas a la deuda que piensa tomar el gobierno.

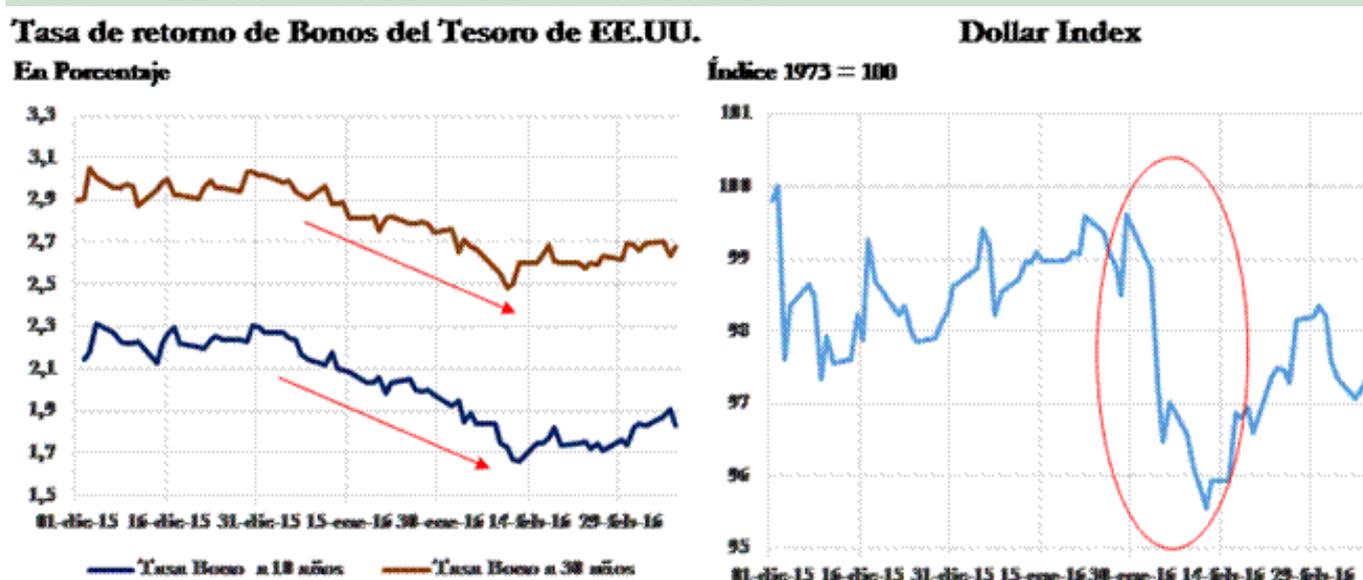
Para entender los motivos que llevaron a esta súbita reversión de precios de commodities, primero hay que recordar los factores que estuvieron detrás de su derrumbe: a) el inicio del ciclo alcista de las tasas de interés en EE.UU.; b) la apreciación del dólar; c) las perspectivas negativas para el nivel de actividad en China; y d) el aumento de la oferta en los principales mercados de commodities. A continuación se analizan los cambios recientes en cada uno de los factores mencionados, buscando identificar si los mismos anticipan el inicio de una recuperación sostenida o sólo justifican un rebote de corto plazo.

## 2. La Fed en el sube y baja

Tras comenzar la normalización de la política monetaria en diciembre de 2015, con una suba en la tasa de Fondos Federales de 25 puntos básicos (p.b.), la Fed se aprestaba a realizar cuatro subas de magnitud similar a lo largo de 2016, de acuerdo a las proyecciones suministradas por sus miembros en diciembre. Sin embargo, el debilitamiento que mostraron los datos de actividad económica en EE.UU. entre fines de 2015 y principios de 2016, junto con el fuerte deterioro de las condiciones financieras internacionales en enero de 2016, llevaron a una reevaluación de la trayectoria proyectada para las tasas de interés. Esto tuvo impacto sobre las expectativas de inversores y agentes económicos, como de los propios miembros de la Fed, varios de los cuales argumentaron en favor de la conveniencia de postergar las próximas subas de tasas previstas, al menos hasta que se normalice la situación financiera internacional o que pueda constatarse que no tiene consecuencias negativas para la economía estadounidense. El único factor que mantenía viva la posibilidad de subas de tasas en el transcurso de 2016 era el comportamiento favorable del mercado laboral, que seguía creando empleos a ritmo sostenido pese a la desaceleración de la actividad económica, provocando el descenso de la tasa de desempleo hasta un mínimo de 4,9%.

Este cambio de perspectivas para la trayectoria de la política monetaria generó una baja en las tasas de interés a mediano y largo plazo, lo que a su vez influyó para que el dólar interrumpiera su tendencia hacia la apreciación en términos multilaterales (véase el Gráfico 9). En efecto, la tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años que había llegado a fines de 2015 a niveles de 2,3%, descendió a 1,65% el 11 de febrero, mientras que la tasa a 30 años bajó de 3,0% a 2,5% en el mismo lapso. El *Dollar Index*, que refleja la variación del dólar frente a una canasta de monedas de sus principales socios comerciales, ponderadas por su participación en el comercio exterior de EE.UU., registró una depreciación del 4% entre el 22 de enero y el 11 de febrero. De esta forma, en un corto lapso de tiempo, dos de los factores que habían tenido un rol clave en el deterioro de los mercados financieros en general y en la caída de precios de commodities en particular, se vieron atenuados en forma significativa.

**GRÁFICO 9: EE.UU.: TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Sin embargo, varios elementos conspiran contra la posibilidad de que el mencionado comportamiento bajista de las tasas de interés y del dólar pueda perpetuarse en el tiempo, por lo que desde el 11 de febrero se advierte un repunte, tanto de las tasas a 10 y 30 años como del Dollar Index, aunque todavía sin llegar a los niveles de fines de 2015.

Por un lado, los datos económicos más recientes muestran una mejora en el nivel de actividad, lo que ha servido para alejar los temores a que la economía de EE.UU. pueda caer en recesión en el corto plazo. Además, la inflación, si bien todavía está lejos de transformarse en una preocupación, muestra señales incipientes de “despertarse”. En enero, la inflación minorista se ubicó en 1,4% interanual, todavía por debajo del objetivo de 2% de la Fed, pero mostró una aceleración respecto al 0,7% de diciembre. Además, la inflación subyacente, que excluye los componentes de alimentos y energía, ya supera el 2%, ubicándose en 2,2% en enero. Esto, en un contexto donde la situación financiera internacional se ha aquietado, vuelve a alimentar expectativas de que la Fed retome la suba de tasas hacia mediados de 2016.

Por otro lado, las divergencias de situación económica y de postura de política monetaria entre EE.UU. por un lado, y Europa y Japón por el otro, tienden a acentuarse. En estos últimos, la expansión económica sigue siendo muy endeble, la inflación extremadamente baja amenaza con transformarse en deflación, y ambos bancos centrales tienen en vigencia programas de expansión cuantitativa (QE) y tasas de depósito negativas.

En Europa, más allá de la recuperación moderada que viene experimentando desde principios de 2013, el PIB real de la Eurozona aun no recuperó el nivel previo a la crisis financiera internacional. Al mismo tiempo, en febrero la inflación volvió a caer en terreno negativo, -0,2% interanual, mientras que la inflación subyacente disminuyó a 0,7% desde 1,0% en enero. Así, se aleja cada vez más del objetivo del 2% anual del Banco Central Europeo (BCE) (véase el gráfico 10).

**GRÁFICO 10: EUROZONA: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MINORISTA (% INTERANUAL)**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Por estos motivos, el BCE anunció en la última reunión de política monetaria del 10 de marzo, una nueva expansión de € 20.000 M mensuales del QE a € 80.000 M mensuales, una baja a terreno aún más negativo de la tasa de depósito desde -0,30% a -0,40%, y también redujo la tasa de financiamiento de 0,05% a 0%. Finalmente, el BCE realizará cuatro subastas de fondos bajo la modalidad de Préstamos Condicionados a Largo Plazo (TLTRO<sup>6</sup>), a un plazo de 4 años en condiciones sumamente favorables para los bancos, ya que la tasa de interés que deben pagar es la tasa de financiamiento del BCE, que acaba de reducir a 0%, para reactivar el crédito bancario.

Las medidas anunciadas resultaron ser más agresivas que lo esperado por los mercados financieros, pero su impacto inicial se vio atenuado por las declaraciones del Presidente del BCE en la conferencia de prensa posterior al anuncio, afirmando que se trató del último paquete de medidas expansivas. De todos modos, el diferencial de tasas frente a EE.UU. se sigue ampliando, lo que volverá a presionar a la depreciación del Euro frente al dólar.

<sup>6</sup> TLTRO: Targeted Longer Term Refinancing Operations

En el caso de Japón, la *Abenomics* por el momento continúa alejada de su objetivo de inflación del 2% anual. En enero, la inflación registró 0% interanual, mientras que la inflación subyacente fue de 0,7%. Además, la fuerte apreciación del yen a principios de 2016 conspira todavía más contra la meta inflacionaria. Por ello, el Banco de Japón (BOJ) decidió en enero seguir los pasos del BCE y otros bancos centrales de Europa, fijando la tasa de depósito en -0,10%. La decisión de fijar tasas negativas, junto con las fuertes compras mensuales de bonos del gobierno japonés que el BOJ realiza bajo su programa de QE, que alcanzan los 12 billones de yenes (alrededor de U\$S 107.000 M) por mes, ha presionado a las tasas de interés a mediano plazo hacia abajo, hasta el extremo en que en el transcurso de febrero la tasa a 10 años se tornó negativa.

Cabe destacar que las nuevas medidas del BOJ y del BCE, se dan en un contexto de creciente escepticismo respecto a la eficacia de las herramientas no convencionales de política monetaria para reactivar el crecimiento económico, ante los resultados considerados como magros en la mayoría de los países donde fueron aplicadas.

### 3. *China: expectativas vs. realidad.*

En el caso de China, a pesar de que los datos de actividad siguen reflejando una situación de relativa debilidad, a lo largo de febrero, algunos sucesos llevaron a una mejora de la percepción de las perspectivas de crecimiento del PIB para 2016 por parte de inversores y observadores externos.

Tras la fuerte inyección de liquidez en el sistema financiero por parte del Banco Popular de China (BPCH) a fines de enero, antes del Año Nuevo Lunar, que siguió a varias medidas de relajamiento en las normas de otorgamiento de crédito a sectores específicos de la economía, la publicación de las cifras de crédito interno total (*Total Social Financing*) de enero, mostraron una expansión mensual récord de 3,41 billones de yuanes (U\$S 525.000 M).

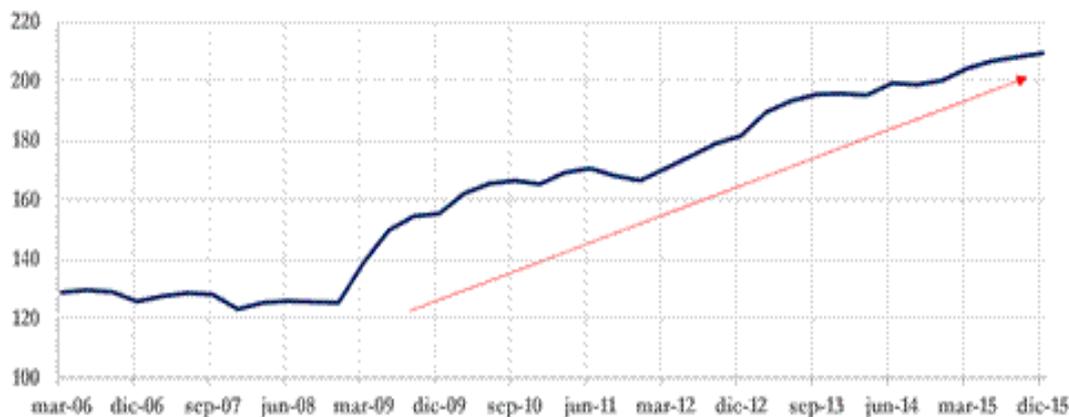
Este incremento extraordinario, que representa más de 2,5 veces el promedio mensual del último año, fue interpretado por algunos observadores como la confirmación de que el gobierno chino abandonó su objetivo de reducir el endeudamiento excesivo de la economía china, para focalizarse en lograr un repunte del crecimiento económico basado en la expansión crediticia y el financiamiento de la inversión. Para terminar de confirmar el sesgo expansivo de la política monetaria, a fines de febrero el BPCH bajó la exigencia de encajes para el sistema bancario 50 p.b. a 17%.

El otro factor que jugó a favor de mejorar las expectativas respecto a China es la estabilización del tipo de cambio. En efecto, tras las señales de alarma que encendió la depreciación de 2% del yuan en la primera semana de enero, el gobierno consiguió estabilizar el tipo de cambio en torno a 6,50 yuanes por dólar recurriendo a una intensificación en los controles de capital. Además, logró cerrar la brecha entre la cotización del tipo de cambio oficial y la del mercado off-shore, que a principios de enero llegó a ser de más del 2% y que también asomaba como potencial fuente de inestabilidad. **La mayor tranquilidad en el frente cambiario también se vio reflejada en una menor caída de reservas internacionales. En febrero las reservas disminuyeron U\$S 28.500 M, descenso inferior a la caída de U\$S 99.500 M de enero y que representa la menor baja observada desde octubre de 2015.**

De todos modos, el futuro de China dista de estar despejado. Por un lado, la estrategia de volver a recurrir a la expansión crediticia y a la inversión para impulsar el crecimiento como fue el caso a la salida de la crisis financiera internacional, implica agravar el problema de sobreendeudamiento y sobreinversión que arrastra la economía china justamente como consecuencia de la estrategia de crecimiento seguida en el período 2009-2011. El ratio de crédito interno total / PIB se incrementó de 125% a fines de 2008 a 209% a fines de 2015 (véase gráfico 11).

Con la reciente aceleración en la expansión crediticia, el crédito interno total está creciendo nuevamente a un ritmo casi 3 veces superior al del PIB nominal, por lo que el ratio sigue creciendo velozmente. Además, China adolece de serios problemas de exceso de capacidad en diversos sectores industriales, que un aumento de la inversión no va a ayudar a reducir. Según un artículo reciente de *The Economist*, los sectores que más han aumentado su exceso de capacidad desde 2008 son: refinerías de combustibles, acero, vidrio y papel.

**GRÁFICO 11: CHINA: CRÉDITO INTERNO TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB (%)**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

De esta forma, el efecto del nuevo estímulo crediticio probablemente sea mucho más acotado que en procesos similares anteriores, con el riesgo de trasladar un problema mucho más grande hacia futuro. Es cuestión de tiempo hasta que tales riesgos se tornen evidentes y empiecen a generar temor, alimentando una presión creciente hacia la salida de capitales.

Por otro lado, las estadísticas de comercio exterior de febrero, que mostraron una fuerte caída tanto de exportaciones como de importaciones, derivando en una reducción significativa del superávit comercial, vuelve a abrir un gran interrogante respecto a la estabilidad cambiaria. Las exportaciones disminuyeron un 25% interanual, mientras que las importaciones disminuyeron un 12% interanual. De esta forma, el superávit comercial bajó de U\$S 63.300 M en enero a U\$S 32.600 M en febrero, frente a una estimación de consenso según Bloomberg que se ubicaba en U\$S 51.000 M. La caída de las exportaciones, que excede el componente estacional siempre presente en esta parte del año por el Año Nuevo Lunar, refleja la debilidad de la economía mundial, la caída del precio de las exportaciones y, potencialmente, síntomas de atraso cambiario. Es posible que las dificultades que está exhibiendo China para impulsar las exportaciones en algún momento vuelvan a generar presión sobre el tipo de cambio como herramienta para recuperar competitividad externa.

#### 4. Intentos de contener la oferta de petróleo.

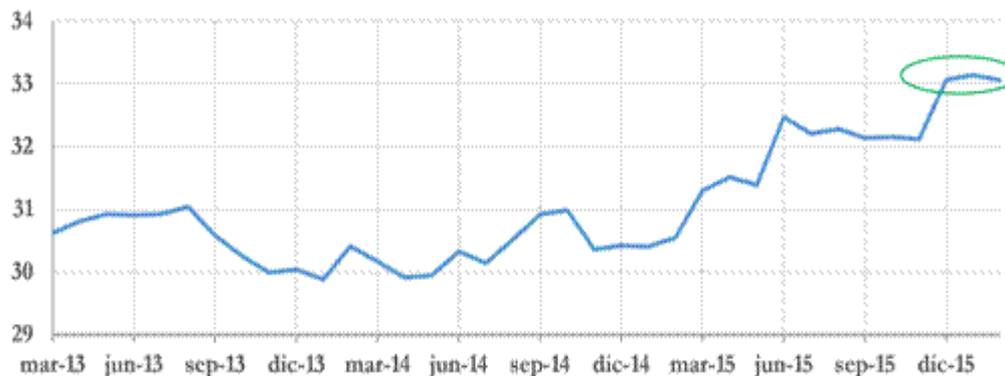
El mes de febrero trajo noticias menos desalentadoras que los meses anteriores en términos del desbalance entre oferta y demanda que arrastra el mercado mundial de petróleo, aunque por ahora la mejora proviene principalmente de factores transitorios y de buenas intenciones.

Por el lado de la producción de la OPEP, las estimaciones preliminares del mes de febrero arrojan un nivel de producción de crudo de 33,06 mb/d (millones de barriles por día), prácticamente sin cambios respecto al nivel de 33,13 mb/d. de enero (véase el Gráfico 12). Esto se contrapone con las expectativas previas de que el levantamiento de las sanciones económicas a Irán impulsaría un aumento de producción significativo. El incremento de producción de Irán, que todavía no se materializó plenamente, fue compensado por la merma de Irak y Nigeria, que se vieron afectados por interrupciones en sus instalaciones productivas. Fuera de la OPEP, las estimaciones de producción para 2016 han seguido cayendo. A la reducción de 0,6 mb/d que proyectan los productores de EE.UU. se suman de 0,4 mb/d de disminución en el resto de los países no pertenecientes a la OPEP.

Por otro lado, tras una sucesión de rumores infundados e intentos fallidos, se concretó un acercamiento de la OPEP con Rusia, el principal productor fuera de la OPEP, en el que se habría llegado a un acuerdo para congelar la producción en los niveles de enero. Sin embargo, dicho acuerdo depende de la aceptación por parte de otros jugadores grandes que no participaron de la negociación, lo cual no puede garantizarse, del mismo modo que no hay certeza sobre el cumplimiento de todos los participantes. Además, el congelamiento de la producción en el alto nivel de enero no sería suficiente para equilibrar el mercado ante una demanda global que se muestra debilitada. La fuerte acumulación de

inventarios de crudo en EE.UU. en la última semana de febrero de 10 millones de barriles (el aumento más fuerte desde abril de 2014) es una muestra de que el exceso de oferta persiste.

**GRÁFICO 12: PRODUCCIÓN MENSUAL DE CRUDO DE LA OPEP (MB/D)**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

5. *Alivio que no despeja el horizonte para los países latinoamericanos.*

Para la mayoría de los países latinoamericanos, altamente dependientes de las exportaciones de materias primas y de las inversiones ligadas a dicha actividad, el rebote de los precios de commodities contribuye a descomprimir una situación económica que en muchos de estos países arrastra un deterioro significativo. El repunte de precios de los principales productos exportables genera expectativas de mejora en las cuentas fiscales, en la cuenta corriente y un incremento en el ingreso de capitales. De esta forma, las monedas dejan de depreciarse y el riesgo soberano disminuye, mientras que las presiones inflacionarias ceden ante un menor *pass-through*, lo que le brinda a los bancos centrales algún margen para relajar la política monetaria restrictiva.

Tomando un grupo de países de Latinoamérica compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, las monedas se han apreciado en promedio un 6,2% entre el 11 de febrero y el 11 de marzo, revirtiendo la depreciación acumulada desde principios de año. En el mismo lapso el spread del Índice EMBIG Diversificado de Bonos Soberanos de Latinoamérica, mostró una compresión de 119 p.b., ubicándose por debajo del nivel del cierre de 2015.

También se advierte una mejora todavía incipiente en los flujos de capital. Una muestra amplia de fondos globales de inversión destinados a mercados emergentes registró en la primera semana de marzo ingresos netos de fondos por U\$S 350 M, tras acumular retiros netos por U\$S 8.000 M en los primeros dos meses de 2016.

Pese a todos los síntomas de mejora mencionados, todavía prevalece la sensación de que la recuperación no está sustentada en fundamentos sólidos, sino que depende de factores transitorios. En caso de que los precios de commodities tengan una recaída, la mayoría de los problemas que han afectado a los países latinoamericanos en los últimos tres años reaparecerían rápidamente.

Mientras tanto, para Argentina el mejor clima financiero que enfrenta Latinoamérica llega en un momento muy oportuno, ya que puede contribuir a que el Gobierno acceda nuevamente al financiamiento externo en condiciones más ventajosas, en términos de montos y costo financiero, de lo que se podía sospechar un mes atrás

## BRASIL: EL GIGANTE SE HUNDE

Eloy Aguirre

**El PIB brasileño cayó 3,8% en 2015. El resto de los indicadores económicos no son muy alentadores, la producción industrial cayó un 8,3%, la construcción disminuyó 7,6% y las exportaciones 15%. La situación política ha empeorado luego de que la fiscalía de San Pablo pidiera el dictado de prisión preventiva contra el ex presidente Lula da Silva.**

### 1. La crisis política

Brasil está atravesando una dura crisis de carácter económico y político. A fines de febrero de 2016 se dio a conocer el dato del PIB del año 2015 mostrando la mayor caída de los últimos 25 años. Además, continúa aumentando la inflación, caen las exportaciones, se reduce la producción industrial, la construcción también cae y aumenta el déficit fiscal. Al contexto de crisis económica se le suma la grave situación política que existe en Brasil y tiene como principal exponente el conocido caso de corrupción “Lava Jato” que involucra al gobierno y podría llevar a juicio político a la presidente Dilma Rousseff.

El viernes 4 de marzo por orden del Ministerio Público y la Fiscalía que lleva la investigación “Lava Jato” allanaron la casa del ex presidente Luiz Inácio Lula da Silva y fue llevado a indagatoria. Además, allanaron la casa del hijo de Lula, el Instituto Lula y la empresa constructora Odebrecht. Asimismo, el 9 de marzo la fiscalía de San Pablo pidió la prisión preventiva para el ex presidente Lula da Silva por lavado de dinero y ocultamiento de patrimonio.

La investigación sobre el “Lava Jato” fue iniciada en 2014 y es llevada adelante por el Juez Sergio Moro de Curitiba. Esta causa sobre corrupción involucra a la empresa estatal Petrobras, alrededor de cincuenta funcionarios, en su mayoría del Partido de los Trabajadores (PT) y a más de 20 empresas contratistas como OAS, Odebrecht y Camargo Correa. Se estima que se descubrieron irregularidades por más de USD 2.000 M. entre el 2004 y 2014.

Se trata de la mayor investigación de corrupción en la historia de Brasil, por los montos y los personajes involucrados. Al parecer durante diez años grandes contratistas sobornaban a funcionarios del Estado brasileño en su mayoría dentro de Petrobras para la aprobación de licitaciones de contratos multimillonarios, se estima que los montos desviados rondarían entre 1% y 5% de los contratos. Los sobornos se distribuían a través de operadores financieros y los sobreprecios ofertados se establecían secretamente y de común acuerdo asignando el ganador de antemano.

En abril de 2015 comenzaron las primeras sentencias firmes que siguieron en mayo, agosto, septiembre, noviembre y diciembre, entre los que se encuentra ex funcionarios del Partido de los Trabajadores (PT) y del Partido Progresista (PP). El total de condenados hasta el momento son 49, entre los condenados más relevantes se encuentran Joao Vaccari Neto (15 años y 4 meses de prisión) ex tesorero del Partido de los Trabajadores (PT), el ex diputado André Vargas (14 años y 3 meses de prisión) del Partido de los Trabajadores (PT) y el ex diputado Pedro Correa (20 años y 7 meses de prisión) del Partido Progresista (PP). El 8 de marzo el juez Sergio Moro condenó a Marcelo Odebrecht presidente de la mayor constructora de Brasil a 19 años y 4 meses de prisión por los delitos de corrupción, lavado de dinero y asociación ilícita.

En noviembre de 2015 fue encarcelado el senador del PT Delcídio Amaral por el delito de obstrucción de la investigación. Amaral una de las figuras más importantes del PT declaró en febrero de 2016 que el ex presidente Lula y la actual presidente Dilma Rousseff tenían conocimiento sobre los sobornos. Además, agregó que Lula actuó para desviar la investigación y la actual presidente protegió a empresarios corruptos utilizando su influencia en el Tribunal de Justicia.

El riesgo de juicio político para la presidente Dilma Rousseff crece en los últimos días. Las encuestas mostraron un 74% de desaprobación de su gestión. La oposición con Aécio Neves a la cabeza busca apoyo político y de la sociedad para reanudar el proceso de *impeachment*. El año pasado la presidente logró evitar el *impeachment* gracias al Supremo Tribunal de Federal. Sin embargo, el domingo 13 de marzo más de 3 millones de personas se movilizaron en Brasil en contra de Lula y pidiendo la destitución de Dilma Rousseff.

## 2. La economía brasileña

La crisis económica brasileña se agravó, el dato del PIB para el año 2015 mostró una caída del 3,8%, es la mayor reducción de la economía de Brasil de los últimos 25 años. El cuadro 5 exhibe las principales variables económicas de Brasil. Se puede observar un conjunto de indicadores negativos en 2014 que empeoran en 2015. La inflación aumentó alcanzando en 2015 el 9%. El dato de febrero de 2016 indica una variación del índice de precios al consumidor del 10,7% interanual. El índice de confianza del consumidor cayó 21% interanual en enero de 2016 y 15,6% en febrero.

**CUADRO 5: TASAS DE CRECIMIENTO DE INDICADORES ECONÓMICOS DE BRASIL. 2014-2015**

Indicadores	Unidad	2014	2015
PIB	Var. % anual	0,1%	-3,8%
Inflación	Var. % anual	6,3%	9,0%
Inversión Bruta	Var. % anual	-4,5%	-14,1%
Producción Industrial	Var. % anual	-3,0%	-8,3%
Construcción	Var. % anual	-0,9%	-7,6%
Exportaciones	Var. % anual	-7,0%	-15,1%
Importaciones	Var. % anual	-4,4%	-25,2%
Producción de autos	Var. % anual	-15,3%	-22,8%
Circulante monetario	Var. % anual	2,1%	4,1%
Reservas Internacionales	Var. % anual	1,3%	-1,9%
Tipo de cambio real/USD	Var. % anual	10%	42%
Déficit fiscal primario	% del PIB	-0,4%	-2,0%
Deuda externa bruta	% del PIB	14,6%	18,8%

Fuente: IICE - USAL en base a Banco Central do Brasil

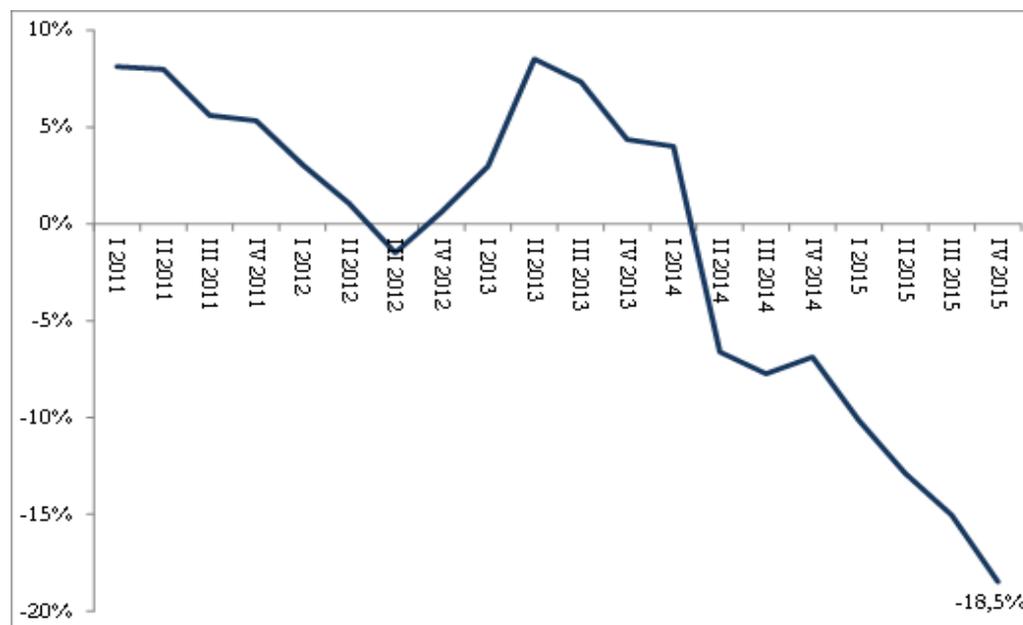
La inversión bruta descendió un 4,5% en 2014 y un 14,1% en 2015, señalando un grave problema para la generación de empleo. El gráfico 13 exhibe la variación interanual de la inversión bruta brasileña desde el primer trimestre de 2011. Desde el segundo trimestre del 2014 se observa una reducción consecutiva de la inversión bruta, el cuarto trimestre de 2015 la caída alcanzó el 18,5% i.a.

Esta reducción impactó en la producción industrial, en la construcción y en el aumento del desempleo. En el año 2015, la producción industrial continuó cayendo, un 8,3% i.a., en tanto, la producción de autos se redujo un 22,8% i.a., alcanzando las 2,4 M de unidades. Asimismo, las importaciones de autos cayeron un 33% en 2015<sup>7</sup>. En el año 2015 el 43% de las exportaciones argentinas a Brasil fueron vehículos y mostraron una reducción del 35% i.a. en valor. Además, en 2015 la construcción cayó 7,6% debido principalmente a la reducción de la obra pública por el caso de corrupción "Lava Jato". Varias empresas constructoras fueron inhabilitadas temporalmente por el Consejo de Defensa Económico de Brasil (CADE) para presentarse a licitaciones públicas.

En cuanto al mercado laboral la tasa de desempleo en 2015 fue 6,8% y en enero de 2016 alcanzó el 7,6%. Durante el año 2015 las empresas redujeron las inversiones y echaron a 1.500.000 trabajadores lo que produjo una de las mayores huelgas petroleras en la historia de Brasil. La crisis económica se está profundizando y podría generar un mayor malestar social.

<sup>7</sup> Según ADEFA las exportaciones argentinas de vehículos hacia Brasil cayeron en 2015 un 38,2% equivalente a 116.241 unidades.

**GRÁFICO 13: TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DE LA INVERSIÓN BRUTA. I TRIM. 2011 – IV TRIM. 2015**



Fuente: IICE - USAL en base a IBGE

El comercio exterior también se redujo en el año 2015. Las exportaciones bajaron un 15% y las importaciones disminuyeron un 25,2%. De las exportaciones el rubro que más se redujo fue el de las materias primas, un 20% en 2015, mientras que las exportaciones de bienes manufacturados disminuyeron un 10%. La depreciación de un 42% del real ha dinamizado las exportaciones, pero ha desincentivado, en conjunción con la retracción del nivel de actividad, las importaciones en una magnitud mayor. Además, en 2015 el saldo de cuenta corriente brasileña cerró con un déficit de USD 58.900 M<sup>8</sup>, y la inversión extranjera directa cayó un 22,5%.

En cuanto a los indicadores monetarios, el circulante aumentó 4,1% en 2015 mientras que la base monetaria se incrementó un 0,8%, debido a una reducción del monto de encajes bancarios del 16,5% interanual. Las reservas internacionales cayeron un 1,9% en 2015 alcanzando los USD 356.469 M. Durante 2015 la salida de capitales aumentó un 20% alcanzando los USD 16.000 M, debido principalmente, a la reducción de la calificación de la deuda soberana, en octubre del año pasado, por parte de la agencia Fitch, de BBB a BBB-<sup>9</sup>. La deuda externa bruta como porcentaje del PIB se incrementó en 2015 llegando al 18,8% del PIB y los servicios de deuda sobre PIB alcanzaron el 7% en 2015<sup>10</sup>.

Como se expuso anteriormente el real se depreció un 42% en 2015 y un 20% más en los primeros dos meses de 2016. La tasa Selic<sup>11</sup> pasó de 11,6% anual en 2014 a 14,2% en 2015 y al parecer es política del Banco Central mantener el valor de 14,2% durante 2016. El incremento de tasas no pudo impedir el crecimiento interno de los precios que superaron con creces las metas propuestas por la autoridad monetaria. Asimismo, durante el año 2015 los recortes de gasto del ex ministro de economía Joaquim Levy<sup>12</sup> que alcanzaron los USD 17.260 M no pudieron reducir el déficit fiscal primario, que por el contrario aumentó en 2015 llegando al 2%<sup>13</sup> del PIB lo que equivale a USD 31.200 M. La meta de Levy era finalizar el 2015 con un déficit primario del 0,7% del PIB.

Según las proyecciones del Banco Central do Brasil a principios de marzo del corriente año, sobre la base de opiniones de economistas privados, el PIB brasileño caería un 3,5%. De corroborarse esta cifra sería un derrumbe

<sup>8</sup> La balanza comercial fue positiva USD 17.670 M., ingresos primarios por -USD 42.600 M, ingresos secundarios por USD 2.724 M. y la balanza de servicios negativa -USD 36.900 M.

<sup>9</sup> Previamente, en el año 2014, la agencia Standard & Poor's había reducido la clasificación de la deuda soberana brasileña a BBB-, el último grado antes de perder esa condición de credibilidad para inversores

<sup>10</sup> El 11 de marzo de 2016 Brasil colocó un Bono en el exterior a 10 años por USD 1.500 M al 6,125%.

<sup>11</sup> Tasa de préstamos interbancarios que estipula el Banco Central.

<sup>12</sup> Renunció en diciembre de 2015.

<sup>13</sup> Meta aprobada por el Congreso brasileño en diciembre de 2015.

---

económico del 7,4% en dos años una de las mayores caídas del PIB brasileño. El cambio de ministro de economía en diciembre de 2015<sup>14</sup>, suponía un cambio menos ortodoxo debido a la orientación desarrollista del nuevo ministro de economía Nelson Barbosa. Sin embargo, la crisis económica obligó a continuar con la política de reducción del gasto, el pasado 19 de febrero el propio Barbosa anunció un recorte del gasto público de USD 5.780 M, en su mayoría proyectos de infraestructura con el objetivo de reducir el déficit fiscal.

### 3. *Conclusión*

La incertidumbre creciente generada por la inestabilidad política impacta en las posibles inversiones nacionales e internacionales. La obra pública se redujo considerablemente durante el 2015 debido en parte al caso de corrupción. Las proyecciones del Banco Central do Brasil<sup>15</sup> indican un 2016 con fuerte caída del PIB, mayor crecimiento de precios internos alcanzando un 7,5% de inflación anual, caída de la producción industrial del 4,5%, caída del consumo doméstico y una devaluación del real del 15%. Se estima que el Banco Central mantendrá la tasa Selic durante el 2016 para iniciar un proceso de reducción en el 2017. En síntesis, la crisis aún está lejos de su fin, los problemas fiscales van a continuar en 2016, la inflación estará por encima de la meta y seguirá en declive la producción.

---

<sup>14</sup> Tras la renuncia de Levy asumió Nelson Barbosa desarrollista opositor al plan de Levy

<sup>15</sup> Informe Focus – Informe de Mercado. Banco Central do Brasil. Semana del 4 de marzo

---

## NOTA ESPECIAL

### IN MEMORIAM: ALDO FERRER (1927-2016)

*Héctor Rubini*

En la mañana del pasado 8 de marzo falleció en Buenos Aires Aldo Ferrer a los 88 años de edad, ante el agravamiento de una dolencia cardíaca agravada en las dos semanas previas a su deceso. Su avanzada edad no le impidió continuar sus actividades casi sin descanso hasta el final de su vida, siendo uno de los economistas más influyentes en el escenario político argentino en los últimos 50 años.

Sus escritos y participaciones públicas no dejaron dudas de su fuerte preferencia por el intervencionismo estatal y cierto dirigismo en la administración del comercio exterior, y a favor del desarrollo de la industria nacional sustitutiva de importaciones. En ese sentido buena parte de su obra refleja la influencia de figuras del siglo XX como Keynes, Prebisch, y Singer, y también de Stuart Mill y de los mercantilistas de los siglos XVII y principios de siglo XVIII. También la evidencia de las experiencias observadas en sus primeros años de vida, como las políticas aplicadas para salir de la Gran Depresión (el “New Deal” de Roosevelt, el “Estado Novo” de Getulio Vargas, las dos presidencias de Perón), la reconstrucción de Europa de post-guerra y el inicio de la Guerra Fría, las propuestas de polos de desarrollo –“*poles de croissance*”- del francés François Perroux, y las obras sobre el proceso del desarrollo económico por etapas (de Walt Rostow) y “desequilibrado” (de Albert Hirschmann).

Aldo Ferrer nació el 15 de abril de 1927. Se recibió de Contador Público en la Universidad de Buenos Aires a los 22 años, y a los 23 años fue funcionario por concurso de la Secretaría de las Naciones Unidas, lo que le permitió tener asiduo contacto en su sede en Washington con figuras de la época como Raúl Prebisch (ya secretario general de la CEPAL), Michal Kalecki, Víctor Urquidí, Hans Singer, Celso Furtado, y Horacio Flores de la Peña, entre otros. Desde entonces, y luego de su activa experiencia en la materia, fue más visible la adhesión de Aldo Ferrer al intervencionismo estatal como forma “ideal” de impulsar una suerte de crecimiento “desbalanceado” liderado por la industria nacional. El énfasis en la preservación y crecimiento de una industria y un empresariado nacional, aparecía en su obra con referencias a la afirmación de la identidad nacional y de la generación de capacidades autóctonas para el crecimiento y la adaptación a los cambios en las condiciones internacionales. En 1953, regresó al país, concluyó su tesis doctoral –“*El Estado y el Desarrollo Económico*”- y se afilió a la Unión Cívica Radical. A partir de entonces inició una larga carrera profesional y política que siguió sin descanso, prácticamente hasta su fallecimiento.

Si bien participó en la función pública en algunos gobiernos militares, lo hizo en el marco de proyectos políticos con fuerte intervención del Estado. De ahí sus duras críticas a las políticas de José Alfredo Martínez de Hoz y sus sucesores durante la dictadura militar, y a las de Domingo Cavallo en el gobierno de Menem. Es así que, si bien fue afiliado de la Unión Cívica Radical, ocupó cargos en gobiernos militares (Aramburu, Levingston y Lanusse) y también en administraciones peronistas, como las de Néstor y Cristina Fernández de Kirchner. En todos los casos primó la afinidad entre las ideas de Ferrer y las de dichos políticos, más bien que las diferencias partidarias o ideológico-políticas. Como era de esperar, en sus publicaciones de los últimos meses, abundan las críticas al gobierno de Mauricio Macri, sin crítica alguna a los legados del kirchnerismo.

Su ideario ha estado siempre orientado hacia la formulación de propuestas de políticas para el desarrollo económico de Argentina y América Latina en base a la ruptura de la dependencia de las exportaciones de bienes primarios y de grupos empresarios externos. Con fuerte influencia de la concepción centro-periferia de Prebisch, y de la justificación de la intervención del Estado en la economía, inspirada en la Teoría General de John Maynard Keynes, sus propuestas se orientaron a justificar la necesidad y superioridad de la intervención del Estado en los mercados para direccionar un crecimiento en base a la industrialización sustitutiva de importaciones. De hecho ha sido uno de los pilares del llamado “estructuralismo latinoamericano” que propugnaba reformas en los ámbitos fiscal, financiero, agrario, minero, del sector público, a efectos de consolidar un proceso de industrialización propio, y la reducción de la desigualdad y la pobreza. De ahí la asociación de su ideario con el de economistas como Osvaldo Sunkel, Aníbal Pinto, y

en nuestro país con varias de las ideas y propuestas de Mario Brodersohn, Marcelo Diamand, Adolfo Canitrot, Marcelo Lascano y Jorge Schvarzer, entre otros.

En su paso por la función pública como Ministro de Economía y Trabajo (1970-71) dispuso una apreciable suba de los aranceles de importación y logró el dictado de la Ley 18.875 de “Compre Nacional” para privilegiar a proveedores nacionales en las compras estatales, y beneficiarlos con créditos bajo condiciones presidenciales para asegurar la producción de bienes y/o servicios demandados por el Estado<sup>16</sup>. Estas decisiones de autoría del propio Ferrer, reflejaban su preocupación por priorizar la canalización del ahorro interno a través de mecanismos y organismos del Estado hacia proyectos de largo plazo. Justamente durante la gestión del ministro Ferrer es que se asiste a la creación del Banco Nacional de Desarrollo (BANADE), y al lanzamiento del primer Plan Nacional de Desarrollo 1970-74, que ante los cambios de gobierno de entonces no se pudo llevar a la práctica.

Desde los años '80 su preocupación se orientó fundamentalmente a la creación de condiciones favorables para dicha propuesta de cambio estructural, a partir de cierto proteccionismo selectivo, evitar el endeudamiento con gobiernos y bancos extranjeros, (la idea del “vivir con lo nuestro”, título de uno de sus *best-sellers*), y el generar un empresariado nacional competitivo para romper la dependencia de las multinacionales de los países desarrollados. Consecuente, con su visión sobre las transformaciones necesarias para el desarrollo económico genuino, Ferrer siempre ha mostrado su total oposición a políticas de libre-comercio, de desregulación de mercados o de privatizaciones. Los cargos más relevantes que ocupó fueron los siguientes:

- Consejero económico en la embajada argentina en Londres (1956-57), durante el gobierno de Pedro Eugenio Aramburu.
- Ministro de Economía y Hacienda de la Provincia de Buenos Aires (1958-60), durante la presidencia de Arturo Frondizi –el gobernador de Buenos Aires era Oscar Alende-.
- Asesor del Banco Interamericano de Desarrollo en Washington DC (1960-63).
- Miembro del Panel de Expertos del Comité Interamericano de la Alianza para el Progreso (1963-70)
- Ministro de Obras y Servicios Públicos (1970) del presidente de facto Roberto Marcelo Levingston.
- Ministro de Economía y Trabajo (1970-71) de los presidentes de facto Roberto Marcelo Levingston y Alejandro Agustín Lanusse.
- Presidente del Banco de la Provincia de Buenos Aires (1983-87), durante el gobierno de Raúl Alfonsín.
- Presidente de la Comisión Nacional de Energía Atómica (1999-01) bajo el mandato de Fernando De la Rúa.
- Presidente de Energía Argentina S.A. (ENARSA) (2006-08) en el gobierno de Néstor Kirchner y el primer mandato de Cristina Fernández de Kirchner.
- Director en representación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSeS en la empresa Siderar (2009-2011), en el primer mandato de Cristina F. de Kirchner
- Embajador argentino en Francia (2011-2013) en el segundo mandato de Cristina F. de Kirchner
- Embajador argentino en Mónaco (2012-2013) en el segundo mandato de Cristina F. de Kirchner

Fue, además, profesor titular en la Universidad Nacional de La Plata (1959-61) y en la Universidad de Buenos Aires (1963-66), creador de la revista *Desarrollo Económico*, publicada inicialmente por la Junta de Planificación Económica del gobierno de la provincia de Buenos Aires, cofundador del Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), editor de la citada revista hasta la actualidad, miembro fundador de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP), coordinador de la Comisión Organizadora del Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO) entre 1965 y 1967, primer Secretario Ejecutivo de CLACSO (1967-70), director del Centro de Estudios de Coyuntura del IDES, y hombre de permanente consulta de dirigentes de la Unión Cívica Radical.

---

<sup>16</sup> Dicha legislación invoca el art. 5° del Estatuto de la Revolución Argentina (nombre dado por las FF.AA. al golpe de estado de 1966). El antecedente previo es el Decreto 5340 del año 1963 de Compre Nacional, cuyo autor fue el entonces Ministro de Economía, José Alfredo Martínez de Hoz, inspirado en la *Buy American Act* de los Estados Unidos, del año 1933 (la última promulgada por el presidente Harry Truman). Martínez de Hoz retornaría en 1976 al cargo de Ministro de Economía en otro régimen militar. Las políticas libremercadas Martínez de Hoz en su segunda gestión (marzo de 1976 a marzo de 1981) fueron objeto de las más duras críticas que se le recuerden al Dr. Aldo Ferrer.

En 1987 fue miembro del Consejo de la Consolidación de la Democracia, miembro de la Comisión del Sur, creada por el ex presidente de Tanzania, Julius Nyerere, y el actual primer ministro de la India, Manmohan Singh. Luego fue miembro del Consejo Asesor de la ONG Centro del Sur, con sede en Ginebra, entre 1991 y 1994.

Desde mediados de los '90 y hasta su fallecimiento, fue Profesor Titular Consulto de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, y Director de la Maestría Mercosur del Centro de Estudios Avanzados de la Universidad de Buenos Aires. Luego, entre mediados de 1998 y octubre de 1999 formó parte de la mesa directiva del Instituto Programático de la Alianza (IPA), conducido por economistas y políticos de la Unión Cívica Radical y del Frente para un País Solidario (FREPASO), con miras a las elecciones de octubre de 1999 en que se impuso Fernando de la Rúa. Luego, desde 2009 fue Vicepresidente de la Fundación Konex hasta su fallecimiento.

También fue cofundador del llamado Grupo Fénix de la Universidad de Buenos Aires en el año 2000 para la elaboración de propuestas de política económica opuestas a las reformas pro-mercado que se aplicaron en Argentina en los años '90, y miembro del comité editorial del diario Buenos Aires Económico (BAE) entre 2007 y 2011. Fue además miembro de número de la Academia Nacional de Ciencias Económicas y Miembro Honorario del Consejo Nacional de Economistas de México. En 1986 recibió el Premio Konex por sus contribuciones en materia de Política Económica, en 1996 el Premio Konex de Platino, por sus contribuciones al Análisis Económico Aplicado, y en 2015 el Premio Latinoamericano y Caribeño de Ciencias Sociales, otorgado por la CLACSO, por su destacada trayectoria académica y sus aportes fundamentales para el desarrollo de las ciencias sociales en América Latina y el Caribe.

Tanto para quienes se sienten identificados con el ideario económico y político de Ferrer, como para quienes no, sus publicaciones son de lectura imprescindible para entender los debates y políticas económicas en Argentina de los últimos 70 años. Entre trabajos académicos, artículos periodísticos y libros, sus escritos publicados suman centenares. Algunos de los más representativos de su pensamiento son los siguientes:

- "Los Centros Cíclicos y el Desarrollo de la Periferia Latinoamericana", *El Trimestre Económico*, FCE, octubre-diciembre de 1950, México.
- *El Estado y el Desarrollo Económico*, Ed. Raigal, Buenos Aires, 1956.
- *La Economía Argentina. Las Etapas de su Desarrollo y Problemas Actuales*, Fondo de Cultura Económica, México, 1963. Reeditado hasta el año 1973. Luego como *La Economía Argentina: Desde sus Orígenes hasta Principios del Siglo XXI*, en 2004 y 2014.
- *La Economía Argentina. Una Historia Económica de la Argentina*, Fondo de Cultura Económica, México, 1963. Traducido al inglés como *The Argentine Economy, An Economic History of Argentina*, University of California Press, 1967.
- "Devaluación, Redistribución de Ingresos y el Proceso de Desarticulación Industrial en la Argentina", *Desarrollo Económico*, IDES, 2(4), enero-marzo de 1963, Buenos Aires.
- "Problemas del Desarrollo Industrial Argentino", *Revista de Economía*, Asociación de Economistas Argentinos, 3 (1), 3er. trimestre de 1969, Buenos Aires.
- *Los Planes de Estabilización en Argentina* (con Mario S. Brodersohn, Eprime Eshag y Rosemary Thorp). Ed. Paidós, Buenos Aires, 1969. Reeditado en 1974.
- "Desarrollo de las Industrias Básicas y la Sustitución de Importaciones" en *Estrategias de industrialización para la Argentina*, (Mario S. Brodersohn, ed.), Buenos Aires, Editorial del Instituto Torcuato Di Tella, 1970.
- "Hacia un Sistema Industrial Integrado y Abierto", *Cuadernos del Centro de Estudios Industriales*, Año 1, núm. 3, 1970, Buenos Aires.
- *Tecnología y Política Económica en América Latina*, Ed Paidós, Buenos Aires, 1974.
- *Economía Internacional Contemporánea: Texto para Latinoamericanos*, Fondo de Cultura Económica, México, 1976.
- "La Dependencia Científica y Tecnológica en el Contexto Internacional y sus Implicaciones para la Transferencia de Tecnología", *Desarrollo Económico*, IDES, vol. 15, núm. 60, enero-marzo de 1976, Buenos Aires.

- *Crisis y Alternativas de la Política Económica Argentina*, Fondo de Cultura Económica, México, 1977. Reeditado en 1980.
- *Nacionalismo y Orden Constitucional*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 1981.
- *La Posguerra. Programa para la Reconstrucción y el Desarrollo Económico Argentino*. El Cid Editor, Buenos Aires, 1982.
- *¿Puede Argentina Pagar su Deuda Externa?*, El Cid Editor, Buenos Aires, 1983.
- *Deuda y Soberanía (con Raúl Prebisch y Celso Furtado)*, El Cid Editor, Buenos Aires, 1984.
- *Vivir con lo Nuestro*, El Cid Editor, Buenos Aires, 1984. Traducido al inglés como *Living Within our Means*, Westview Publications, Boulder CO, 1986. Actualizado y editado en 2003 y 2014 como *Vivir con lo Nuestro. Nosotros y la Globalización*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- *El Devenir de una Ilusión. La Industria Argentina: desde 1930 hasta Nuestros Días*. Buenos Aires, Ed. Sudamericana, 1989.
- “Las Primeras Enseñanzas de Raúl Prebisch”. *Revista de la CEPAL* N° 42, 27-33. CEPAL, Santiago de Chile. Diciembre de 1990.
- “Perspectivas Heterodoxas en el Informe Okita. Acerca de la Economía Argentina”, *El Trimestre Económico*, LVIII (3), 497-520. México, DF, 1991.
- “Reflexiones Acerca de la Política de Estabilización en Argentina”. *El Trimestre Económico* LXIII (1), 353-369. México, DF, 1996.
- *Historia de la Globalización I: Orígenes del Orden Económico Mundial*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 1996. Reeditado en 2013.
- *Hechos y Ficciones de la Globalización: Argentina y el Mercosur en el Sistema Internacional*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 1997.
- *El Capitalismo Argentino*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 1998. Reeditado hasta 2008.
- *Historia de la Globalización II: La Revolución Industrial y el Segundo Orden Mundial*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 2000. Reeditado en 2013.
- *De Cristóbal Colón a Internet: América Latina y la Globalización*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 2002.
- *La Argentina y el Orden Mundial*. Fondo de Cultura Económica, México, 2003.
- *La Economía Argentina: Desde sus Orígenes hasta Principios del Siglo XXI*. Fondo de Cultura Económica, México, 2004.
- *La Densidad Nacional*, Ed. Capital Intelectual, Buenos Aires, 2005.
- *Campo e Industria. Una Difícil Relación*, Ed. Capital Intelectual, Buenos Aires, 2005.
- “Raúl Prebisch y el Dilema del Desarrollo en el Mundo Global”. *Revista de la CEPAL* N° 101, 7-15. CEPAL, Santiago de Chile. Agosto de 2010.
- *La Historia de Zárate-Brazo Largo. Las Dos Caras del Estado Argentino (con Marcelo Rougier)*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 2010.
- *El Futuro de Nuestro Pasado: La Economía Argentina en su Segundo Centenario*. Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 2010.
- *El Empresario Argentino*, Ed. Capital Intelectual, Buenos Aires, 2014.
- *La Economía Argentina en el Siglo XXI. Globalización, Desarrollo y Densidad Nacional*, Ed. Capital Intelectual, Buenos Aires, 2015.

