



Informe Económico Mensual

Instituto de Investigación

Nº 161 - Año 17 - 10 de mayo de 2018

Escriben en este número: Eloy Aguirre, Gustavo Martín, Jorge Riaboi, Héctor Rubini, Eliana Scialabba y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

Dólar. Al cierre de hoy el tipo de cambio minorista cerró a \$23,22 vendedor (+46,6% i.a.). Es el nivel máximo histórico, y acumula desde fin de 2017 una suba de 22,5%.

LO QUE HAY QUE SABER

Crisis cambiaria. El cobro de Impuesto a las Ganancias a la renta de las LEBAC en presencia de subas de tasas de interés en EE.UU. inició el retiro de fondos de inversores extranjeros con caída de reservas internacionales. Esto provocó un “huida” hacia el dólar que se ha sostenido durante dos semanas. El vencimiento de LEBAC del próximo martes (\$ 680.000 M) podría impulsar una nueva fuga hacia el dólar.

Inflación esperada: Las subas de tarifas públicas y la corrida cambiaria han impulsado hacia arriba las expectativas de inflación a niveles superiores al 20% para este año.

El dólar en Argentina. El gobierno espera un préstamo stand-by con el FMI y recuperar la estabilidad cambiaria. Aun así, para fin de año se espera un dólar superior a \$25, aún sin agravamiento de la actual crisis cambiaria.

El dólar en el mundo: Se espera que las tasas de interés en Estados Unidos se mantengan en aumento. Esto complicará el panorama de los países emergentes que ya enfrentan un escenario de salida de capitales, depreciación de sus monedas, y volatilidad de los precios de sus commodities de exportación.

Ley de Mercado de Capitales. El Congreso de la Nación aprobó la nueva Ley que permitirá securitizar hipotecas y ampliar la variedad de instrumentos para financiamiento de pequeñas y medianas empresas.

LO QUE VIENE

Acuerdo y el FMI. El gobierno argentino tratará de obtener un préstamo stand-by para cubrir necesidades de financiamiento estimadas hasta fin de de 2019 (aproximadamente U\$S 31.000 millones)

Impactos de la crisis cambiaria. Aumento del costo del crédito, dificultades financieras para las pequeñas y medianas empresas, traslado de la suba del dólar a precios de combustibles y a precios al consumidor. Tensiones sociales y políticas crecientes por futuros recortes de gasto público.

Negociaciones salariales. La suba del dólar y de las tarifas públicas conducirán a la reapertura de negociaciones salariales en los casos de acuerdos de subas en torno de 15% y cláusula de ajuste por inflación a partir de septiembre próximo. Expectativa por el clima sindical y de los movimientos sociales.

EE.UU. y el petróleo: La decisión de la Casa Blanca de aplicar sanciones contra Irán dentro de seis meses mantendrá la tendencia alcista del precio del petróleo.

Distensión en Corea: Se esperan avances en la reconciliación entre Corea del Sur y del Norte, y en la distensión entre Corea del Norte y Estados Unidos. Dentro de un mes se concretará la reunión entre los presidentes de Estados Unidos, Donald Trump, y Corea del Norte, Kim Jong-un.

Venezuela en hiperinflación: la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional informó que la inflación del mes de abril fue de 80,1%. La inflación acumulada en ese país en los primeros 4 meses de este año ha sido de 897,2%, y la interanual de abril fue de 13.779%. Hasta ahora es la segunda mayor hiperinflación en la historia de América Latina, detrás de la de Nicaragua en 1989 (23.719%).

Decano Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Héctor F. Dama
Director Instituto de Investigación: Juan Massot - Editor del IEM: Héctor Rubini

PANORAMA DE ARGENTINA

LA ADMINISTRACIÓN MACRI EN SU PEOR MOMENTO

Héctor Rubini

Luego de dos semanas el Gobierno ha debido solicitar auxilio al Fondo Monetario Internacional ante una crisis cambiaria que el BCRA no ha logrado controlar. El vencimiento de LEBAC por \$ 680.000 M para el próximo martes podría impulsar una nueva ola de compra de dólares.

Inesperadamente, el gobierno se encuentra frente a su peor momento desde diciembre de 2015. Se encuentra en una crisis cambiaria que hasta ahora no puede controlar, y un escenario crítico adverso frente al impacto de los aumentos de tarifas públicas que han generado fuerte resistencia política. La imagen de los principales funcionarios y de su gestión se encuentra en baja, y por primera vez se observa en la mayoría de las encuestas de opinión el predominio de las respuestas críticas hacia las autoridades.

El escenario se complicó desde la segunda quincena de abril por varias razones:

- la aceleración de la inflación y la pérdida de credibilidad en las metas oficiales,
- el resurgir de la oposición kirchnerista frente a las subas de tarifas de servicios públicos, y la firma negativa del gobierno nacional a dar marcha atrás con esos aumentos,
- las diferencias entre las fuerzas políticas de la alianza gobernante respecto de la suba de tarifas,
- las denuncias periodísticas sobre cuentas *offshore* de funcionarios, y en particular del ministro de Hacienda,
- el anuncio del Diputado Nacional Emilio Monzó de que abandonará la presidencia de la Cámara a partir de diciembre de este año,
- la insuficiente respuesta oficial frente al recrudecimiento de la inseguridad física en las principales ciudades del país,
- la sorprendente incapacidad del BCRA para controlar la crisis cambiaria iniciada dos semanas atrás.

Hasta el 23 de abril la situación parecía bajo control. Más allá de enfrentamientos mediáticos entre algunos funcionarios con economistas en medios de prensa, no había perturbaciones a la vista. En materia judicial se inició una etapa de franca ofensiva contra ex funcionarios del gobierno anterior, y las expectativas de una recuperación exportadora gracias a pronósticos favorables para la economía de Brasil aseguraban cierta confianza en mantener el actual rumbo económico. El objetivo final, la reelección del presidente Macri en octubre de 2019, parecía asegurado. Algo garantizado por la disgregación de la oposición, y en particular del revuelo generado por la decisión de la jueza Romilda Servini de ordenar la intervención del Partido Justicialista.

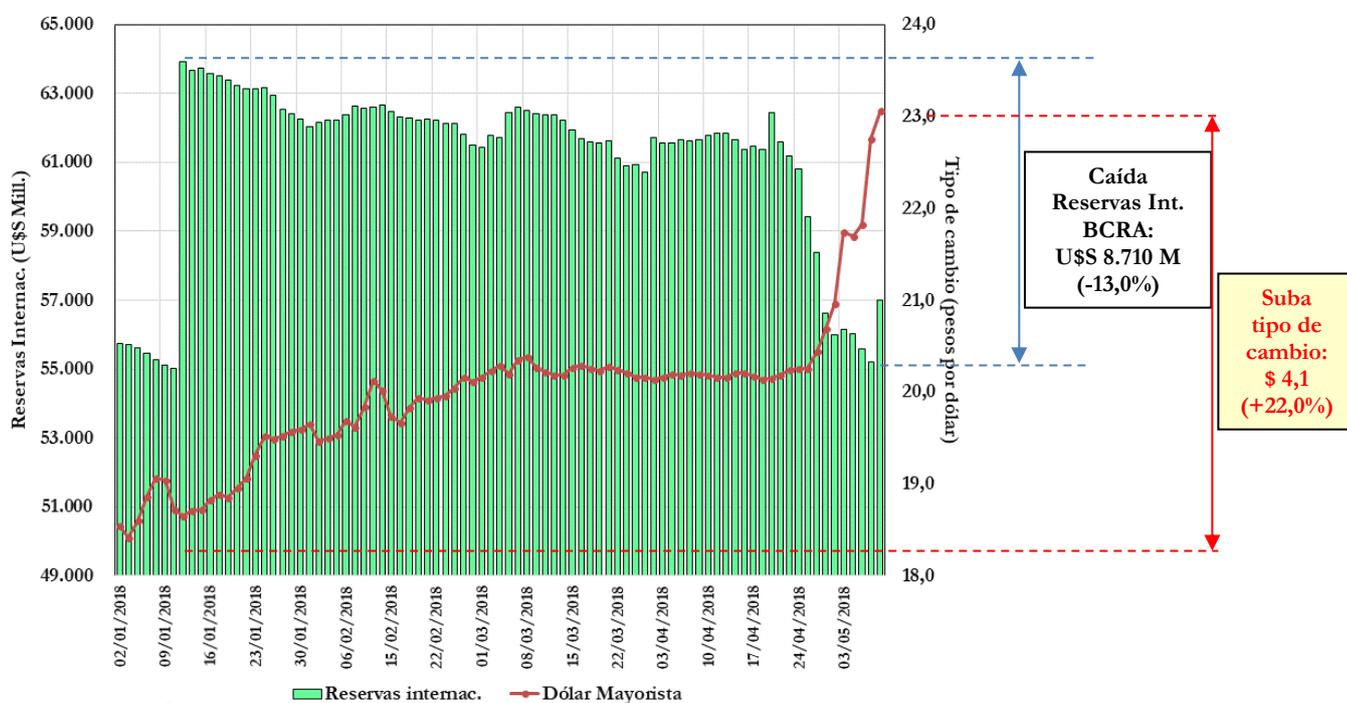
Los datos de la economía hacia fin de abril asomaan favorables para la economía real: creación en febrero de 216.300 nuevos empleos formales respecto de igual mes de 2017, crecimiento en marzo de la actividad industrial (1,2%), de la construcción (8,3%), y de las exportaciones (17,2%), y el inicio de las licitaciones para obras públicas bajo la modalidad de Participación Público-Privada (PPP), con expectativas de una llegada de inversiones por U\$S 35.000 millones en los próximos dos años.

Sin embargo, la lentitud de reacción en el mercado cambiario dio lugar a un escenario poco menos que increíble: en el año en que las reservas internacionales llegaron al récord histórico de U\$S 63.906 millones (el pasado 10 de enero): **el BCRA enfrenta desde el 23 de abril una salida de reservas impulsada por compras del sector privado que no ha logrado detener.** Un factor de cierta influencia ha sido la suba de tasas de interés en Estados Unidos que ha atraído capitales a ese país desde el resto del mundo, presionando al alza a la cotización del dólar. Esto reduce la rentabilidad de la estrategia de inversores extranjeros conocida como “*carry trade*”: con dólares captados vía endeudamiento, comprar LEBAC del BCRA. La rentabilidad de la operación es mayor cuanto mayor sea la diferencia entre la tasa de rendimiento en pesos de esas letras, neta de la variación de tipo de cambio, y el costo del endeudamiento en dólares. En esta oportunidad los factores externos, sumados a la gradual suba del dólar desde diciembre pasado, reducían progresivamente la rentabilidad del “*carry trade*”.

Sin embargo, a esto se sumó el impacto de nuevas normas tributarias. El Decreto 279/2018 del 6 de abril, ratificó el alcance del Impuesto a las Ganancias a la renta de las LEBAC. Luego, la Resolución General de la AFIP N° 4227 del 11 de abril, reglamentó el régimen de retención de Impuesto a las Ganancias según el tipo de LEBAC, con vigencia a partir del pasado 26 de abril. Para las emitidas en pesos, sin cláusula de ajuste, la alícuota es 5%, y para las emitidas en moneda nacional con cláusula de ajuste o en moneda extranjera, 15%. Si el tenedor es extranjero y reside en un país que no intercambia información financiera (“no cooperante”) o los fondos provienen de un país con esa condición, la retención es de 35%. En todos los casos se aplica sobre el 90% de la renta de la inversión en dichos títulos.

Con el nuevo tratamiento impositivo el retorno neto puede disminuir en hasta un 50%. La decisión racional en no pocos casos es abandonar Argentina y llevarse los fondos a plazas con alternativas más rentables. Algo que se tornó visible el lunes 23 en que el BCRA vendió divisas por primera vez desde marzo. El mercado, sin embargo, se inquietó cuando un conocido banco extranjero vendió LEBAC y compró al BCRA U\$S 1.472 M el miércoles 25. **Desde entonces, comenzó a generalizarse la expectativa de que el BCRA vendería lo que demande el mercado.** Esto forzó al BCRA a abandonar la política (de facto) de mantener un tipo de cambio en extremo estable, levemente superior a \$20 desde marzo.

GRÁFICO 1. RESERVAS INTERNACIONALES BCRA Y TIPO DE CAMBIO MAYORISTA



A partir del máximo histórico del 11 de enero (U\$S 63.906 M) el BCRA perdió reservas internacionales de manera escalonada hasta estabilizarse en poco más de U\$S 61.000 M, y luego se precipitó una caída desde el 23 de abril hasta el 7 de mayo, con ventas diarias que no lograron revertir la aceleración de la suba del tipo de cambio. En ese período el BCRA perdió U\$S 8.314 M de reservas (-13,0%) y el tipo de cambio no dejó de subir. Al 7 de mayo el tipo de cambio mayorista estaba rozando los \$22, y el 9 de mayo rompió el “techo” psicológico de los \$23.

Las cotizaciones en el mercado minorista, y en el segmento informal se mantuvieron relativamente alineadas con la del mercado mayorista. Entre el 11 de enero y el 9 de mayo las subas en el tipo de cambio mayorista, minorista e informal han sido, respectivamente, de 22,0%, 20,7% y 18,5%. En varias jornadas la cotización de varios bancos y casas de cambio se mantuvo por encima de la del mercado informal, lo que sugiere cierta iliquidez de algunas entidades.

El gráfico muestra que el tipo de cambio, cualquiera sea la cotización de referencia, podría estabilizarse en esta semana. Sin embargo, el martes próximo vencen LEBAC por \$ 680.000 millones. Esto representa el 54% del total de LEBAC emitidas, y equivale al 67% de la base monetaria al día 7 de mayo. La incógnita a develar es si la

totalidad de tenedores aceptará renovar íntegramente el stock de LEBAC a vencer por nuevas LEBAC o si preferirán cobrar en efectivo y eventualmente comprar dólares.

La evolución del mercado ha generado creciente incertidumbre y temores por saltos futuros, dada la ineffectividad de las intervenciones del BCRA desde el inicio de esta crisis cambiaria.

CUADRO 1. INTERVENCIONES DEL BCRA Y REACCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

Fecha	Venta dólar spot (U\$S M)	Venta dólar futuro (U\$S M)	Mercado interbancario	Restricc. compra de divisas	Anuncios y auxilio externo	Variación reservas internac. (U\$S M)	Tipo de cambio (mayorista)	Var.% diaria tipo de cambio
23/04/2018	211					-413,9	20,25	0,3%
24/04/2018	426					-390,4	20,25	0,0%
25/04/2018	1.472					-1371,2	20,26	0,0%
26/04/2018	853					-1022,2	20,45	0,9%
27/04/2018	1382		Sube tasa prom. de pases a 1 y 7 días de 27,5% a 30,25%			-1778,3	20,69	1,2%
02/05/2018	505		Emite \$ 65.473 vía compra de LELIQ y pases			-624,8	20,97	1,3%
03/05/2018	451		Sube tasa prom. de pases a 1 día a 35,75% y a 7 días a 35,38%.	Sube spread entre pases activos y pasivos a 1 día de 4 a 9 pp. , y a 7 días, de 1,5 a 5,75 p.p.		148,7	21,75	3,7%
04/05/2018			Sube tasa prom. de pases a 1 día a 42,5% y a 7 días a 40%.	Sube spread entre pases activos y pasivos a 1 día de 9 a 29 pp. , y a 7 días, de 5,75 a 14,0 p.p.	A partir del 07/05/18 la pos. neta máxima en divisas permitida a las entidades financieras se reduce de 20% a 10% de la RPC o recursos líquidos propios del mes anterior.	-132,1	21,70	-0,2%
07/05/2018			Absorbe \$ 10.616 M vía pases y \$ 18.951 M vía venta de LEBAC.			-422,2	21,83	0,6%
08/05/2018		200	Absorbe \$ 20.000 M vía venta de LEBAC. Sube tasa LEBAC vto. Junio a 42% y vto. julio a septiembre a 40%.		Anuncio inicio negociaciones con FMI para pedido línea de crédito "preventiva".	-397,0	22,76	4,3%
09/05/2018		600			Confirmación de que al FMI se solicitará un préstamo tradicional ("stand by"). BCRA toma préstamo de BIS por U\$S 2.500 M	1818	23,06	1,3%

Fuente: BCRA y datos de bancos privados

Claramente, lo que empezó como como retirada de fondos del exterior, devino en dolarización de carteras de inversores institucionales locales. **Si algo ha desconcertado es la lentitud del accionar del BCRA, que se lo percibe superado por los mercados, aun contando con el nivel récord histórico de reservas internacionales.** Esto exacerbó las expectativas de nuevas subas del tipo de cambio y la compra de dólares de cada vez más ahorristas particulares. Lo preocupante es que mientras el BCRA ha vendido dólares spot y a futuro, y secado un poco la plaza de pesos, **el dólar no ha dejado de subir.** Más aún, al extenderse en el tiempo este escenario inestable, cobra cuerpo **la creciente preocupación de esta dinámica de venta de dólares del BCRA y un tipo de cambio que no sólo no baja, sino que sube.** Además, **habrá traslado de tipo de cambio a precios, suba del costo del crédito,**

enfriamiento de la inversión privada, problemas en la cadena de pagos, y riesgo cierto de desembocar en un escenario de estanflación.

La falta de un accionar rápido y eficaz es la causa de las dudas sobre la capacidad real de la conducción del BCRA para manejar esta crisis, el grado (o falta) de coordinación de los ministros con incumbencias en temas económicos, y el sentido (o no) de acudir al FMI cuando hay varios instrumentos alternativos a aplicar: subas de encajes, de exigencias de capitales mínimos, cancelación de LEBAC con letras del Tesoro, sustitución de letras ilíquidas en el activo del BCRA por deuda del Tesoro negociable, pases contingentes con otros bancos centrales, uso de la red ALADI de bancos centrales, y no son los únicos.

En cuanto a la estabilización permanente de expectativas, el mensaje de los mercados es claro. Se necesita otra política económica, otra estrategia, y probablemente otra organización para recuperar un sendero de solvencia fiscal, con crecimiento y estabilidad. La crisis en curso ha dejado al desnudo la inviabilidad (e incoherencia) de un programa de “metas de inflación”, con dinero endógeno, libre movimiento de capitales, banco central no independiente, y con déficit fiscal y de cuenta corriente permanentes, no transitorios. Resultado esto último del desbalance fiscal, que se optó por financiar básicamente con deuda externa a ser monetizada y esterilizada parcialmente con LEBAC, manteniendo atrasado el tipo de cambio.

Obtener financiamiento del FMI exigirá abandonar la política aplicada en los últimos dos años, que se resume en tres indicadores más que visibles: una política fiscal tan expansiva como la de los últimos 4 años del kirchnerismo, una política monetaria más expansiva que el de la anterior administración, y el uso de diversas anclas nominales (tasa de interés, salarios, tarifas, dólar) según el mes. Práctica a todas luces incoherente con un régimen de “inflation targeting” sostenible y creíble. Los factores externos han jugado un rol que no se puede ignorar, pero el único país del mundo con una crisis cambiaria es el nuestro.

Si algo no parece explicarse es la incapacidad del BCRA para terminar con estas minicorridas diarias contra el dólar, contando con el nivel récord histórico de reservas internacionales. Detener esta crisis no depende de los mercados internacionales, sino de las decisiones fronteras adentro. Algo que requerirá, ineludiblemente, un cambio de criterios de política, de funcionarios, o de ambos. Máxime si se aspira a acceder dentro de un mes o dos a financiamiento del Fondo Monetario Internacional

VULNERABLES: TODO POR \$2

Gustavo Martin

La reciente corrida contra el peso luego de la salida de fondos extranjeros, debido al impuesto a las ganancias sobre los activos, pusieron a prueba al gobierno y al BCRA mostrándolos vulnerable. Las perspectivas de un dólar por encima de los \$25 a fin de año son cada vez más probables, aún sin agravamiento de la actual crisis cambiaria.

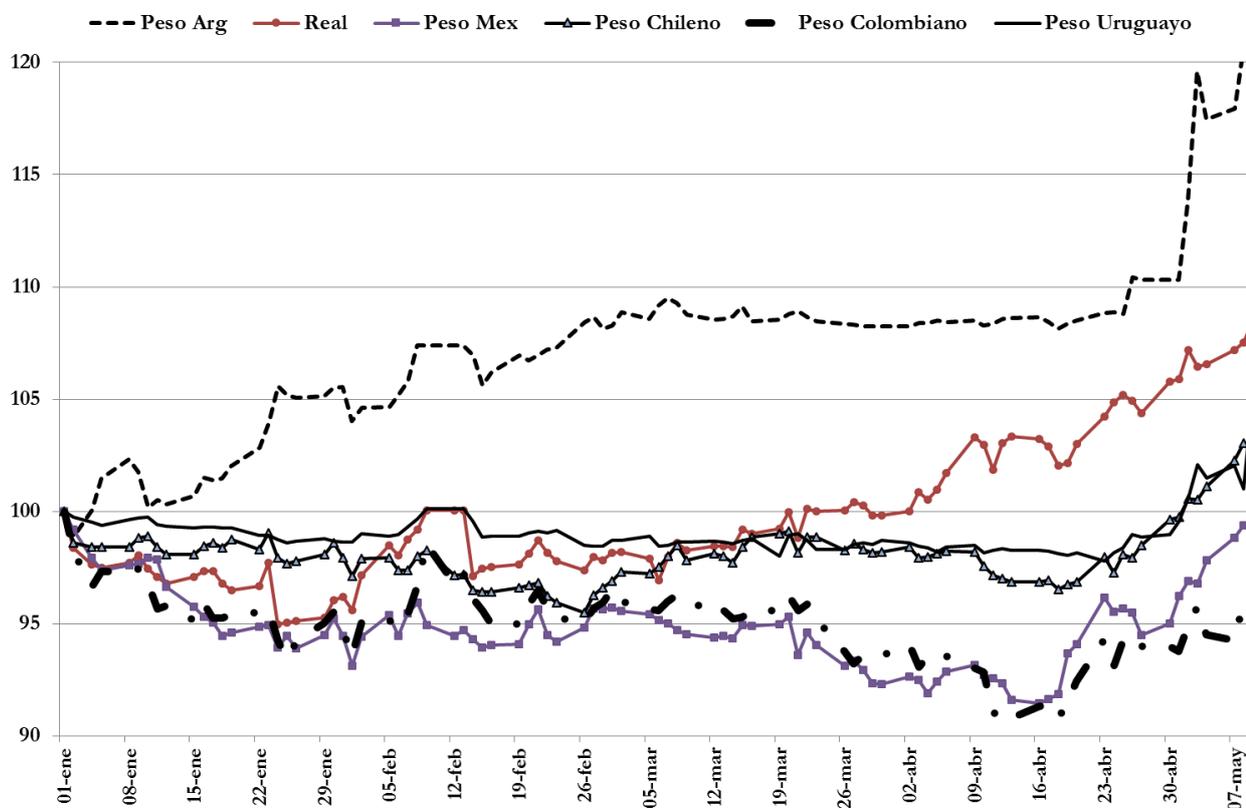
La última semana de abril puso a prueba al BCRA y al gobierno en cuanto a su credibilidad para poder resolver una crisis. Si bien el gobierno atribuyó a eventos externos la reciente volatilidad en el tipo de cambio, sólo una parte de ello es cierto. Como se ve en el gráfico que sigue varias monedas latinoamericanas sufrieron una depreciación recientemente junto con el Peso Argentino. Sin embargo, es notable la magnitud de dicha depreciación en la moneda local respecto de las otras monedas.

Desde el 1 de enero de este año, el peso argentino se depreció en aproximadamente un 21% mientras que la moneda que le sigue, el real, lo hizo en 8,5%. Las otras monedas que se encuentran depreciadas frente a sus valores de principios de año son el peso chileno y el peso uruguayo mientras que el peso colombiano y el peso mexicano se mantienen todavía más apreciados que a fin de año a pesar de haberse debilitado recientemente.

Según el gobierno, durante la conferencia de prensa brindada el viernes 3 de mayo por los Ministros de Hacienda y el de Finanzas, la volatilidad tiene que ver con el contexto externo, en particular con la suba de las tasas de interés en Estado Unidos. Ello es cierto en parte, un análisis de correlación entre la tasa de interés de los bonos del Tesoro de

Estados Unidos con las monedas, muestra que el peso argentino posee un correlación de 80%. De esta manera, se puede argumentar que el impacto de las decisiones de la FED hacia la depreciación de la moneda argentina es positivo.

GRÁFICO 2: MONEDAS LATINOAMERICANAS BASE 1-ENERO-18=100



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

CUADRO 2: CORRELACIONES DE LA TASA DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS Y MONEDAS

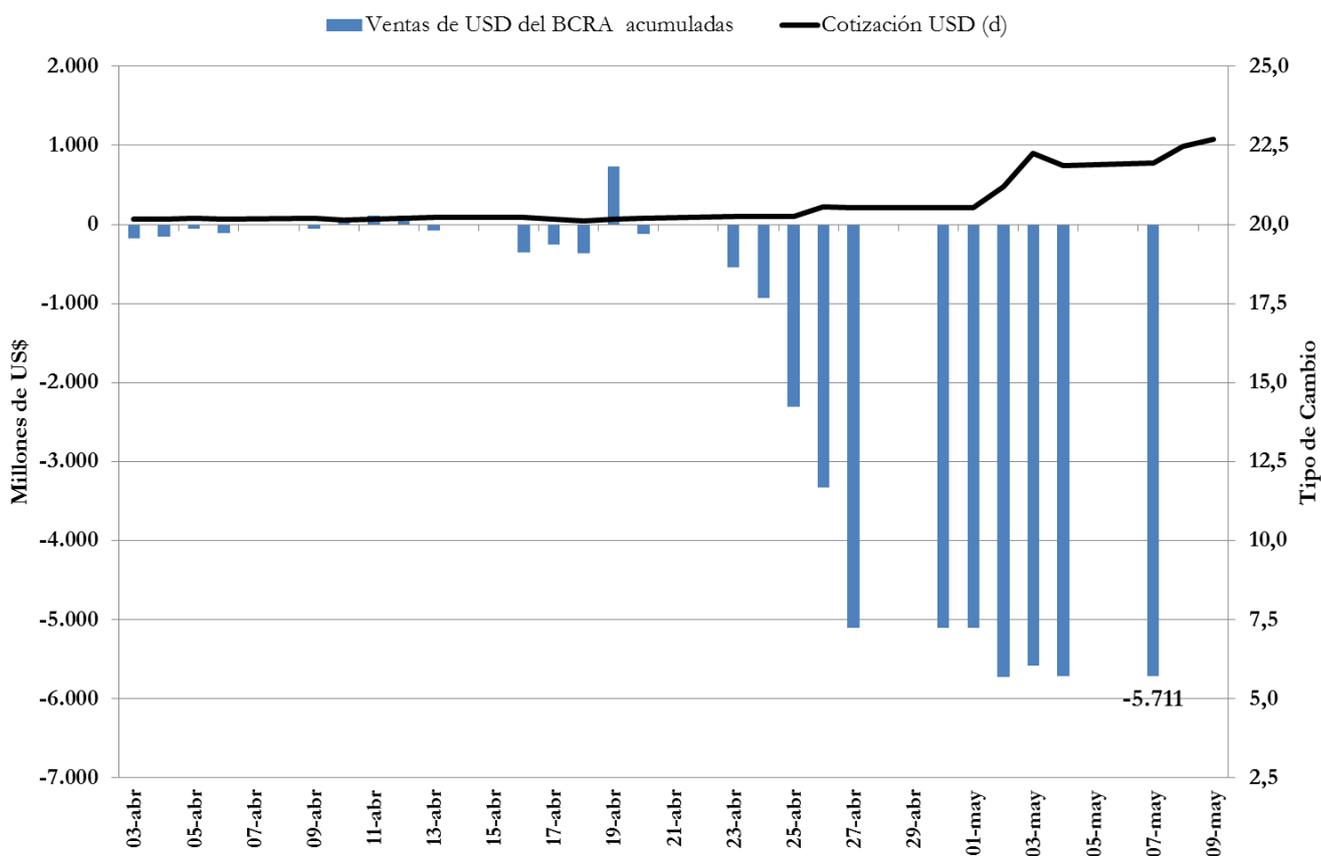
	Peso Argentino	Real	Peso Mexicano	Peso Chileno	Peso Colombiano	Peso Uruguayo
Correlación desde 1-Ene-18	0,80	0,57	-0,24	-0,03	-0,33	0,02

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Como puede observarse en el cuadro la tasa de interés del Bono del Tesoro a 10 años de Estado Unidos no posee tanta influencia sobre el resto de las monedas. No obstante, el movimiento reciente fue generalizado tal como se ve en el grafico anterior. Entonces cabe preguntarse que vuelve más vulnerable a la Argentina que al resto de los países.

Para empezar cabe destacar que el principio de la corrida tuvo que ver con la salida de fondos extranjeros dado que a partir del 26 de abril rige el impuesto a las ganancias sobre activos para los extranjeros. Ello precipitó la salida abrupta de divisas y la intervención del BCRA. Sin embargo, al otro día la fuga de dólares continuó transformándose en un ataque especulativo contra el peso. De esta manera el BCRA siguió interviniendo sin poder frenar la depreciación hasta que resolvió que los bancos locales debían mantener dólares hasta un máximo del 10% con lo que incrementaron la oferta de billetes y limitaron la demanda. Así, el BCRA resignó unos US\$ 5.711 millones en reservas internacionales y el resultado por ahora es incierto. No obstante, el miércoles 9 de mayo el mercado cambiario operó con menor volatilidad con un tipo de cambio mayorista cerrando en \$22,68.

GRÁFICO 3: VENTAS DE USD DEL BCRA Y TIPO DE CAMBIO



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg y BCRA

Entonces ¿Qué es lo que vuelve tan vulnerable a un país que contaba con US\$ 60.000 millones en reservas internacionales? La respuesta es una mezcla de razones muchas de las cuales se discutieron en IEM anteriores y en este. Pero para citar los principales:

- Contexto político: no hay acuerdo ni cohesión entre el gobierno y la oposición sobre temas centrales que hacen a una economía de mercado moderna, por caso el gobierno no logra sacar una ley de mercado de capitales, encuentra resistencia a la suba de tarifas y deja que la oposición imponga nuevos tributos, como el impuesto a las ganancias a los extranjeros, en un momento poco favorable.
- La inflación no cede: la política fiscal va a contramano de la monetaria y conspira para bajar la inflación de manera efectiva, asimismo la política monetaria no ha sido la más adecuada para lograr ese objetivo y perdió casi toda su credibilidad.
- El gobierno avanza sobre la independencia del BCRA: la conferencia de prensa del 28 de diciembre del año pasado donde el gobierno cambió a su manera las metas de inflación a seguir por el BCRA, terminó por minar la credibilidad de este.
- La inflación genera apreciación en el tipo de cambio real y por lo tanto abarata en términos relativos los bienes y servicios extranjeros. De esta manera, **el año pasado el déficit de la Cuenta Corriente alcanzó alrededor del 5% del PIB y este año podría superar esa proporción.** Dado que la Cuenta Capital es superavitaria debido a la emisión de deuda del gobierno, un revés en los mercados financieros internacionales implicaría que el mismo se evapore generando una crisis de Balanza de Pagos.

Entonces, **las políticas erradas del gobierno, su debilidad y la vulnerabilidad externa hacen que el riesgo de una corrida aumente si el gobierno no se muestra capaz de mostrar soluciones a todos estos problemas.**

En el caso que el gobierno pudiera recurrir a su credibilidad para evitar otra crisis de estas, puede suponerse una trayectoria para el valor del dólar hacia fin de año. Con una expectativa de inflación entre el 22 y el 25% para fin de año, y con una inflación acumulada a abril estimada en 9,2%, **si el gobierno trata de mantener el tipo de cambio real como**

una herramienta para evitar shocks en la Balanza de Pagos, a fin de año la cotización del dólar debería rondar los entre los \$24 y \$25. Ello si no vuelve a ocurrir una crisis parecida y la cotización se deprecia al ritmo de la inflación.

De la forma que está atacando el BCRA la crisis, mantiene el tipo de cambio nominal en un rango acotado, casi fijo. De esta manera, con una inflación que no cede hay presiones hacia la apreciación del tipo de cambio real con lo que se continúa generando presión sobre la Cuenta Corriente en un contexto donde el gobierno no busca más deuda en el exterior y por lo tanto la Cuenta Capital no cubriría el déficit de la otra cuenta. **Así, o bien se pierden reservas internacionales o el BCRA cede y deprecia la moneda. Esto último impactaría nuevamente en inflación.**

Como puede apreciarse, el BCRA no podría resolver esta crisis solo, la sumatoria de problemas implica que el gobierno debe tomar medidas claras y concretas o arriesgarse a que la próxima crisis termine por realizar ajustes peores a los que el gobierno no se anima hacer. Una respuesta tardía sigue siendo mejor que una no respuesta, queda pues en manos del gobierno la decisión de tomar el costo político y evitar un mal mayor.

POLÍTICA MONETARIA A LA DERIVA Y EL ADIÓS A LAS METAS DE INFLACIÓN

Eliana Scialabba

La volatilidad cambiaria de las últimas semanas obligó al BCRA a intervenir en el mercado de divisas y subir la tasa de interés, y el gobierno a solicitar un crédito al FMI. Si bien para el Gobierno se debe al fortalecimiento del dólar y la suba de tasas en EE.UU., la corrida contra el dólar se se explica por factores internos.

1. Contexto

El pasado 4 de mayo, el BCRA incrementó la tasa de interés de referencia en 675 puntos básicos, llevándola al 40%, luego de la suba de 300 puntos básicos del día anterior y del 27 de abril, totalizando un aumento de 12,75% en menos de dos semanas.

También, a través de la Comunicación A6501¹, modificó los saldos diarios de tenencias en dólares de las entidades financieras, reduciendo del 30% al 10% las posiciones netas de divisas.

Asimismo, con el objetivo de “calmar” a los mercados, además de la agresiva suba de tasas, el Ministro de Hacienda anunció un recorte fiscal en el gasto de capital, que llevaría **el déficit primario de 3,2% a 2,7% del PBI y el financiero del 6% al 4,9% del PBI**². En la conferencia de prensa de ese día, Dujovne planteó que la reducción del déficit programado para 2018 permitirá un ahorro superior a los US\$3.000 millones, reduciendo las necesidades de financiamiento del Tesoro.

En tanto, el 8 de mayo, junto al anuncio del gobierno de “volver” al FMI; el BCRA recurrió a la única herramienta que a la que aun no había recurrido, con el objetivo de disminuir la volatilidad del dólar: vendió contratos a futuro (a \$ 22,35 a fin de mayo) por el equivalente a US\$ 190 millones y subió la tasa de interés de Lebac al 42%, mientras que al día siguiente los futuros negociados en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) superaron los US\$ 228 M, con una fuerte presencia del Central.

Además, el miércoles 9, Dujovne se reunió en Washington con Werner, director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, a fin de negociar **un acuerdo stand-by, por un monto de entre US\$ 20.000 M y US\$ 30.000 M a una tasa en torno al 3%-4%**. Descartando las opciones de créditos más laxos, este tipo de préstamos imponen mayores condicionalidades al país: se deben cumplir determinadas metas por el organismo internacional para el desembolso de fondos en distintos tramos.

¹ Comunicación A6501, BCRA, 4 de mayo de 2018. <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/A6501.pdf>

² Dujovne: "Modificamos el déficit fiscal del 3,2% al 2,7%", Perfil, 4 de mayo de 2018. <http://www.perfil.com/noticias/politica/en-medio-de-la-crisis-por-el-dolar-dujovne-brindara-una-conferencia-de-prensa.phtml>

2. Desequilibrios internos

La economía se encuentra en desequilibrio debido al manejo demasiado “gradualista” o la inacción de la política económica. Sin embargo, los déficits gemelos son lo más preocupantes, y la falta de medidas concretas para encauzarlos generan incertidumbre respecto a la evolución de la economía.

La volatilidad cambiaria de las últimas semanas, principalmente la pasada, y los bruscos movimientos de reservas internacionales en un principio, y de tasa de interés luego, son un signo que el mercado ha perdido la credibilidad en el rumbo económico.

La conferencia de prensa del 28 de diciembre de 2017, en la que el Poder Ejecutivo Nacional (PEN) se entrometió en el manejo monetario ha sido el puntapié inicial para que el mercado agudice su desconfianza en la política económica. La discrecionalidad del anuncio del cambio de metas de inflación “rompió” la credibilidad (parcial) que estaba logrando el BCRA, incrementando la volatilidad de los mercados, y por ende, la cotización del dólar: las modificaciones en las políticas monetarias generan un “costo” a los agentes económicos, debido a que estos deben reestimar sus expectativas.

En tanto, el “retorno” del país al FMI, aun en mesa de negociaciones, ha generado posiciones encontradas: ciertos sectores plantean que permitirá reducir la volatilidad cambiaria, mientras que otros consideran que el acceso a los “dólares baratos” no será suficiente y que los mercados esperan un cambio de rumbo contundente en la política económica actual.

¿Cuál es el inconveniente? Que desde el gobierno repiten una y otra vez que la vuelta al FMI es para continuar con el “ajuste gradual”, algo que los mercados no quieren continuar financiando, dadas las señales de los últimos días.

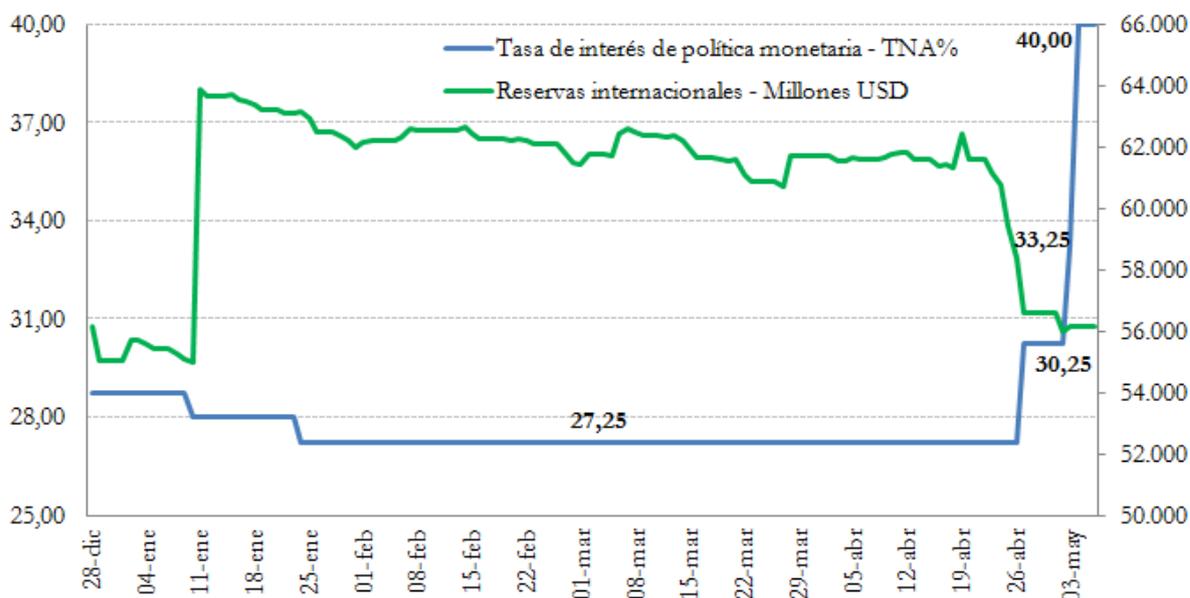
2.1. Metas de inflación fallidas

Durante la conferencia de prensa del viernes 4 de mayo, el equipo económico ratificó la meta de inflación del 15% y planteó que la volatilidad cambiaria no debe asustarnos, ya que es parte del aprendizaje del sistema de cambio flotante. De acuerdo a dichos anuncios, Hacienda y el BCRA parecen estar dispuestos a seguir intentando (en vano) hacer funcionar el mencionado esquema monetario.

Sin embargo, no se cumplen varios de los pilares que hacen exitoso un programa de este tipo, basado exclusivamente en el control de la tasa de interés de referencia, con el objetivo de formar o modificar expectativas, a saber:

- Ausencia de otra ancla nominal: el BCRA ha estado “moviéndose” de manejo de tasa de interés a intervención en el mercado cambiario, sin explicitar cual sería la herramienta a utilizar. Entre el 11 de enero, fecha en la que las reservas internacionales alcanzaron el máximo de US\$ 63.906 millones, y el 4 de mayo, el banco central ha perdido US\$ 7.762 millones debido a las intervenciones en el mercado cambiario.
- Compromiso institucional de estabilidad de precios: mientras la autoridad monetaria endurece la política monetaria e intenta mantener el tipo de cambio estable como ancla nominal, continúa el reajuste de precios relativos. A pesar del compromiso institucional, el mismo no parece estar en línea con el real con la evolución del nivel general de precios.
- Ausencia de dominancia fiscal: a pesar de la reducción de la emisión de adelantos transitorios (sumadas las transferencias de utilidades), que se estima este año totalizará \$ 140.000 millones o 1,1% del PBI; el financiamiento al sector público, incluye además la expansión monetaria derivada de los dólares captados vía endeudamiento que el Tesoro deposita en el Central: la suma de estos conceptos, acumulado al 2 de mayo, totalizó \$ 128.106 millones en 2017 y \$ 203.040 millones de este año, lo que implica una suba del 58,5% interanual.

GRÁFICO 4. TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (TNA %) Y RESERVAS INTERNACIONALES (USD M)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

La experiencia de este tipo de programas antiinflacionarios no es nueva en el mundo, y los resultados de otros países deberían haber servido como base de análisis para la implementación en el país. La evidencia muestra que ante shocks de tipo de cambio, el banco central lo debe dejar flotar, para que este absorba los desequilibrios

En 1998, durante la crisis del Sudeste Asiático, Nueva Zelanda y Chile intervinieron en el mercado de cambios a fin de reducir la volatilidad cambiaria: el resultado de esto fue que la rigidez del tipo de cambio no les permitió aislarse de los shocks externos derivados de la crisis, llevando a las economías a una recesión; mientras que durante el mismo período, Australia dejó depreciar su moneda (en torno a un 20%), el nivel de actividad continuó su trayectoria ascendente y la tasa de inflación se mantuvo en torno al 2% - 3% anual³.

Dado el (des)manejo monetario, las metas de inflación solo están en la mente de los *policy-makers*, y su accionar contrario a los pilares del esquema de política, no ha permitido transmitir el mensaje a los mercados.

En la última conferencia de prensa, Dujovne planteó que "las metas de inflación no se van a cambiar. Ratificamos las metas del 15% para este año, 10% para 2019 y 5% para 2020. El plan de metas es un organizador de nuestro programa económico y respecto a ella hemos negociado paritarias"⁴. Es para preocuparse que el gobierno organice toda la política económica en torno a este número inalcanzable.

2.2. Déficit cuasifiscal

Debido al circulante excedente por la expansión monetaria ligada al financiamiento del déficit fiscal, el BCRA ha debido realizar operaciones de mercado abierto con el fin de esterilizar el exceso de dinero en circulación, incrementando su pasivo no monetario.

³ Scialabba, E., Infobae, 16 de septiembre de 2016. "En marcha hacia las metas de inflación" <https://www.infobae.com/opinion/2016/09/16/en-marcha-hacia-las-metas-de-inflacion/>

⁴ Dujovne: "Modificamos la meta del déficit de 3,2% a 2,7%", Política Argentina, 4 de mayo de 2018. <http://www.politicargentina.com/notas/201805/25468-dujovne-modificamos-la-meta-del-deficit-de-32-a-27.html>

De acuerdo al Informe Monetario Diario del BCRA⁵, el stock de Lebac y Leliq, letras con las que el Central realiza las operaciones de esterilización, ascendió al 7 de mayo a \$ 1.224.334 millones y \$ 50.653 millones, respectivamente.

Si bien hasta el momento no ha habido un incremento del déficit cuasifiscal por la suba de tasas de interés, dado que la próxima licitación de Lebac será el martes 15 de mayo, y el volumen operado durante estas jornadas corresponde a operaciones entre bancos (mercado secundario); el BCRA se enfrenta que la semana próxima vencen \$680.000 millones de letras, más de la mitad del stock de Lebac, en su mayoría de corto plazo.

Dada la intervención el BCRA en el mercado, el 9 de mayo cerró con las Lebac operando en el mercado secundario al plazo de 7 días a 42,50% TNA, la de 43 días al 42% y la de 133 días al 40% TNA.

En este escenario, para renovar el pasivo no monetario, el BCRA deberá ofrecer un rendimiento aproximadamente 10% superior al de la última licitación (que cerró en 26,3%). De esta forma, una suba de tasa del 26,5% a 35% representa aproximadamente \$116.000 millones más de intereses, mientras con una tasa de interés del 40%, los intereses adicionales se ubicarían en torno a los \$ 177.000 millones.

En el contexto actual, el BCRA no tendrá opción: deberá ofrecer mayores rendimientos reales para que al vencimiento el excedente de circulante no vaya al mercado, y presione sobre el dólar y/o el nivel de precios.

3. Escenario internacional

Para el gobierno, los cambios en el contexto internacional son la principal explicación de la corrida cambiaria de las últimas semanas, y esta es la justificación para el inicio de las negociaciones del préstamo *stand-by* con el FMI.

Sin embargo, si bien las monedas de los países emergentes se están depreciando por el fortalecimiento del dólar, ninguna de ellos ha tenido un shock similar al de Argentina: mientras el peso se depreció casi 10% en diez días, las monedas de los países emergentes se han debilitado un 3% en las últimas dos semanas, de acuerdo a JP Morgan.

Asimismo, mientras Argentina continúa con una inflación de dos dígitos, generando la necesidad de una alta tasa de interés; el resto de las economías emergentes tiene la inflación bajo control, y el fortalecimiento del dólar llegó en un escenario en el que estas se encontraban recortando sus tasas de interés, lo que les da margen para subirlas, sin imponer mayores complicaciones: la inflación se halla en "*mínimos récord en Rusia, a su menor ritmo en cinco meses en India y que quedaría debajo de la meta de 3,8 por ciento en Brasil este año*".

3.1. Fortalecimiento del dólar y volatilidad

Si bien desde el gobierno plantearon en repetidas oportunidades que la volatilidad cambiaria de las últimas semanas se explicó principalmente por el sector externo, vamos a analizar que hay detrás de esta aseveración.

El 21 de marzo, en su primera reunión como presidente de la Fed, Jerome Powell, subió la tasa de interés de política monetaria de los Estados Unidos 25 puntos básicos, llevándola a un rango de entre 1,50% - 1,75%, y estimó que a finales de año la tasa se ubicará en torno al 2,1%.

En tanto, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, se incrementó desde el día de la reunión de la Fed hasta el 9 de mayo, pasando de 2,89% a 3,01% y manteniendo la tendencia el alza que viene presentando desde septiembre de 2017.

⁵ Informe Monetario Diario, BCRA, 7 de mayo de 2018. <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/infomondiae.pdf>

⁶ Escalada del dólar pone freno a ciclo de recortes de tasas de mercados emergentes, Reuters, 9 de mayo de 2018. <https://lta.reuters.com/article/businessNews/idLTAKBN11A1PL-OU5LB>

GRÁFICO 5. TASA DE RENDIMIENTO DE BONOS DEL TESORO DE EE.UU A 10 AÑOS – TNA %



Fuente: datosmacro.com

Si bien desde el Poder Ejecutivo le adjudican parte importante de la volatilidad cambiaria de las últimas jornadas al empeoramiento del contexto internacional, se observa que el efecto ha sido mucho más pronunciado en Argentina que en el resto de los países, lo que permite minimizar el impacto externo.

**CUADRO 3. TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR –
 COTIZACIÓN PROMEDIO Y VARIACIÓN % MENSUAL Y ANUAL – 09/05/2018**

	Tipo de cambio	Variación mensual	Variación anual
Libra esterlina	0,74	4,0%	-4,7%
Euro	0,84	3,6%	-8,3%
Yen	109,50	2,4%	-3,5%
Yuan	6,38	1,1%	-7,6%
Peso argentino	22,76	12,6%	47,9%
Real	3,58	6,3%	12,7%
Peso chileno	636,00	5,1%	-6,0%
Peso colombiano	2817,20	1,1%	-4,9%
Rupia india	67,08	3,2%	4,5%
Rupia indonesia	14036,00	1,9%	5,3%
Peso mexicano	19,58	7,1%	2,4%
Sol	3,28	1,4%	0,2%
Rublo ruso	63,01	9,0%	7,6%
Liras turcas	3,79	7,6%	27,9%

Fuente: elaboración propia en base a datosmacro.com

Mientras el peso argentino acumula una depreciación del 47,9% en un año y 12,6% en un mes; la lira turca, moneda que sigue al peso en la variación anual, aumento su cotización un 27,9% anual y del 7,6% mensual, casi la mitad que el alza verificada en Argentina, a pesar de ser de las monedas “más golpeadas” por el contexto internacional. En tanto, el real brasileño, moneda que se ubica a continuación de Turquía, y de nuestro principal socio comercial, se depreciación un 12,7% en un año y 6,3% mensual.

De acuerdo a las cifras del Cuadro 3, si bien durante el último mes todas las monedas seleccionadas se depreciaron, la Argentina fue la que sufrió la mayor caída.

3.2. *El contexto externo que viene*

¿Qué esperar del contexto internacional? En primer lugar, como se mencionó, la Reserva Federal planteó que continuará incrementando la tasa de interés de política monetaria, la cual llegaría al 2,1% a finales de 2018 y al 2,9% a fines del año próximo.

Por otra parte, analizando el “dollar index” que mide la evolución de la moneda estadounidense contra una canasta compuesta por las principales seis monedas del mundo, se observa que desde mediados de abril el indicador se incrementó un 3,5%, revirtiendo la tendencia del “dólar barato” post crisis subprime.

No obstante, para varios analistas este fortalecimiento del dólar *“se desvanecerá porque la fortaleza de la economía estadounidense y las tasas de interés más altas no respaldarán una recuperación de la moneda durante más de tres meses, como máximo”*⁷-

4. *Consideraciones finales*

Si bien con una tasa de interés del 27,25% y un dólar en alza, sumado a la entrada en vigencia del impuesto a la renta financiera, el *carry trade* había dejado de ser rentable, con una tasa del 40% vuelve a tornarse una opción atractiva. Por lo tanto, es altamente probable que el BCRA no tenga problemas para renovar las colocaciones del Lebac el 15 de mayo, aunque sí convalidará una tasa mucho más alta, con el consecuente incremento del costo cuasifiscal.

En tanto, desde la economía real el panorama es mucho más desalentador. **El endurecimiento monetario y fiscal tendrán un efecto recesivo, y el deslizamiento cambiario impactará sobre el nivel de precios: no debemos olvidar que en Argentina el dólar “llegó a \$23” y ese será el número que usarán los agentes para fijar y/o remarcar precios, independientemente de donde finalmente se termine ubicando la cotización de los próximos días.**

Asimismo, el impacto negativo sobre la actividad será potenciado por la suba de tarifas, en un esquema de paritarias atadas a las fallidas metas de inflación, en torno al 15%. La erosión del poder adquisitivo presionará sobre el consumo, el nivel de actividad, y, por ende, el nivel de empleo, afectando a la recaudación impositiva, lo que generará problemas a Hacienda de cumplir su nuevo objetivo fiscal.

De esta forma, todos los componentes de la demanda agregada doméstica se encuentran presionando a la baja: el consumo por la pérdida del poder adquisitivo, la inversión por el encarecimiento del crédito y el gasto público debido al recorte anunciado por Hacienda.

Por otra parte, si bien el contexto internacional no es el principal determinante del movimiento del mercado cambiario de los últimos días, no quedan dudas que el crédito externo será más caro, por lo que el gobierno debe tomar nota que le ha llegado la hora de ajustarse el cinturón.

⁷ Recuperación del dólar tendría corta vida y el euro seguirá acaparando las preferencias, Reuters, 9 de mayo de 2018. <https://it.reuters.com/article/businessNews/idLTAKBN1IB011-OUSLB>

PANORAMA INTERNACIONAL

SE DESPIERTA EL DÓLAR EN EL MUNDO

Jorge Viñas

Desde mediados de abril el dólar estadounidense acumula una apreciación del 4% contra las principales divisas, quebrando la tendencia bajista que arrastraba desde principios de 2017. La fortaleza del dólar junto con la suba de tasas en EE.UU., complican el panorama para los países emergentes, que enfrentan una incipiente salida de capitales y depreciación cambiaria.

1. Vuelve la correlación positiva entre dólar y tasas en EE.UU.

Durante el último mes, la novedad más importante en la economía global y en los mercados financieros ha sido el incipiente fortalecimiento que ha experimentado el dólar estadounidense (USD) frente a la mayoría de las monedas del mundo. Esto representa un cambio significativo respecto a la tendencia declinante que registró el dólar a lo largo de 2017 y principios de 2018. En el gráfico 6 se puede apreciar como el Dollar Index (DXY)⁸, que a principios de febrero había tocado el mínimo desde fines de 2014 y luego se mantuvo en un rango acotado, desde el 16 de abril registra una suba sostenida, que al cierre del 9 de mayo asciende a 4,2%.

En dicho lapso, el USD se apreció contra todas las divisas que componen la canasta del DXY, mientras que se apreció en forma aún más pronunciada contra las monedas de varios países emergentes, entre ellos la mayoría de las monedas latinoamericanas (véase el gráfico 7). Tras dicha suba, el DXY pasó a terreno positivo en lo que va de 2018, con una apreciación del 1,1%.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX



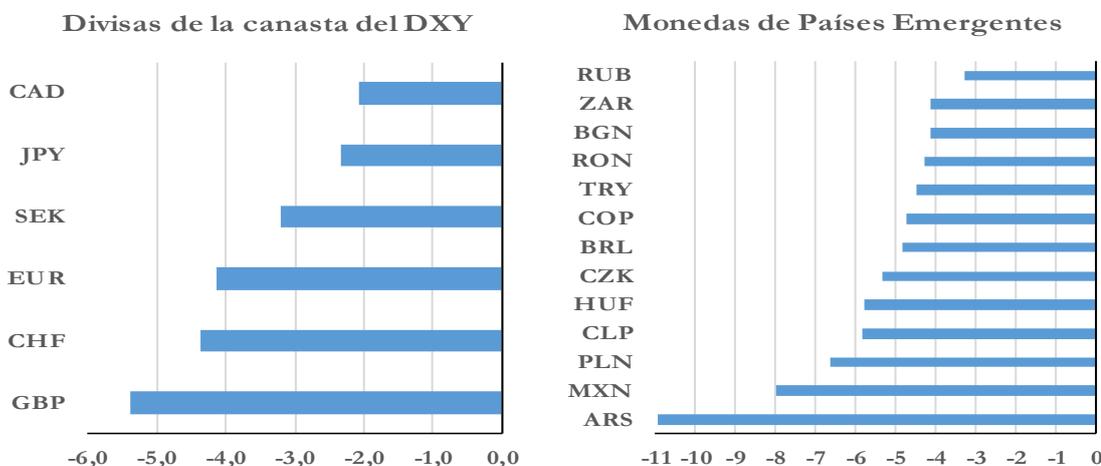
Fuente: Bloomberg

De esta forma, la evolución del USD comienza a realinearse con el comportamiento de las tasas de interés de mercado en EE.UU., luego de un período en que se movieron en direcciones opuestas, lo que marcó en cierta forma una ruptura de la correlación típica entre ambas variables.

⁸ Índice que mide la evolución del USD frente a una canasta de divisas de los principales socios comerciales de EE.UU. ponderadas por su participación relativa en el comercio exterior estadounidense. Actualmente la canasta está compuesta por el Euro (57,6%), el Yen (13,6%), la Libra Británica (11,9%), el Dólar Canadiense (9,1%), la Corona Sueca (4,2%) y el Franco Suizo (3,6%). El valor del índice es calculado por ICE (Intercontinental Exchange), mercado especializado en la operatoria de Monedas, Commodities, Futuros y Opciones, computando las cotizaciones provistas por un universo de 500 bancos.

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LAS MONEDAS DEL MUNDO FRENTE AL USD DESDE EL 16 DE ABRIL

Variación porcentual contra el USD entre el 16 de abril y el 9 de mayo de 2018.



CAD: Dólar Canadiense, JPY: Yen Japonés, SEK: Corona Sueca, EUR: Euro, CHF: Franco Suizo, GBP: Libra Británica
 RUB: Rublo Ruso, ZAR: Rand Sudafricano, BGN: Lev Búlgaro, RON: Leu Rumano, TRY, Lira Turca, COP: Peso Colombiano,
 CZK: Corona Checa, HUF: Florín Húngaro, CLP: Peso Chileno, PLN: Zloty Polaco, MXN: Peso Mexicano, ARS: Peso Argentino.
 Fuente: Bloomberg

Por lo general, tasas de interés más elevadas en EE.UU. tienden a atraer capitales hacia su economía, lo que impulsa una apreciación del USD en términos multilaterales. Sin embargo, a pesar de que entre septiembre de 2017 y febrero de 2018 la tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años subió más de 90 puntos básicos (p.b.), de un mínimo de 2,03% a 2,95% (véase el gráfico 8), en ese lapso el DXY mantuvo la tendencia bajista que traía desde principios de 2017, acumulando una depreciación adicional en torno al 4%⁹.

GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE RETORNO DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Se puede argumentar que, en términos estrictos, los flujos de capital y su influencia sobre el tipo de cambio no dependen del nivel de tasas de interés de un país, sino del diferencial de tasas respecto al resto del mundo. Pero aquí también se verificó que la mencionada suba de tasas en EE.UU. entre septiembre de 2017 y febrero de 2018, impulsó una ampliación del diferencial de tasas respecto a otros países desarrollados. Como principales ejemplos, en ese lapso el

⁹ Como parámetro de comparación reciente, en la suba de la tasa del bono a 10 años del segundo semestre de 2016, cuando el rendimiento pasó de 1,35% a 2,6% (+135 p.b.), el DXY se había apreciado un 12%.

diferencial entre las tasas de retorno de los bonos a 10 años de EE.UU. y Alemania se amplió 40 p.b. (de 180 a 220 p.b.), mientras que contra el bono a 10 años de Japón, el diferencial aumentó 70 p.b. (de 210 a 280 p.b.).

Entre las distintas explicaciones que se ensayaron para explicar tal desacople entre el diferencial de tasas de interés y el valor del USD frente a otras divisas, sobresale la que argumentaba que existían factores “estructurales” que apuntaban a un debilitamiento del USD y predominaban sobre los factores “cíclicos” o coyunturales como el diferencial de tasas de interés. Los factores estructurales a los que se hacía referencia eran básicamente los crecientes déficits gemelos (fiscal y de cuenta corriente) a los que se exponía la economía de EE.UU. en los próximos años, debido a las políticas expansivas pro-cíclicas de la Administración de Donald Trump¹⁰.

Sin embargo, tales factores estructurales parecen haber perdido relevancia, tras el renovado impulso alcista que evidencia la tasa del bono del Tesoro a 10 años, que al cierre de esta edición se ubica sobre la barrera del 3%, nivel que no tocaba desde principios de 2014. Sin negar la validez de los mencionados factores estructurales en el mediano y largo plazo, ni que puedan retomar protagonismo más adelante, por el momento han pasado a segundo plano, volviendo el foco sobre la evolución y expectativas de crecimiento, inflación y política monetaria como determinantes principales de tipos de cambio y tasas de interés en el corto plazo. Sobre esos factores se centra el análisis a continuación.

2. Temor a la inflación en EE.UU. versus temor a la desaceleración económica en Europa y Japón

En EE.UU., la Fed decidió dejar sin cambios la tasa de Fondos Federales en el rango 1,50%-1,75% en la reunión del 2 de mayo, tal como estaba ampliamente anticipado. Sin embargo, introdujo algunos cambios en el comunicado que habitualmente publica tras cada reunión, especialmente en lo referido a su evaluación de la inflación. En la visión del organismo monetario, el objetivo de alcanzar el 2% de inflación anual ya está cerca, lo que amerita seguir con la suba gradual de tasas de interés. Esta afirmación encendió el debate entre los analistas, dado que algunos se focalizaron en el reconocimiento de la Fed de la cercanía de la meta como anticipo de un sesgo más restrictivo, del otro lado se resaltó que el mantenimiento del ritmo gradual de suba de tasas pese a que **la inflación está llegando al 2% podría ser una señal de que la Fed está dispuesta a tolerar que la inflación supere el 2% por un tiempo.**

Más allá de este debate, la realidad indica que la inflación subyacente viene subiendo en los últimos meses. La medida preferida de inflación de la Fed, el Core PCE, registró en marzo una variación interanual del 1,9%, contra 1,6% de febrero (véase el gráfico 9).

GRÁFICO 9. EE.UU. ÍNDICE DE INFLACIÓN CORE PCE – VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

Es cierto que detrás de tal aceleración hay factores transitorios¹¹. Sin embargo, están latentes otros factores que podrían impulsar la inflación a un nivel más alto, que todavía no se han manifestado pero podrían hacerlo de un momento a otro, generando sorpresas desagradables. Como podrían ser las presiones potenciales derivadas del

¹⁰ Para más detalle véase el artículo de Jorge Viñas “En Terreno Peligroso”, en la Sección Internacional del IEM n°159 de marzo de 2018.

¹¹ En particular, se destaca una rebaja de precios de la telefonía celular a principios de 2017, que junto a otros factores deprimió la inflación a partir de marzo de 2017, llevando el Core PCE a un mínimo de 1,3% interanual en agosto de 2017. Pero ahora ya agotó su impacto, dejando una base de comparación muy baja para los cómputos interanuales de los próximos meses.

desempleo cerca de su piso histórico (en abril bajó un nuevo escalón a 3,9%). O la suba del precio del petróleo, que recibió un nuevo impulso alcista tras el anuncio de Trump del abandono del acuerdo con Irán que restablece las sanciones, incluyendo el embargo de las exportaciones de crudo, sobre el régimen de Teherán.

Por el lado del crecimiento, los datos del PIB del primer trimestre de 2018, confirmaron la desaceleración que se venía anticipando a partir de los datos de actividad mensual, registrando un crecimiento del 2,3% anualizado contra el trimestre anterior (por debajo del 2,9% del cuarto trimestre de 2017), explicado fundamentalmente por un enfriamiento del consumo, a contramando de lo que se podía esperar en base a la firmeza de los indicadores laborales. Sin embargo, las perspectivas para el resto de 2018 se mantienen favorables, en tanto y en cuanto el mercado laboral se mantiene sólido, y las ganancias corporativas muestran un incremento significativo, superior al 20% interanual en el primer trimestre de 2018, lo que augura buenas perspectivas para la inversión en activo fijo. Las estimaciones de crecimiento del PIB para 2018 se mantienen en el 2,8% según el consenso de Bloomberg.

En este contexto, el debate respecto a si la Fed llevará a cabo 3 o 4 subas de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales durante 2018 sigue abierto, pero los mercados financieros muestran una tensión creciente. Una muestra clara de ello es que, para la próxima reunión de junio, no sólo está plenamente descontada una suba de 25 p.b., sino que la valuación de mercado de los futuros de Fondos Federales asignan una probabilidad del 25% a que la suba sea de 50 p.b. Esto refleja que va aumentando el temor a que un dato sorpresivamente alto de inflación en el corto plazo pueda forzar a la Fed a acelerar el ritmo de suba de tasas.

Un frente capaz de generar noticias negativas que sigue abierto y puede resurgir en el corto plazo es el de los conflictos comerciales de EE.UU. con China, así como también con sus socios del Tratado de Libre Comercio (TLC), Canadá y México. Esto se debe a que en ambos frentes no ha habido avances tangibles en las negociaciones, que en el caso de China incluyó una visita del secretario de comercio al país asiático sin resultados positivos concretos. Mientras que en el frente geopolítico, las señales son de carácter mixto: empeora la situación en Medio Oriente tras el abandono del acuerdo con Irán, pero las relaciones con Corea del Norte muestran signos de descompresión de las tensiones.

En la Eurozona mientras tanto, la situación apunta en distinta dirección. El crecimiento del PIB del primer trimestre confirmó una desaceleración bastante pronunciada, con una variación trimestral de 1,7% anualizado, que compara con el 2,8% anualizado del segundo semestre del 2017, y que a priori se proyectaba que podía continuar o incluso acelerarse en 2018. Adicionalmente, la encuesta de actividad PMI Composite no mostró en abril una recuperación tras la fuerte caída registrada en los primeros tres meses del año (véase el gráfico 10).

GRÁFICO 10. EUROZONA: EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI COMPOSITE



Nota: El nivel de índice 50 marca la división entre la expansión y la contracción de la actividad económica

Fuente: Bloomberg

El cuadro de desaceleración económica se complementa con una inflación que ha vuelto a retroceder. Esto va en contra de los indicios que había a principios de año, especialmente por el lado del mercado laboral donde el desempleo sigue cayendo fuerte y algunos sindicatos estaban obteniendo mejoras salariales, de que la inflación podía comenzar a repuntar a lo largo de 2018 y acercarse a la meta del 2%. Por el contrario, en abril la inflación subyacente se ubicó en 0,7% interanual, el nivel mínimo en más de un año. En este contexto, se diluyen las expectativas de que el Banco Central

Europeo (BCE) adopte una postura más conservadora en las próximas reuniones, a medida que se acerque al final del programa de compra de títulos previsto para septiembre de 2018.

En materia política, un factor que puede estar incidiendo en forma adversa sobre la confianza en la Eurozona e influyendo negativamente sobre el Euro, es el hecho de que en Italia aún no se ha podido formar gobierno y aumentan las posibilidades de que deba llamarse a nuevas elecciones. Con toda la incertidumbre que ello conlleva en un país que se presenta tan fragmentado políticamente.

En Japón ocurre algo similar a la Eurozona en materia de crecimiento e inflación. Las estimaciones del PIB del primer trimestre de 2018, que se publicará el 16 de mayo, apuntan a una desaceleración pronunciada, proyectándose un crecimiento trimestral anualizado inferior al 0,5%, tras un buen año 2017 en el que creció 1,7%, cerrando el año con un crecimiento anualizado de 1,6%. De cara al segundo trimestre las primeras encuestas e indicadores pintan un panorama mixto. La encuesta de actividad PMI Composite, a diferencia de la Eurozona, en abril muestra una recuperación de 2 puntos a 53,1, y las ventas de autos también mejoran. Pero el indicador de confianza del consumidor retrocedió.

Mientras que por el lado de la inflación también se advierte un retroceso: en marzo la inflación a nivel nacional se ubicó en 1,1% interanual, respecto a 1,5% en febrero. De esta forma se interrumpe el camino de recuperación que venía evidenciando la inflación desde noviembre de 2017. La meta del 2% del Banco de Japón (BOJ) sigue quedando muy lejos, a tal punto que en su última reunión de política monetaria, el BOJ abandonó por primera vez la mención a un plazo explícito para el cumplimiento de dicha meta del 2%. Luego de haberla postergado sucesivamente al comprobarse que los plazos originales no eran alcanzables, ya habían perdido toda credibilidad y sentido. Esto es una señal clara que para el BOJ la reversión de las políticas de estímulo se presenta todavía como algo muy lejano.

En definitiva, en el último mes parece haberse vuelto a acentuar la divergencia en cuanto a la dirección de la política monetaria entre la Fed por un lado, y el BCE y el BOJ por el otro.

3. *Cambia el viento para los países emergentes*

Si bien los países emergentes habían sentido el cimbronazo generado por la suba de la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. entre fines de 2017 y principios de 2018, especialmente tras el derrumbe de los mercados accionarios a principios de febrero, el mismo había sido amortiguado por la debilidad que mostraba todavía el USD. Un dólar débil permitía que los retornos obtenidos por los inversores globales en los países emergentes, especialmente en los denominados “*Local Markets*”, los activos de renta fija en la moneda local de cada país, continuaran siendo atractivos medidos en dólares, a pesar de la suba de rendimientos en EE.UU. Otro factor que jugaba a favor de los países emergentes productores de commodities, como la mayoría de los latinoamericanos, es la correlación inversa que suelen presentar los precios de las materias primas con el USD, por lo que su debilidad impulsaba al alza a los precios de commodities en general, mejorando las perspectivas de inversiones en los sectores exportadores de dichos países.

Pero el reciente fortalecimiento del dólar, que como se vio en la primera sección impulsó una fuerte depreciación de la mayoría de las monedas de países emergentes, terminó de complicar el panorama, al intensificar los incentivos para la reversión de los flujos de capital que ingresaron en forma masiva a este grupo de países en los años anteriores. **Desde principios de febrero, cuando alcanzaron su pico máximo, los fondos dedicados de deuda de países emergentes han experimentado salidas de más de u\$s 5.000 millones, revirtiendo casi en su totalidad los ingresos de enero.** Estas salidas estuvieron concentradas en los fondos de deuda en moneda extranjera, mientras que los fondos de deuda doméstica (“*local markets*”) recién ahora están empezando a tener salidas.

En términos generales, todos los países emergentes sufren porque se encarece el costo de financiamiento externo para gobiernos y compañías, y porque la depreciación cambiaria impone un sesgo alcista a la inflación que conspira contra la posibilidad de los bancos centrales de relajar la política monetaria. Por ello, todo este grupo de países tiende a tener un impacto negativo sobre la demanda interna. Resulta positivo que la mayoría de los países emergentes llega con sus respectivas economías con buen ritmo de crecimiento, lo que significa un colchón en las actuales circunstancias. Pero en mayor o menor medida, las perspectivas de crecimiento se ven afectadas. La mejora del tipo de cambio real generalmente asociadas a la depreciación cambiaria nominal genera mejoras por el lado de la demanda externa neta, pero **ese efecto suele ser bastante más lento que el impacto de la salida de capitales.** E en esta ocasión podría verse atenuado aún más por el tinte proteccionista que parece adquirir el sistema económico global a partir de la influencia y las

iniciativas de Trump. Además, en estos momentos sobresalen como más expuestos aquellos que arrastran un mayor déficit de cuenta corriente (Argentina, Turquía, Sudáfrica, Colombia), así como aquellos países que sus reservas internacionales representan un porcentaje menor de su deuda externa (a los países mencionados se suman Indonesia y Polonia). Varios de estos países están entre los que han sufrido mayores depreciaciones cambiarias en las últimas semanas, como se vio anteriormente.

Con todo, la situación por el momento no alcanza dimensiones críticas, pero **en caso que prosiga la suba de tasas en EE.UU. y se mantenga la correlación positiva con el USD, los contratiempos pueden intensificarse.**

PRECIOS DE COMMODITIES UPDATE

Eloy Aguirre

En términos generales, durante el año 2018 los precios internacionales de los commodities continuarán aumentando con volatilidad, impulsados principalmente por el crecimiento de la demanda y diversos conflictos comerciales a nivel internacional.

1. Introducción

Continúa la tendencia alcista con alta volatilidad en el mercado de materias primas global. Los conflictos internacionales entre potencias comerciales, movimientos en las tasas de interés, problemas climáticos, etc., impactan fuertemente en los precios de materias primas y generan variaciones bruscas de precios. El nuevo esquema comercial internacional, liderado por EEUU, de mayor proteccionismo y debilitamiento de los bloques comerciales, generan incertidumbre y complejidad en este mercado.

2. Petróleo

La evolución del precio internacional del petróleo en los últimos meses presentó una alta volatilidad y se encuentra en los valores más altos desde el año 2014. Esto se debe principalmente a los recortes de producción realizados por los países miembros de la OPEP y a países aliados como Rusia que también disminuyeron su producción desde enero del año 2017. Esta situación generó el reclamo del presidente de los EEUU, Donald Trump, que señaló que los precios del petróleo se encuentran artificialmente inflados. Los recortes fueron de 2,4 millones de barriles diarios (b/d) la oferta mundial que según la OPEP alcanzó en abril los 98 millones de b/d.

Los recortes de producción de petróleo fueron establecidos por los miembros de la OPEP a través de un acuerdo que finaliza en diciembre de 2018, pero Arabia Saudita ya señaló que podría extenderse hasta el año 2019. Además, autoridades saudíes indicaron que es prematuro discutir la flexibilidad de los recortes pactados aunque están dispuestos a realizar un esfuerzo para apaciguar los ánimos.

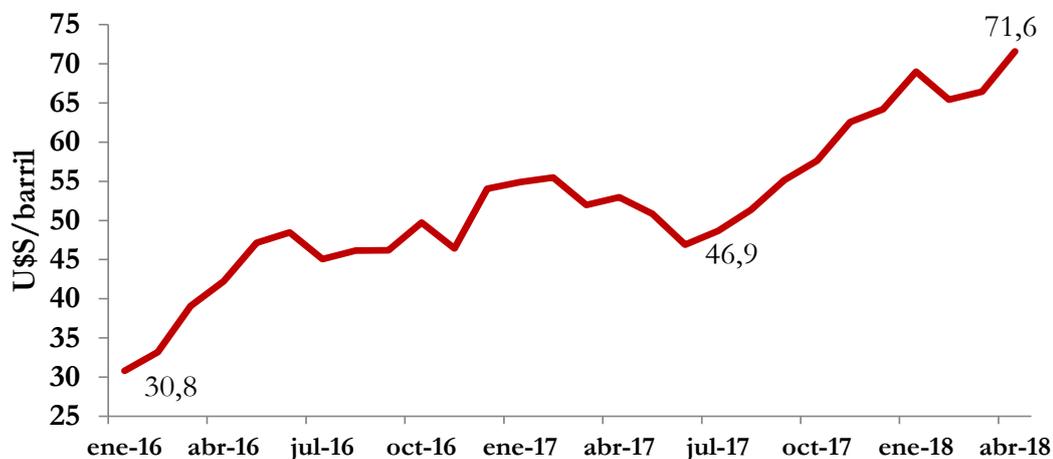
Además, existen potenciales conflictos que podrían incidir en la oferta mundial de petróleo. Es el caso de la imposición de sanciones a Irán por parte de EEUU, restringiendo la exportación de petróleo de ese país. El impacto de la sanción podría alcanzar una reducción de la oferta de crudo entre 400.000 y 800.000 b/d. El presidente de los EEUU, luego de anunciar el retiro de EEUU del acuerdo nuclear firmado con Irán desde el año 2015, manifestó que van restituir las sanciones económicas en contra de Irán que se habían suspendido desde la firma del convenio. Al parecer la decisión carece de fundamentos técnicos y los demás países firmantes permanecerían en el acuerdo (Alemania, Francia, Reino Unido, China y Rusia). Esta decisión podría generar conflictos comerciales entre estos países.

A su vez, la producción de petróleo de Venezuela cayó alrededor de 500.000 M de b/d por la crisis económica del país, a esto se le suma la apertura de nuevas refinerías en China y en Vietnam que incrementaron la demanda asiática de petróleo generando presiones adicionales del precio al alza. A este escenario se le agrega el conflicto bélico en Yemen que se agrava por la muerte de uno de los líderes rebeldes Huthi, Saleh Samad, en manos de la coalición militar saudí. Yemen no posee mucho petróleo, pero su ubicación geográfica es importante ya que permite a Arabia Saudita acceder al Golfo de Aden, sin pasar por el estrecho de Ormuz custodiado por Irán.

La primera consecuencia a nivel global que tendría una escalada del precio del petróleo, es una fuerte presión para que aumente la inflación, en la mayoría de los países al aumentar el precio del crudo aumenta directamente el valor

del combustible, insumo indispensable del transporte, e indirectamente aumenta los precios generales de la economía. A su vez, un incremento inesperado de la inflación podría acelerar el proceso de suba de tasas en los EEUU, impactando negativamente en el mercado accionario.

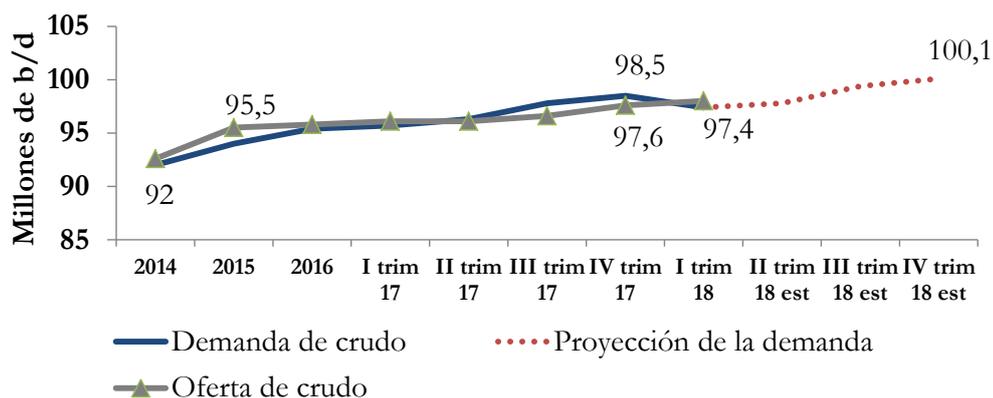
GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL CRUDO BRENT. ENERO 2016- ABRIL 2018



Fuente: Elaboración propia en base a FMI

El gráfico 11 exhibe la evolución del precio internacional del crudo Brent desde 2016 y hasta abril del año 2018. Se puede observar que el precio del crudo Brent aumentó un 54% entre abril del año 2018 y noviembre del año 2016, un total de U\$S 25 en 17 meses. A su vez, el gráfico 12 muestra la evolución de la oferta y demanda mundial de petróleo desde el año 2014, hasta el primer trimestre del año 2018 y la línea punteada indica la proyección de la demanda mundial de crudo de los últimos tres trimestres del año 2018, basado en el último informe¹² de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Se puede ver un crecimiento sostenido de la demanda de crudo que pasó de 92 millones de b/d en el año 2014 a 97,4 millones de b/d en el primer trimestre del año 2018. Asimismo, la proyección para fines del año 2018 es de 100 M de b/d.

GRÁFICO 12: OFERTA Y DEMANDA DE PETRÓLEO. 2014- 2018



Fuente: Elaboración propia en base a OPEP

La demanda de crudo de EEUU, mayor demandante mundial, en el primer trimestre del año 2018 fue 20,2 M de b/d y según el informe de la OPEP alcanzaría los 20,6 M de b/d para fines del año 2018. El segundo mayor demandante es China con una demanda de 12,3 M de b/d en el primer trimestre de este año y se proyectan 12,7 M de b/d para el cuarto trimestre. En todos los casos la demanda de petróleo crecerá en el año 2018.

¹²Monthly Oil Market Report. Febrero 2018.

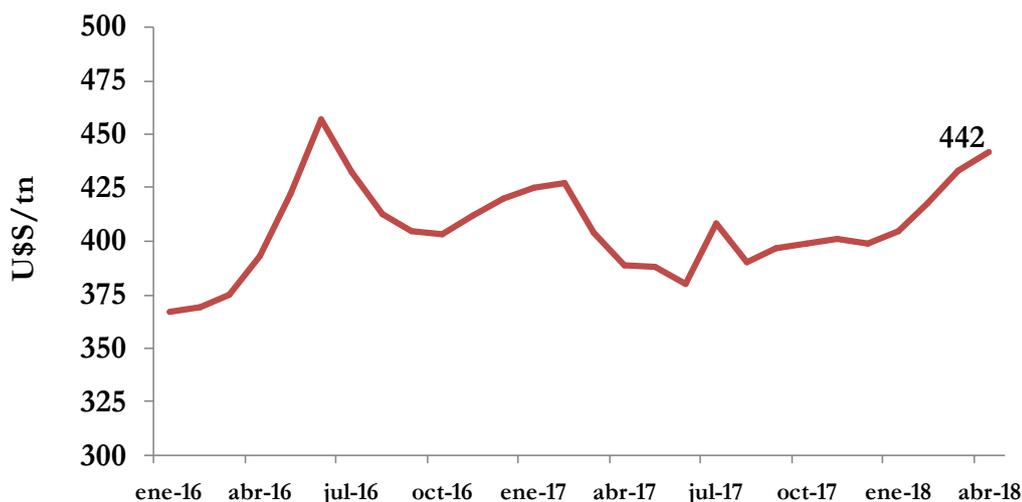
En cuanto a la oferta, el informe no indica proyecciones sobre producción de los países miembros de la OPEP. Durante el año 2017 la oferta estuvo por debajo de la demanda en la mayor parte del año. Entre los países no miembros de la OPEP, EEUU ofertó 15,4 M de b/d en el primer trimestre del año 2018 y Rusia 11,2 M de b/d. Las proyecciones para el cuarto trimestre son 16,1 M de b/d para EEUU y 11 M de b/d para Rusia.

Mientras la demanda de petróleo continúa creciendo, existe incertidumbre sobre el comportamiento de la oferta de crudo. Las proyecciones para final del año 2018 para la oferta de países no miembros de la OPEP es 66,1 M de b/d y de continuar los recortes en los países miembros la oferta total podría ser menor a la del primer trimestre y no alcanzaría a satisfacer la demanda proyectada de 100,1 M de b/d. Por lo tanto, si se confirman las proyecciones de demanda y oferta los precios continuarían aumentando.

3. *Commodities Agrícolas*

Durante el año 2018, los precios internacionales de la soja, el maíz y el trigo continuaron aumentando. En el caso de la soja, el aumento fue impulsado principalmente por la reducción de la oferta de Argentina por la sequía. A su vez, el posible conflicto comercial entre EEUU y China, debido a los aranceles impuestos por EEUU al aluminio y al acero, podría generar represalias desde China que afectaría el precio de la soja. Las autoridades chinas manifestaron la intención de imponer aranceles a 128 productos de EEUU entre los que se encuentra la soja, China es el mayor demandante mundial de soja. Esta situación podría beneficiar a Brasil y Argentina, segundo y tercer mayor productor de soja, aumentando sus ventas a China e incrementando temporariamente el precio dada la reducción de oferta para ese país.

GRÁFICO 13: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA. ENERO 2016- ABRIL 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

El gráfico 13 muestra la evolución del precio internacional de la soja entre enero del año 2016 y abril del año 2018. Se puede observar una recuperación del precio desde julio de 2017, donde el precio era U\$S 390 la tn y luego alcanzó los U\$S 442 la tn en abril de 2018, un incremento del 13,3% en ocho meses.

El cuadro 4 muestra las proyecciones de producción y demanda para la campaña 2017/18 de los informes de marzo y abril de 2018¹³ del Departamento de Agricultura de EEUU (USDA). Se puede ver que se redujo la proyección de la producción mundial de soja de 340 millones de tn a 334,8 millones de tn para la campaña 2017/18. La caída de la estimación se debe principalmente a la baja de 7 millones de tn en la proyección de producción argentina.

¹³ World Agricultural Supply and Demand Estimates. Abril 2018

CUADRO 4: PROYECCIONES DE USDA CAMPAÑA 2017/18. MILLONES DE TONELADAS

Producción Soja	Informe marzo 2018	Informe abril 2018
MUNDO	340,9	334,8
EEUU	119,5	119,5
BRASIL	113,0	115,0
ARGENTINA	47,0	40,0
Importaciones de Soja		
CHINA	97,0	97,0
UNIÓN EUROPEA	14,0	14,0

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

Además, se puede ver una estimación para la producción de EEUU de 119,5 millones de tn y para Brasil de 115 millones de tn. En cuanto a la demanda de soja, China mantiene la proyección de 97 millones de tn de importación y la Unión Europea 14 millones de tn. Las perspectivas muestran una demanda que se reafirma y una oferta que se reduce, por lo tanto es probable el escenario de sostenimiento o aumento de precios en el corto plazo.

Asimismo, el informe de USDA de abril indica que la proyección de producción mundial para el trigo alcanzaría los 759,7 millones para la cosecha 2017/18, un incremento de 9 millones de tn respecto de la campaña anterior. El mayor productor es China con una proyección de 129,8 millones de tn seguido por la India con 98,5 millones de tn y Rusia con 85 millones de tn, en todos los casos se proyectan aumentos respecto de la campaña anterior. Respecto de la demanda, se estima un incremento de un millón de tn de trigo en relación a la campaña anterior. Para el maíz, el USDA proyecta una producción mundial de 1.036,1 millones, 40 millones de tn menos que la campaña anterior. El mayor productor de maíz es EEUU y se proyecta 371 millones de tn para la campaña 2017/18, le sigue China con 216 millones de tn y Brasil con 92 millones de tn. En el caso argentino, la proyección asciende a 33 millones de tn, 8 millones menos que la campaña anterior, debido principalmente a problemas de sequía. La proyección de la demanda de importación indica un incremento de 12 millones de tn respecto de la campaña anterior, lo que supone que podría aumentar el precio en el corto plazo.

En cuanto a los precios, a partir de agosto de 2017 el trigo aumentó de forma continua y recuperó su valor alcanzando los U\$S 199 la tn en abril del año 2018. En el caso del maíz, el incremento del precio comenzó a partir de enero del año 2018 y llegó a los U\$S 176 la tn en abril del año 2018.

Sobre la base de las proyecciones de demanda y oferta mundial de maíz se espera que el precio continúe aumentando, mientras que en el caso del trigo dependerá del rendimiento de la producción rusa. La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), indicó que se proyecta un descenso de producción de trigo de 11,3 millones de tn para la campaña 2018/19, debido principalmente a una reducción de 9 millones de tn en la producción de Rusia por baja en el rendimiento. Además, también se esperan caídas de producción en la India y en países de la Unión Europea.

4. Metales

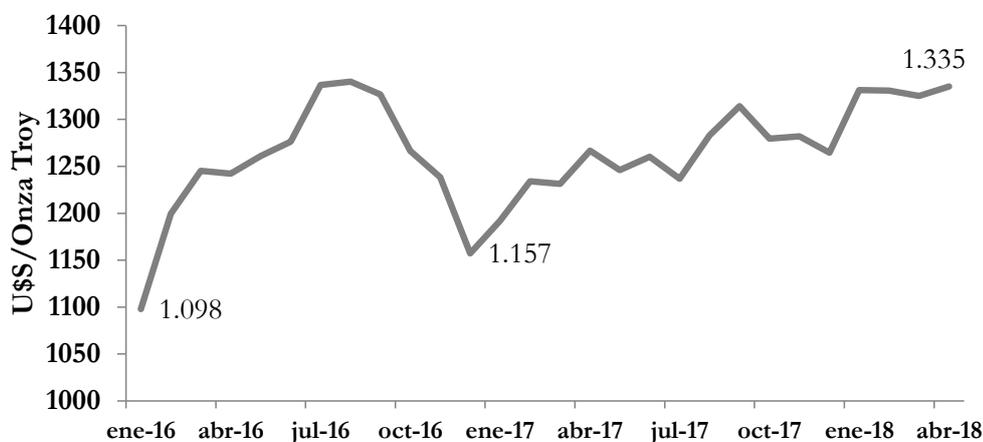
El índice de precios de metales confeccionado por el Fondo Monetario Internacional¹⁴, se recupera fuertemente desde junio del año 2017. Entre abril del año 2018 y junio del año 2017 el índice aumentó 20% impulsando principalmente por el estaño, níquel, cobre y aluminio. La demanda china continuó impulsando el incremento de precios de estos metales. El conflicto comercial originado por la imposición de aranceles al acero y aluminio por parte de los EEUU y las futuras represalias de varios países está generando volatilidad en los mercados de estos metales y todavía no está claro el desenlace.

En cuanto al oro, el gráfico 14 muestra la evolución del precio internacional de este metal desde enero del año 2016 y hasta abril del año 2018. Se puede observar, que desde diciembre del año 2016 el precio se recupera alcanzando los U\$S 1.335 la onza troy. Esta tendencia podría revertirse debido al contexto internacional de suba de tasas de los

¹⁴El índice se compone por los precios del cobre, aluminio, mineral de hierro, estaño, níquel, zinc, plomo y uranio.

bonos del tesoro de EEUU y del Sistema de la Reserva Federal de EEUU (FED). Además, el fortalecimiento del dólar frente a otras monedas podría contrarrestar en parte el aumento del oro y de otras materias primas.

GRÁFICO 14: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO. ENERO 2016- ABRIL 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

En resumen, los precios de los commodities continuarán aumentando impulsados principalmente por los conflictos geopolíticos, las restricciones aduaneras a través de aranceles y el crecimiento sostenido de la demanda. En este último sentido, la fuerte demanda mundial de petróleo y los problemas de oferta en el corto plazo van a sostener el precio del crudo e incluso podría continuar subiendo. Además, el Banco Mundial proyecta un incremento del 20% en el precio de productos básicos energéticos (petróleo, gas natural y carbón) y 9% en el precio de los metales para el año 2018.

NOTA ESPECIAL

EL INCIERTO FUTURO DE NUESTRAS AGRODIVISAS

Jorge Riaboi

1. Introducción

A pesar de la estrecha vinculación que hay entre el crecimiento económico y el volumen de agro-divisas que genera la actividad exportadora, nuestra dirigencia suele enterarse tarde y mal de los riesgos o conflictos que afectan a la oferta y demanda internacional de los commodities agrícolas. Hace más de dos años que uno de grandes mercados del país, la Unión Europea (UE), prepara una nueva y sustancial reforma proteccionista. Según van las cosas, **el Parlamento Europeo (o Euro-Parlamento) podría votar un complejo plan orientado a sustituir, con producción local, la voluminosa importación de semillas y harinas de soja y otras sustancias proteicas que ese mercado acostumbra a recibir de los Estados Unidos, Brasil y la Argentina (sic).** Ciertas aristas del mismo enfoque demuestran que la cosa va en serio. **Estrasburgo ya aprobó, el 19/4/2018. lo que el Comunicado oficial define como la nueva Ley sobre Alimentos Orgánicos, cuya frontal y dudosa legalidad OMC debería llamar la atención de países que, como el nuestro, registran producción y exportaciones de esa naturaleza.** Y ya es histórica la prohibición que administra cada Estado Miembro de la UE en materia de eventos con Organismos Genéticamente Modificados (OGM's), por razones no sanitarias. La Comisión de la UE y sus Estados Miembros saben que los argumentos comunitarios no pasan el umbral de entrada bajo las reglas de la OMC y no quieren repetir el caso hormonas.

Va de suyo que esas acciones legislativas no son ruidos inofensivos. Se hacen para introducir el tema en la agenda del próximo ciclo de la Política Agrícola Común o PAC 2021/27 (CAP en inglés), como un modo de asegurar los recursos presupuestarios y las reglas que necesita la antedicha aventura política y económica.

2. El objetivo europeo: autoabastecimiento

Cualquier analista especializado sabe que el Euro-Parlamento simpatiza con toda propuesta de autoabastecimiento agrícola y que el aludido proyecto avanza mientras se intenta, al mismo tiempo, darle las puntadas finales al texto del Acuerdo *light* de Libre Comercio entre el MERCOSUR y la Unión Europea, sin que nadie se atreva a hacer la “incorrección política” de preguntar a dónde se quiere llegar con ese doble juego y cómo será posible evitar que ambos procesos terminen por anularse recíprocamente, para acabar en otra frustrante parodia birregional.

Hasta el momento las importaciones europeas del complejo sojero dirigidas a convertirse en diversas formas de alimentación animal, permitieron cubrir el déficit de oferta doméstica de la UE, el que alcanza al 70/75 por ciento del consumo total. Las cifras indican que entre 1960 y estos días, la demanda regional de los aludidos insumos pasó de 2,42 millones a 36 millones de toneladas (2014). Tal volumen equivale a la totalidad de la actual cosecha de soja de la República Argentina, una cosecha atípica y diezmada por conocidos factores climáticos. **Sólo el 3 por ciento de la tierra arable de la UE se dedica a cultivar la variedad de siembras agrícolas necesarias para elaborar esa línea alimentaria, por lo que el grado de autosuficiencia no excede del 25 por ciento.**

Ninguno de esos hechos proviene de una omisión. **Nacen de la escasa rentabilidad europea para las cosechas proteicas** y de una histórica negociación internacional que estableció una división internacional del trabajo que entonces pareció bastante justificable. Es un escenario que aún exhibe la UE para reformar, a un costo sensato, su perfil de abastecimiento.

Al ingresar en este debate es superfluo enfatizar que, para la Argentina, mercados como los de UE, China e India son de valor estratégico y aportan una proporción esencial de las agro-divisas, hecho que debería haber encendido hace más de dos años todas las alarmas de los despachos gubernamentales y de las organizaciones relevantes de la sociedad civil. Sobre todo, porque que el nuevo foco de incertidumbre comercial se agrega a los previsible frentazos que ya se llevó nuestro país en el marco de sus exportaciones de biodiesel, en las idas y venidas que suele registrar el sinuoso comercio sectorial del complejo sojero con nuestros amigos chinos y por las decisiones no del todo pronosticables que brotan de tanto en tanto en el interesante acceso al mercado que proveen la India y otras naciones asiáticas. Ello sin olvidar la discutible visión nacional que llevó a expandir el sector de agro-combustibles de primera generación cuando, desde el 2011, y por similares juegos de la política, la demanda internacional de los grandes mercados consumidores de biocombustibles del Atlántico Norte comenzó a cojear por una visible tendencia al recorte de los programas europeos en la materia, la reconversión tecnológica o el franco desplazamiento de proveedores extranjeros por proveedores nacionales o regionales, apelando al uso de enorme protección regulatoria en frontera y visibles ayudas económicas. La UE, uno de los grandes clientes, sostiene la falacia de que la agro-energía de primera generación (el etanol de maíz y el biodiesel) distorsionan la oferta, los precios y el uso de la tierra destinada a la alimentación humana y animal, a la vez que genera nocivos efectos ambientales y climáticos, ya que también le imputa la liberación de mayores emisiones contaminantes que las originadas por combustibles no renovables como el petróleo y el gas.

Y si bien estos episodios tienden a discutirse en nuestro medio como inesperados, accidentales o irracionales decisiones, suceden con mayor intensidad cuando una sociedad reemplaza el análisis de la realidad por relatos a medida de los intereses creados.

3. La Gestalt de la nueva etapa proteccionista

El presente enfoque de los legisladores del Euro-Parlamento gira alrededor de una tesis política central que se describe en El Futuro de los Alimentos y la Producción Agrícola (The Future of Food and Farming) y en un proyecto de moción que involucra a varios Comités de ese poder legislativo, el que se titula Estrategia Europea para la Promoción de Cosechas Proteicas (la última versión conocida de este documento se asocia con propuestas y opiniones actualizadas entre el 26/3/2018 y fines de abril pasado). **Esos textos enfatizan el deseo de desactivar el comercio exterior que surgiera como resultado de las obligaciones contractuales que adquirió la ex CEE, actual Unión Europea (UE), en el marco de la Ronda Uruguay del GATT y se halla también sustentada en complejas disciplinas incorporadas al Acuerdo sobre Agricultura de la Organización Mundial de Comercio (OMC).**

En estos días la dirigencia del Viejo Continente sugiere, así como así, hacer un drástico replanteo del compromiso al que, como se verá, considera obsoleto, para dar lugar a un detallado plan de autoabastecimiento que le permita resolver un **semi-falaz problema de “seguridad alimentaria” a raíz de lo que en Bruselas se conoce, desde 1958, como el combate generalizado a las “fallas de mercado”, eje de todos los actos de realismo mágico**

que fundamentan la existencia de producción subsidiada y el secular uso del proteccionismo arancelario y reglamentario.

Dentro de esa visión pierde todo sentido el papel efectivo del comercio exterior a la hora de garantizar la seguridad alimentaria, hecho que no sólo supone desconocer el Cuarto Compromiso de la Cumbre Mundial de la Alimentación de la FAO de noviembre de 1996. También implica olvidar que esta última organización suele decir hasta el cansancio que la seguridad alimentaria se hace inalcanzable cuando las fuerzas políticas y artificiales del mercado restan estímulo económico (precios e ingresos) a productores y exportadores de materias primas y commodities agropecuarios, hecho que se transforma, casi siempre, en una profecía auto-cumplida y en la madre de la próxima crisis alimentaria o de escasez de alimentos. El único factor que hoy resulta imponderable, son las ingobernables secuelas del cambio climático, surgido de las fuerzas de la naturaleza y de las irresponsables acciones del hombre.

A su vez, los compromisos de la Ronda Uruguay tampoco nacieron de un repollo. Tras perder, en los 80's, dos paneles consecutivos con los Estados Unidos sobre los efectos de la figura de "menoscabo no violatorio de concesiones" en el ex GATT, en los que la Argentina participó como tercera parte interesada (y a raíz de ello fue compensada con 11.000 toneladas de Cuota Hilton), la ex Comunidad Económica Europea, hoy la UE, negoció y aprobó los dos Acuerdos de Blair House (el segundo para ajustar el texto del primero) que en estos días se propone desconocer. En ese momento y en un contexto cocinado a solas por Washington y Bruselas en el edificio Blair House (a metros de la Casa Blanca), **acordaron que la UE siga feliz y contenta con su engorroso proteccionismo en la producción de cereales**, siempre y cuando deje un arancel cero, los más limpio posible, para la soja y otros productos oleaginosos que son el baluarte de las cosechas proteicas.

Y eso fue lo que se hizo, ya que, entre otras picardías, el Acuerdo sobre Agricultura de la OMC incorporó las disposiciones transitorias del Artículo 13 (conocido como la Cláusula de Paz), en el que se exhortaba a los Miembros de la que sería entonces la futura OMC a no seguir metiéndole paneles a la UE sobre menoscabo no violatorio y respetar límites similares sobre otros subsidios mientras dure el período de aplicación (enforcement) de los compromisos adquiridos durante la antedicha Ronda de negociaciones, ejerciendo al respecto debida moderación ("due restraint"). El lenguaje de la cláusula no tiene el lógico tono afirmativo del ex GATT y actual OMC, pero sí persuasivo, lo que es un gen extraño en un marco duro y contractual como el Sistema Multilateral de Comercio. Otras disposiciones sobre subsidios (por ejemplo, las del Artículo 9 del mismo Acuerdo) fueron igualmente originadas en ese diálogo bilateral que el resto de los Miembros adoptó con una mezcla de resignación y alivio.

Los paneles sobre oleaginosas tuvieron gran importancia como precedente legal en el uso de la antedicha figura del menoscabo no violatorio (Artículo XXIII:1:b del GATT 1994) que, a grandes rasgos, es la clase de situación que tiende a surgir cuando se esmerila un beneficio o ventaja arancelaria con cualquier tipo de medida oficial que reste eficacia al valor esperado de una concesión (lo que es sólo una oportunidad) de acceso al mercado. **Algo que se asemeja a un lucro cesante**, lenguaje poco certero en el ámbito de la OMC, puesto que sólo se discuten, se insiste, oportunidades no obligaciones comerciales de compra. Los paneles de oleaginosas concluyeron que la ex Comunidad Económica Europea (CEE) estimuló la producción interna de oleaginosas haciendo uso de nuevos y voluminosos subsidios, inexistentes al negociarse la histórica concesión arancelaria para el comercio de la soja y sus subproductos (excepto el aceite terminado), lo que redujo artificialmente el valor de explotar comercialmente la concesión original a pesar de que el arancel de importación siguió siendo cero y nunca fue violado. **Por eso se habla de un menoscabo y de que ese menoscabo no proviene de una violación de las concesiones arancelarias, sino de los artificios colaterales que achicaron el comercio que legítimamente se previó al negociarse el nivel de aranceles negociados y acordados por las partes.**

Si bien esta es una digresión de estos comentarios, **la Argentina podría haber pensado en recurrir a la antedicha figura del menoscabo no violatorio (non violation or impairment) para cuestionar el escalonamiento arancelario que aplica Estados Unidos a las importaciones de biodiesel (la diferencia de trato arancelario a la importación de materia prima respecto del tratamiento a la importación del producto terminado, que es la versión espejo de las medidas de defensa de la competencia aprobadas por las instituciones estadounidenses, lo que hubiera sido un planteo interesante pero sin muchos precedentes hasta ahora), pero las autoridades nacionales optaron por jugar sus cartas apostando a la utópica posibilidad de que los contactos del gobierno nacional con Washington harían posible el milagro de la solución política.** ¿Qué Presidente de Estados Unidos se atreve a desafiar las reglas, las instituciones y los lobbies de su país para proteger los intereses de una competencia

importada que, para colmo, lucía totalmente huérfana de argumentos legales?. **¿Quién podía imaginar que esa era una opción viable?.**

También resulta innecesario enfatizar que, si bien el Euro-Parlamento no es la autoridad responsable de negociar los acuerdos internacionales de la UE, hoy se dan dos condiciones políticas que desde 2014 son novedosas en el accionar de los grandes poderes legislativos del denominado mundo Occidental. La primera, es que tanto Estrasburgo en el caso de la UE, como el Capitolio en Washington, exhiben una influencia sustancialmente mayor en las decisiones de sus respectivos países, hecho que surgió de una pérdida global de fuerza y confiabilidad relativa en el desempeño de los Poderes Ejecutivos. Esa onda **viene de la mano de las visiones populistas, nacionalistas y de la exacerbación del mercantilismo en las fuerzas políticas que hoy impugnan o desdeñan en cierto modo el proceso global de liberalización del comercio.** La segunda, que ambos foros legislativos ejercen en estos años una minuciosa auditoría y seguimiento al aprobar los términos de referencia de los asuntos que maneja el poder administrador en el campo de las relaciones internacionales, para luego evaluar la gestión terminada y ratificar o rechazar los resultados que se alcanzaron, facultad que anteriormente se ejercía con menores grado de energía, detalle, profundidad y exigencia. En Estados Unidos esa evaluación se hace por el sí o por el no a la totalidad del instrumento jurídico pactado ad referendum por el Poder Ejecutivo, a través del mecanismo que se conoce como fast-track; un fast-track mucho más complejo que los originales. Por ello se habla de que ningún negociador extranjero cumple adecuadamente su rol si cae en la trampa de discutir el mismo trato dos veces, una cuando negocia con el Poder Ejecutivo y otra al emerger las posiciones que surgen de la evaluación, los reparos o las exigencias adicionales del ámbito parlamentario (proceso que se vio con especial claridad al efectuarse la revisión a lo acordado por la administración del Presidente Barack Obama en el caso del Acuerdo Transpacífico, al que Donald Trump renunció a ciegas en los primeros días de su gobierno, una decisión que ahora intenta rever a toda velocidad).

4. La nueva promoción de cosechas proteicas

La moción legislativa que se define en el proyecto de sustitución de importaciones de semillas y harinas de soja, así como otras leguminosas, es un texto de 18 páginas que se origina en el Comité Agrícola del Euro-Parlamento y contiene las observaciones, reflexiones y recomendaciones más ambiciosas del poder legislativo. Por razones de espacio sólo se hará una descripción de la parte que podríamos llamar resolutive y una descripción general de los fundamentos. La moción está destinada a impulsar las acciones relevantes tanto de la Comisión como del Consejo Europeo de la UE con vistas a definir la PAC del ciclo 2021/27.

Los fundamentos centrales que aparecen en el diagnóstico se orientan a demostrar que la nueva política de autoabastecimiento es necesaria debido al:

1.- Aumento de la volatilidad de precios internacionales de los commodities agropecuarios que se registrara a partir de la crisis financiera (sub-prime), energética y alimentaria de 2007/08, lo que presupone que los legisladores entienden necesario fortalecer el nivel de autoabastecimiento aislando la producción interna de la soja y otras leguminosas de las contingencias del mercado mundial, bajo la percepción de que ello justifica cubrir con fondos públicos los estímulos financieros (subsídios) que permitan hacer económicamente atractiva la producción local; se incluye en ese concepto, el aumento “voluntario” de la ayuda doméstica, lo que incluye mecanismos conectados a la producción (sostén de precios), enfoque condenado como el más distorsivo en la OMC y en la OCDE (acotación del autor de este comentario); no se pudo averiguar el significado de “ayuda doméstica voluntaria”, ya que por lo general la ayuda doméstica son pagos y beneficios administrados mediante políticas y fondos gubernamentales o habilitados por los gobiernos;

2.- Proceso creado por la epidemia de vaca loca, el que indujo a concentrar el aumento de la demanda europea del complejo sojero en América del Sur (o sea, básicamente Brasil y la Argentina);

3.-Pronóstico de que un mayor autoabastecimiento también hará posible generar subproductos para la alimentación humana, la producción de energía renovable y fertilizantes de mayor eficacia ambiental que los sintéticos (tipo el glifosato el que, a pesar de ser un producto tradicional y de uso global, es considerado un anatema y un producto diabólico por la sociedad europea).

4.- Papel central que se desea confiar a las políticas públicas para amortiguar los efectos de la creciente demanda China, que absorbe con sus compras masivas la parte del león de la oferta disponible en el planeta de materias proteicas y,

según el Euro-Parlamento, hace imprevisible la seguridad alimentaria del resto de los importadores que se abastecen en el mercado mundial. Sobre todo, porque Pekín tiene un arreglo que incluye inversiones en Brasil, lo que garantiza el privilegio de obtener en forma prioritaria el suministro de los insumos en ciclos de escasez de producción y stocks, un esquema que provocaría serios interrogantes para los demás importadores. Esas inversiones demostraron, se alega, poca preocupación acerca de las condiciones ambientales y climáticas del proceso.

5.- Hecho de que las proteínas que provienen de América (Brasil, Argentina y Estados Unidos) tienen el inconveniente, para la UE, de originarse en cosechas generadas con Organismos Genéticamente Modificados (OGM's), los que, se insiste, no gozan de las preferencias del consumidor europeo, factor que ya indujo a prohibir en forma selectiva la producción de esos eventos en territorios en el Viejo Continente, alegando razones distintas a las sanitarias o fitosanitarias. Los documentos también atribuyen al consumidor, y no a los lobbies agrícolas y ambientales, el fuerte rechazo a los criterios de producción de los abastecedores de América del Sur, por considerar que la expansión de su oferta agropecuaria se hizo a costa de la eliminación del patrimonio biológico del planeta, como sucede con la tierra volcada a la producción agrícola que se restó al equilibrio natural de la Amazonia brasileña y de ciertas extensiones de nuestro país que ampliaron la frontera agropecuaria, lo que es suponer un promedio de educación técnico-científico llamativamente alto en la población o la voluntad de dar rienda suelta a una inquietud social un poco extravagante a nivel popular. Como efecto secundario de esta oleada, el texto habla de un masivo rechazo a los fertilizantes y plaguicidas sintéticos (el antedicho glifosato y equivalentes, ahora son producidos por empresas adquiridas por capitales chinos, acotación nuestra).

6.- Esfuerzo necesario que debería hacer la Comisión de la UE en elaborar un Plan Estratégico Mayor para ampliar la producción y abastecimiento de proteínas vegetales, una oferta local que se basaría en principios como la agroecología y las prácticas amigables del ambientalismo. Paralelamente se pide a Bruselas que haga lo posible por frenar cualquier reducción de oferta local de las cosechas proteicas, una noción que equivale a pedir decisiones legislativas extremas y una generosa billetera, lo que podría ser moderado por las autoridades financieras de la UE. En el marco de estas acciones, el texto indica que América del Sur es el mayor factor de cambio del uso de la tierra y la causa de múltiples problemas ecológicos como la contaminación de las napas subterráneas del agua con pesticidas, así como las antedichas e indolentes pérdidas de biodiversidad (lo que en ciertos casos es una imputación razonable que debería ser un problema doméstico, no una cuestión arreglada con la aplicación extraterritorial de las leyes comunitarias cuyos dirigentes tienen, como se verá, a enarbolar otra vez la idea de meter en la OMC el debate sobre los Procesos y Métodos de Producción de la mercadería exportada). Entre los pioneros de la contaminación terrestre y fluvial (43 de los 47 grandes ríos troncales del Viejo Continente) está, precisamente, la propia Unión Europea

5. Los múltiples objetivos del plan

El diagnóstico y las observaciones más crudas de este proceso de consulta interno del Euro Parlamento surgió del Comité de Medio Ambiente, Salud Pública y Seguridad Alimentaria y, como veremos, la más serena pero a la vez la doctrinariamente más peligrosa, del Comité de Comercio de ese foro legislativo.

Los elementos más importantes que agrega el primero de esos Comités, son los siguientes:

I.- La necesidad de orientar el proyecto hacia la “independencia proteica” y el apoyo económico a la noción de ayuda (subsidios) “voluntarios” y ligados a los precios de la producción (los que se incluyen en la Caja Ámbar del actual Acuerdo sobre Agricultura y a los que se considera hartos dañinos para el comercio exterior); ello con la aclaración de que el concepto de “ayuda voluntaria” no es tradicional en esta política (el autor de este comentario no pudo localizar, hasta ahora, una explicación satisfactoria acerca del alcance de este concepto);

II.- Recuerda que unas 90 millones de hectáreas, alrededor del 82 por ciento de la superficie cultivada con soja en el mundo, emplea semillas OGM's (en Estados Unidos ese nivel supera el 90 por ciento); también destaca el vínculo existente con el uso de herbicidas sintéticos como el glifosato y los actuales problemas de resistencia de ese producto en el caso de los vegetales surgidos de OGM's (que son reales, pero no infrecuentes en esos productos, ya que la adaptación de las plagas y la vegetación es un problema histórico en la agricultura);

III.- Destaca la importancia de las compras chinas en el total mundial y el riesgo de abastecimiento deficitario que tal hecho supone para el abastecimiento de otros importadores;

IV.- Reconoce que los antedichos objetivos de independencia no son fáciles de lograr dada la alta competitividad del producto importado y los bajos rendimientos que se pueden registrar de estos cultivos en Europa; por lo anterior, recomienda subsidiar todo lo posible el autoabastecimiento del Viejo Continente; y por lo tanto también enfatiza la obvio: que el proyecto debe ser financieramente viable (lo que no excluye un muy probable choque de base con las reglas obligatorias que existe en la OMC);

V.- Recuerda que el apoyo de los fondos y decisiones de la Política Agrícola Común (PAC o CAP, según el idioma que se utilice), ya que el productor busca la cobertura por esa política al definir la elección del cultivo que habrá de plantar en su predio o predios;

VI.- Señala la importancia de estas políticas para llevar a cabo medidas racionales de buenas prácticas como la rotación de cultivos, el aprovechamiento integral de los productos y subproductos, la protección del medio y otras economías externas; así como los objetivos de cambio climático y ambientales.

6. La “moderación” del Comité de Comercio

El aporte del Comité de Comercio (el Comité) de ese cuerpo legislativo, es un intento de presentar el mismo enfoque con una visión equilibrada, en la que se contemplan no sólo los intereses defensivos de la UE, sino también los grandes intereses ofensivos (las voluminosas y diversificadas exportaciones de sus productos agrícolas). Al respecto, destaca que el 90 por ciento de la futura y previsible demanda de las exportaciones agrícolas y alimentarias de la UE se ubica en el mercado internacional, no del lado de la demanda interna, de manera que los extremos delirantes de cerrar el mercado comunitario directa o indirectamente, no parecen recomendables ni compatibles con ese enfoque estructural.

Recuerda que la UE estimó el aumento de las exportaciones a los mercados que se crearon con acuerdos regionales de liberalización del comercio, como los de México, Suiza y Corea del Sur, en 1.000 millones de EUROS y un valor agregado para la agro-industria de 600 millones. En igual contexto, las exportaciones de la UE a Perú y Colombia crecieron en 73 y 82 por ciento respectivamente, así que, su descripción del tema parece sugerirles tranquilidad a sus colegas legisladores de los otros Comités.

El Comité de Comercio también enfatiza que las obligaciones emergentes de la OMC y las revisiones de la CAP obligaron a mejorar la competitividad del sector agrícola, hecho que trajo aparejado la necesidad de exponerlo a la competencia importada y por lo tanto a la necesidad de absorber los remezones del mercado global. Sugiere a sus colegas enfatizar el papel de la PAC en temas como los standards de calidad de vida de los productores rurales, la salud, el empleo, el medio ambiente y el cambio climático.

Seguidamente propone todo el menú de instrucciones de la UE para la OMC y para los Acuerdos de Libre Comercio, donde tras aceptar que es imperioso negociar reglas sobre subsidios de ayuda interna y a la exportación, tira sobre la mesa los aludidos condimentos del proteccionismo reglamentario como las indicaciones geográficas (derechos de propiedad intelectual), el ilegal axioma de que los productos importados deben “satisfacer los standards laborales y ambientales de la UE, dentro de algo que denomina el “principio calificado de acceso al mercado” (como si fuera una tarjeta de crédito platino o negra, olvidando selectivamente que ello supone desconocer el principio de Equivalencia del Acuerdo Sanitario y Fitosanitario de la OMC), el principio precautorio, las reglas sobre bienestar animal, paisaje rural y otros de absurdo, injustificable y similar calibre. Con el sugestivo valor agregado de solicitar, de frente, otro round de presiones a favor de la aplicación de disciplinas en materia de Procesos y Métodos de Producción a la carta (PPM’s en inglés), algo que fue explícitamente rechazado durante la Ronda Uruguay (la que concluyó en 1994, así que esta es una demanda nostálgica, a las que son afectos nuestros amigos franceses y alemanes). Dar derecho al importador de fijar las reglas de producción y manipulación de las exportaciones, es aplicar en forma extraterritorial las leyes del propio país o región, algo que de hecho hacen todo el tiempo la UE y los Estados Unidos en el marco de los acuerdos bilaterales o birregionales.

Dentro de todo este paquete, y con gran maestría, el Comité encara el tema del autoabastecimiento al sostener que las futuras reglas sobre ayuda interna (leer subsidios) “no deben reducir el marco para proveer fondos (leer subsidios) para manejar crisis de mercados, para derivar las prácticas de cultivo hacia sistemas que son económicamente efectivos (aquí se pega un tiro en el pie porque, como se vio, el otro Comité ya reconoció por sí mismo la baja competitividad de las cosechas proteicas en el territorio comunitario) y ambiental y climáticamente compatibles, así como para “...una mejor salvaguardia de la oferta estratégica de vegetales proteicos...”. En otras palabras, una gran parrafada

para rendir culto al objetivo del autoabastecimiento, que es la esencia de todo el ejercicio que concentra en estos momentos las energías del Euro-Parlamento, pero sin claudicar en la necesidad de apuntalar el impulso a las exportaciones comunitarias.

7. Reflexiones finales

Quienes hemos negociado y visto operar el aparato de la UE durante más de un cuarto de siglo, sabemos que los enviones de la UE no se paran con un soplido. La política de la UE, cuando se puede ejecutar, tiene una inercia arrolladora. La mayor parte de los insumos del proyecto destinado a lograr el autoabastecimiento forzado de sustancias proteicas, se integra con un conjunto irracional de buenos deseos plagados de intenciones poco santas: seguir fortaleciendo el aislamiento y el crecimiento del sector agrícola a salvo de la competencia del mercado mundial; sacar al comercio exterior agrícola del proceso orientado a garantizar la seguridad alimentaria; promover el uso de subsidios y usar el proteccionismo reglamentario, arancelario y monetario como instrumento de cierre artificial del mercado europeo; descalificar todas las prácticas de cultivo, protección y uso de fertilizantes, aprovechamiento de tierras y conceptos ambientales de dudosa consistencia de los proveedores extranjeros, lenguaje que es síntoma inequívoco de que la racionalidad y la fuerza de los argumentos no cuentan a la hora de adoptar la presente decisión, o que esas virtudes no influirán en la decisión o auspicio de la decisión que se proyecta. Es cierto que el Euro-Parlamento no decide, legisla. Pero es no menos cierto que ningún tratado importante entra en vigor si no es ratificado por el Poder Legislativo.

La Argentina y el MERCOSUR no pueden seguir mostrando aparente indolencia. Es hora de reconocer los hechos, evaluar los efectos y actuar coherente y enérgicamente.

Es completamente ilusorio pensar que la Unión Europea se va a quedar en la etapa de los aprontes después de este formidable proceso de consulta e interacción. No es su estilo, no es su trayectoria y seguramente no es su futuro. Brasil y la Argentina están experimentando, con esta realidad, a un incierto futuro para el manejo de una sustantiva porción de sus cajas de agro-divisas. Por ese motivo, es hora de elegir bien los equipos, reflexionar con calma y hacer un GPS para una fuerte e inteligente contraofensiva. Los insumos de este último proceso surgen de una réplica fundada al menú de reivindicaciones, argumentos y objetivos identificados en el presente comentario.

INDICADORES

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18
Indicadores de Actividad																
EMAE (INDEC) Var. % a/a	1,6%	-2,1%	2,0%	0,4%	3,8%	4,9%	4,3%	3,7%	3,4%	4,9%	4,0%	3,0%	4,1%	5,1%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,1%	-1,0%	1,3%	-0,8%	0,9%	0,7%	-0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%	0,6%	-0,2%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%	6,8%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%	-8,6%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-2,0%	-7,9%	1,2%	0,5%	5,5%	4,6%	5,9%	5,5%	4,2%	4,7%	2,7%	-1,9%	1,9%	8,5%	4,2%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,6%	-5,0%	5,5%	-1,2%	0,9%	-0,3%	1,3%	-0,4%	-0,1%	-0,4%	0,9%	-1,3%	1,0%	1,5%	2,4%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,3%	-9,0%	-0,6%	-2,8%	5,7%	5,2%	6,0%	3,7%	5,2%	2,5%	0,9%	0,2%	1,6%	7,5%	3,0%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-1,3%	0,0%	-1,0%	0,7%	1,6%	0,3%	1,7%	-1,3%	0,6%	-0,5%	-1,0%	1,4%	0,7%	0,5%	1,2%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	1,2%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	19,0%	16,6%	8,3%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-6,9%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%	n/d
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-9,1%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%	n/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	2,4%	-0,3%	15,7%	11,1%	9,4%	16,9%	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%
Indicadores del Sector Externo																
Exportaciones en USD	4.289	3.899	4.564	4.863	5.490	5.150	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	4.767	4.294	5.347	n/d
<i>Var. % a/a</i>	11,1%	-5,4%	3,2%	2,9%	2,7%	-2,2%	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	11,1%	10,1%	17,2%	n/d
Importaciones en USD	4.341	4.116	5.474	4.975	6.066	5.900	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	5.197	5.958	n/d
<i>Var. % a/a</i>	7,3%	2,2%	16,0%	12,5%	23,7%	14,9%	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	26,3%	8,8%	n/d
Saldo Comercial en USD	-52	-217	-910	-112	-576	-750	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	-969	-903	-611	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	204	205	199	194	196	195	206	196	198	199	201	201	203	213	217	219
<i>Var. % a/a</i>	13,2%	12,9%	7,1%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%	9,3%	13,0%

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18
Precios																
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,6%	2,1%	2,4%	2,7%	1,4%	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%	n/d
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	2,0%	1,6%	2,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,5%	2,2%	2,5%	n/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%	n/d
Indicadores Fiscales																
Ingresos Totales Var. % a/a	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	24,3%	28,3%	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%	n/d
Gastos Primarios Var. % a/a	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	25,6%	22,9%	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)																
<i>Mediana</i>	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0
<i>Media</i>	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2	33,1
Confianza del Consumidor (UTDT)																
<i>Índice</i>	44,5	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0	42,5	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8	40,1
<i>Var. % m/m</i>	-1,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%
<i>Var. % a/a</i>	-17,7%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%