

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

Nº 144 AÑO 14

24 DE OCTUBRE DE 2016

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ ATRASO CAMBIARIO Y "FESTIVAL DE BONOS"	2
▪ RENDIMIENTOS Y TIPO DE CAMBIO IMPLÍCITO EN LOS TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA	6
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ CON LA MIRA MÁS EN DICIEMBRE QUE EN NOVIEMBRE	9
▪ COMMODITIES: VUELVEN A CAER	14
NOTA ESPECIAL	
▪ PREMIO NOBEL PARA EXPERTOS EN CONTRATOS	18
INDICADORES	22

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

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del Instituto de Investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador.

Las opiniones aquí expresadas no representan bajo ningún concepto una posición u opinión de la Facultad o de la Universidad y corresponden exclusivamente a sus autores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador. Se permite la mención de los artículos citando la fuente.

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- El Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC) informó que los despachos de cemento acumulados en los primeros nueve meses de 2016 registraron una caída interanual de 12,4%, la mayor observada desde el año 2002.

LO IMPORTANTE

- El Gobierno, la CGT y seis centrales empresarias, acordaron abrir negociaciones sector por sector para el pago de un “bono” de \$2.000 a los trabajadores antes de fin de año. Representantes de PyMEs y gobernadores de varias provincias sostienen que no cuentan con recursos para pagarlo, y algunos sindicatos exigen reapertura de negociaciones paritarias y/o el bono de \$2.000 más otros beneficios. Por consiguiente, el rumbo de las negociaciones salariales para los próximos meses es todavía incierto.

LO QUE HAY QUE SABER

- La economía sigue en recesión. Esto contribuye a evitar una mayor inflación, pero las subas pendientes en salarios y tarifas públicas tornan incierta la evolución de los precios al consumidor. El tipo de cambio se mantiene estable gracias al ingreso de divisas para la compra de nueva deuda pública. Sin embargo, su sustentabilidad exige una futura recuperación de las exportaciones, la inversión real y la oferta de bienes.
- La información que brindan los precios de los bonos en el mercado local tiene importantes diferencias con las expectativas de los analistas del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA (REM). Esto indica que, o bien existen desarbitrajes, o bien el BCRA no estaría considerando toda la información necesaria para tomar decisiones de política monetaria.
- En EE.UU. la consolidación de Hilary Clinton al frente de las encuestas de cara a las elecciones presidenciales del 8 de noviembre aleja la amenaza que representa el discurso populista y proteccionista de Donald Trump. En ausencia de nuevas “sorpresas”, el foco de atención volverá a la Fed, que parece encaminarse a una suba de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales en la reunión de diciembre. Mientras tanto, persiste un creciente debate en los principales bancos centrales respecto a la conveniencia de mantener los estímulos monetarios extraordinarios.
- Los precios internacionales de los commodities volvieron a caer luego de la recuperación del primer semestre de 2016. La baja de los precios de cereales y oleaginosas se debió principalmente a los altos rendimientos en EEUU. En el caso del petróleo la sobreoferta redujo su cotización, y en septiembre los países de la OPEP acordaron reducir la producción en 87,5 M a 86,6 M de barriles diarios, para sostener su precio de mercado. A su vez, los precios de los metales descendieron por la debilidad de la demanda mundial principalmente de China.

LO QUE VIENE

- En noviembre entra en vigencia la Com. “A” 6084 del BCRA que reduce las tasas activas máximas reguladas para proyectos productivos, de 22% a 17% anual. También se espera una baja a 14,5% anual de las tasas para capital de trabajo de las líneas de crédito del Ministerio de Producción bajo el llamado “Régimen de Bonificación de Tasas”.
- Primeras audiencias públicas para debatir las subas de tarifas eléctricas a partir de febrero de 2017. Según varios medios locales, la distribuidora Edesur propondría la aplicación de incrementos en torno de 56% para usuarios residenciales, y Edenor aumentos entre 17% y 73,9%. Para los usuarios no residenciales, Edesur propondría subas entre 12% y 52%, mientras que Edenor sugeriría una escala de aumentos entre 143% y 315%.
- Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) para el 1° y 2 de noviembre próximos. Los mercados esperan que se mantenga sin cambios las tasas de Fondos Federales, a la espera de los resultados de las elecciones presidenciales.
- Elecciones presidenciales en los Estados Unidos el próximo 8 de noviembre. Luego de tres debates televisados, la candidata del Partido Demócrata, Hillary Clinton se perfila como la favorita del electorado en la mayoría de las encuestas de opinión.

PANORAMA DE ARGENTINA

ATRASO CAMBIARIO Y “FESTIVAL DE BONOS”

Héctor Rubini

La economía sigue en recesión. Esto contribuye a evitar una mayor inflación, pero las subas pendientes en salarios y tarifas públicas tornan incierta la evolución de los precios al consumidor. El tipo de cambio se mantiene estable gracias al ingreso de divisas para la compra de nueva deuda pública. Sin embargo, su sustentabilidad exige una futura recuperación de las exportaciones, la inversión y la oferta de bienes.

1. *Escenario político: en campaña electoral*

Lentamente los dirigentes políticos empiezan a dar sus primeros pasos con vistas a las elecciones legislativas del año próximo. El Partido Justicialista se presenta dividido, pero desde la reunificación de la Confederación General del Trabajo en agosto ha iniciado un proceso de negociaciones entre dirigentes no kirchneristas, hacia una nueva conducción del Justicialismo “peronista”, y no kirchnerista. En principio el líder del Frente Renovador, Sergio Massa, se perfila como el dirigente más decidido a recuperar liderazgo, y con un perfil más abiertamente opositor al Gobierno. En cuanto al oficialismo, su suerte en los próximos comicios depende de su éxito en varios frentes, y en particular en la administración de la economía.

El oficialismo necesita triunfar en las elecciones legislativas del año próximo, y de manera contundente. De lo contrario, seguirá sin controlar efectivamente el Poder Legislativo, ni reformar el Poder Judicial. Para el sector privado, si la alianza Cambiemos no triunfa en 2017, se espera la consolidación de la oposición, especialmente si no se recupera la economía real ni el empleo. En caso de responder al kirchnerista Frente para la Victoria no es de descartar el retorno del estatismo ineficiente del período 2009-2015. Esto en cierta forma explica dos comportamientos que definen desde hace al menos un trimestre un escenario de campaña electoral ya lanzada: 1) la hasta ahora inexistente “lluvia” de inversiones en la economía real, y 2) el expansionismo fiscal financiado con un “festival de bonos” altamente riesgoso.

2. *Escenario económico: en estancamiento y también en campaña electoral*

Las “inversiones” que llegan del exterior son fundamentalmente **divisas para la compra de nueva deuda pública nacional y provincial. Se trata de inversores institucionales del exterior (*hedge funds* y *real money funds*)** y esos fondos se encuentran básicamente en las reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA), o en bancos oficiales, **sin “filtración” o “derrame” visible hacia el financiamiento de inversión productiva.**

Claramente la actual administración ha sido más efectiva en convencer a inversores del mercado financiero de cierta estabilidad cambiaria y macroeconómica al menos hasta las elecciones de octubre de 2017. Sin embargo, empieza a preocupar el fuerte aumento del endeudamiento externo. Según el último informe del INDEC sobre balanza de pagos, **la deuda pública externa ascendía a fin de junio pasado a U\$S 188.266 M. Sobre ese total, el 54% era bonos y títulos públicos, 26,9% era deuda con organismos internacionales, 8,1% atrasos, 5,5% deuda con acreedores oficiales, 5,4% eran préstamos obtenidos de bancos comerciales del exterior.** Hacia agosto pasado las emisiones de deuda pública argentina en el exterior, ya superaban el total conjunto emitido este año por Brasil, Colombia, México y Perú². Sin embargo, **el gran salto se ha observado en los últimos dos meses.**

El Tesoro está aprovechando al máximo el escenario previo a una eventual suba de tasas de la tasa de Fondos Federales que podría reducir la demanda por deuda de países emergentes. Como lo indica el siguiente cuadro, **entre principios de septiembre y el jueves pasado el Tesoro emitió nueva deuda pública por U\$S 22.639 M.**

¹ A diferencia de los *hedge funds*, los *real money funds* apuestan al largo plazo. Varios de ellos vienen comprando títulos de deuda pública argentina ya desde antes de las elecciones presidenciales del año pasado.

² La semana pasada Arabia Saudita superó la emisión de deuda argentina de U\$S 16.500 M de abril pasado con la colocación de bonos a 5, 10 y 30 años por un total de U\$S 17.900 M (el gobierno saudita recibió ofertas por U\$S 67.000 M). Las tasas que pagaron esos bonos han sido, respectivamente, 2,60%, 3,41% y 4,63% anual.

CUADRO 1: EMISIONES DE NUEVA DEUDA DEL TESORO NACIONAL (SEPTIEMBRE-OCTUBRE DE 2016)

Bonos en pesos

Título de deuda	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo hasta vencimiento (años)	Cupón de intereses	Monto emitido	
					\$ M	U\$S M
Bono del Tesoro de renta fija	05-sep-16	05-mar-18	2	22,75%	15.211	1.014
Bono del Tesoro de renta fija	19-sep-16	19-sep-18	2	21,20%	13.428	886
Bono del Tesoro de renta fija	03-oct-16	03-oct-21	5	18,20%	50.000	3.284
Bono del Tesoro de renta fija	17-oct-16	17-oct-26	10	15,29%	53.620	3.525
Bono del Tesoro de renta fija	17-oct-16	17-oct-23	7	16,00%	22.767	1.497
Bono ajustable por CER (BONCER 2020)	28-oct-16	28-abr-20	4	2,25%	11.565	762
Subtotal (a)					166.591	10.969

Letras en dólares (cupón cero)

Título de deuda	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo hasta vencimiento (días)	Cupón de intereses	Monto emitido	
					\$ M	U\$S M
Letra del Tesoro en dólares	19-sep-16	16-ene-17	119	3,04%	2.970	196
Letra del Tesoro en dólares	03-oct-16	30-ene-17	119	3,06%	4.568	300
Letra del Tesoro en dólares	24-oct-16	30-ene-17	98	3,00%	3.127	206
Subtotal (b)					177.255	11.671
Total (a) + (b)					343.846	22.639

Nota: el BONCER 2020 ajusta el capital de acuerdo a la evolución del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) del BCRA. El cupón devenga intereses sobre el saldo ajustado por CER.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Secretaría de Finanzas – Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas-.

3. *Carry trade, o el retorno de la "bicicleta"*

El apetito por deuda soberana y corporativa de países emergentes se mantendrá firme en los países que ofrezcan altos rendimientos inclusive en moneda local, como nuestro país. En el caso argentino, las Letras del BCRA (LEBAC) pagan un rango entre 26,75% anual a 35 días, y 23,89% a 237 días y la nueva deuda en pesos del Tesoro Nacional paga entre 16% a 7 años y 15,29% a 10 años. Cifras más que interesantes para inversores extranjeros que se financien tomando deuda en sus países de origen a un costo no muy alejado de las tasas interbancarias locales. Estas tasas se encuentran en niveles negativos en varios países (-0,01 en Japón, -0,20% en Dinamarca, -0,32% promedio en la eurozona y -0,72% en Suiza) o apenas positivas en Reino Unido (0,40%), EE.UU. (0,88%) o Canadá (0,90%). Aun cuando la Reserva Federal aumente 50 puntos básicos o algo más la tasa de control monetario, no se espera que las autoridades monetarias de los países centrales aumenten sus tasas de corto plazo a niveles mayores al 1,5% o 2% anual.

Supóngase un inversor que se endeude en EE.UU. a 1% anual en dólares para comprar pesos y luego adquirir con esos pesos deuda del Gobierno argentino que paga 16% por año. A un tipo de cambio actual de \$15,2 la operación es rentable siempre que en octubre de 2017 el dólar no cotice a más de \$17,4. Según el último Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA, en el mercado financiero local se espera un dólar a \$ 17,8 en septiembre de 2017, mientras que según el mercado Rofex sería de \$18. La gran demanda de fondos del exterior indica que **perciben rentabilidad positiva en la inversión en deuda argentina en pesos por al menos un año o, en otras palabras, un**

tipo de cambio inferior a \$17,4 a un año. La acumulación de reservas resultante mantendría aplacadas las expectativas de devaluación al menos hasta las elecciones de 2017, y todo indica que la emisión de dinero asociada se esterilizaría con nuevas Letras del BCRA.

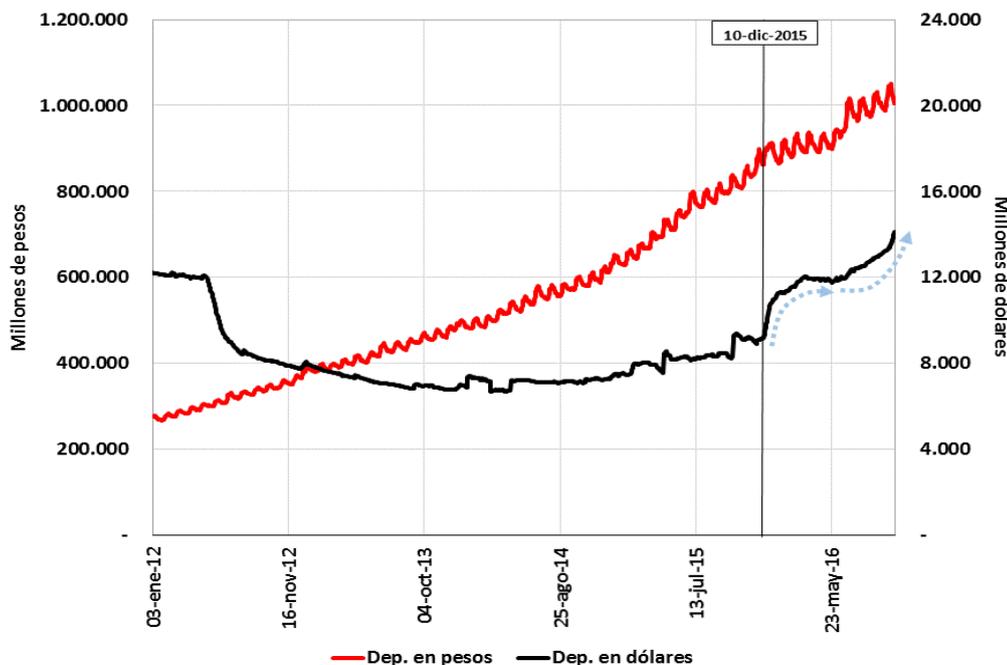
Mientras la inflación supere a la depreciación cambiaria, el gobierno cuenta con dólares baratos para comprar y pagar servicios de deudas en dólares. Sin embargo, el atraso del tipo de cambio respecto de la inflación, torna menos atractivos los bienes locales respecto de sus sustitutos importados. El saldo comercial tiende a deteriorarse, y se mantiene el atractivo de gastos en turismo en el exterior y viajes a otros países para importación de bienes de consumo (fundamentalmente indumentaria, productos electrónicos y otros bienes durables).

4. La “plata dulce” de hoy puede ser la bomba de tiempo para el futuro

En el mercado local, los inversores encuentran aun más atractivas las LEBAC a 35 días que rinden 26,75%. Si en 12 meses se mantiene una inflación levemente inferior al 2% mensual (25,3% anual), apenas si este rendimiento le estaría ganando a la inflación. **Tampoco es una diferencia atractiva respecto del costo promedio de un banco privado por pagar, entre 21% y 22% anual (anual) por depósitos a plazo fijo a 30 días, o 24% anual por préstamo interbancario a 1- 3 días.** No es de extrañar que este escenario sea coherente con tasas activas más altas para los tomadores de créditos en pesos. Por adelantos en cuenta corriente sin acuerdo, en promedio los bancos privados cobraban a fin de septiembre un 62,44% anual. Contra documentos a sola firma: 32,1% hasta 89 días de plazo y 27,9% a plazos mayores. Por descubierro de tarjetas de crédito: **53,84% a personas físicas y 49,90% a personas jurídicas**³. Lo que no se logre vía mayor spread se compensa con el periódico aumento de comisiones por servicios.

Mientras aumente la demanda de depósitos, y en particular de depósitos en pesos, este escenario es sostenible al menos en el corto plazo. Sin embargo, el comportamiento de los depósitos en los bancos privados muestra que desde la segunda quincena de mayo los depósitos en dólares están creciendo a mayor velocidad que los depósitos en pesos. Mientras la oferta de dólares aumenta gracias al endeudamiento externo, los depósitos en dólares de los clientes de los bancos privada local crece a más velocidad que la de depósitos en pesos

GRÁFICO 1: DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN PESOS Y EN DÓLARES (2012-2016)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

³ En todos los casos con una apreciable dispersión entre entidades, y sin sumar comisiones, seguros, y otros conceptos que abultan aún mas la verdadera tasa total que paga el tomador de crédito (el llamado “costo financiero total”).

5. *Implicancias macroeconómicas*

El escenario actual se caracteriza entonces por **ingreso de dólares por la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos que financian exceso de gasto interno (fundamentalmente de un Estado deficitario) y posterior salida de dólares por la cuenta corriente de la balanza de pagos**. Por ahora prevalece el ingreso de dólares y la acumulación neta de reservas internacionales. A posteriori, aumenta el riesgo de que ante cambios en las condiciones locales o del exterior pueda observarse cierta salida de divisas por la cuenta de capital y financiera de inversores que desean realizar sus ganancias y optar por otras alternativas. Si en esa etapa no se instrumentaron reformas que mejoren la competitividad, o si no se expande la demanda agregada en los socios comerciales (hoy en recesión-Brasil- o con desaceleración del crecimiento -China-), el atraso del tipo de cambio real, puede conducir a una salida de reservas internacionales por la cuenta corriente. La pérdida neta de reservas internacionales se lograría detener o bien con nuevo endeudamiento externo, o bien con una suba del tipo de cambio, no necesariamente gradual.

Lo que subyace a este endeudamiento es el expansionismo fiscal que no se diferencia de la administración anterior. Con una economía que está cayendo a una velocidad del 2% interanual (cerraría 2016 con una disminución del PIB de 1,5%), en los primeros 9 meses del año el gasto primario (excluye intereses) del sector público creció 29,8% interanual y los ingresos primarios un 26,2% interanual. Ahora si se toman los ingresos y gastos corrientes, la diferencia es mayor. **Los ingresos corrientes crecieron 27,2% y los gastos corrientes 34,3%.** A su vez, **el déficit de las empresas públicas acumulado en los primeros nueve meses de 2016 ha sido de \$ 31.173,1 M, superando nada menos que en un 79,8% al de igual período de 2015.**

Si bien los mercados financieros parecen creer en las metas de inflación, no parecen analizar si a largo plazo pueden sostenerse o cumplirse en presencia de una política fiscal tan expansiva como la del gobierno anterior, y frente a inflación todavía latente por suba de tarifas públicas y salarios atrasados.

En el corto plazo la herramienta de estabilización es el ancla cambiaria junto a la suba de tasas de interés. Pero si bien esta última permite atraer capitales en el corto plazo, sin una baja abrupta de la inflación, deteriora la competitividad. No es por casualidad que sigue sin cesar la demanda de divisas para viajes al exterior a realizar compras de bienes que en moneda homogénea son más baratos que en Argentina.

Resta entonces mantener la esperanza de los “brotes verdes” de inversión privada, pero **si la rentabilidad, neta de impuestos, de proyectos de inversión es inferior a la de la especulación con títulos de deuda o con el “carry trade” entre dólar y pesos, sólo resta confiar en la aceleración de los demorados proyectos de inversión pública.** Si no hay fondeo privado barato y accesible, el Gobierno deberá entonces tomar nueva deuda de organismos multilaterales de crédito. Aun con baja inflación, sin crecimiento económico, ni creación de empleo, resultará difícil revertir el escenario de estanflación y esperar una victoria electoral del oficialismo en las elecciones legislativas del año próximo.

Resolver este problema exige un programa de medidas que permita lograr esa reactivación de la inversión, y convencer a inversores locales y extranjeros que este festival de endeudamiento público es transitorio, y que la incipiente reactivación de la inversión (si es que ya estuviera iniciándose) va a ser permanente.

RENDIMIENTOS Y TIPO DE CAMBIO IMPLÍCITO EN LOS TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA

Gustavo Martín

La información que brindan los precios de los bonos en el mercado local tiene importantes diferencias con las expectativas de los analistas del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA (REM). Esto indica que, o bien existen desarbitrajes, o bien el BCRA no estaría considerando toda la información necesaria para tomar decisiones de política monetaria.

1. *Extrayendo información de los bonos argentinos*

El mercado de bonos soberanos argentinos se encuentra activo como no se había visto desde la crisis de 2001, tan solo este año el gobierno nacional colocó deuda por US\$ 24.000M, \$50.0930M⁴ a los que se agregan unos US\$ 6.000 de gobiernos provinciales (incluida la Ciudad de Buenos Aires). De esta manera, la variedad de especies y denominaciones permite realizar algunas inferencias acerca de lo que “el mercado” estaría suponiendo acerca de inflación y devaluación en el futuro.

Si bien no se hará un análisis exhaustivo con cada bono se tomarán algunos ejemplos representativos con precios de cierre al viernes 14 de octubre. En primer lugar, el BONAR X con vencimiento en abril de 2017, es un bono que paga cupones semestrales y amortización al vencimiento en dólares. Al cierre del viernes el rendimiento de este bono es de 2,47% al vencimiento y le restan 188 días para su vencimiento. Si se toma como parámetro la curva de LEBAC del Banco Central, se deriva que una tasa equivalente de una Letra del Banco⁵ al mismo vencimiento rendiría 24,33%; y tomando las LEBAC que se comercializan en el mercado secundario, a este plazo el rendimiento sería de 24,18%.

De este modo, al arbitrar el BONAR X contra una LEBAC de igual vencimiento,⁶ que la devaluación esperada a abril de 2017 es aproximadamente de 21,78%.

Esta expectativa traducida al valor del peso deriva en un tipo de cambio vendedor del Banco Nación (BNA) de 18,63 y en un mayorista de 18,36, lo que resulta \$1,55 por encima del tipo de cambio mayorista futuro del ROFEX al 30 de abril de 2017 cuyo cierre del viernes 14 de octubre de este año marcó un precio de 16,81 pesos por dólar. Asimismo, el tipo de cambio resultante minorista es superior a lo que la mediana y el promedio de las expectativas del REM (18,4 y 18,5 respectivamente) indican para final de 2017. Entonces, existe una diferencia entre lo que estiman los analistas y lo que el mercado asume para invertir su dinero.

En segundo lugar, realizando el mismo cálculo con un bono ligado al dólar, los conocidos como dólar linked, y usando el BONAD 17 con vencimiento al 22 de febrero de 2017, que rinde 4,19% con los precios de cierre al viernes 14 de octubre de este año, la devaluación resultante es de 21%. El tipo de cambio resultante esperado sería de 18,51 para el minorista BNA vendedor y de 18,25 para el mayorista. Este resultado todavía se aleja del tipo de cambio del dólar futuro ROFEX que para finales de febrero de 2017 cotizó el día viernes 14 de octubre de este año a 16,38.

Así, cabe preguntarse si existe algún tipo de desarbitraje en los mercados futuros de moneda contra el de bonos. Una respuesta probable es que dado que inversores extranjeros buscan ganancias en pesos dada la alta tasa ofrecida por las LEBAC (que es mayor a la que se financian en el extranjero) superior a la devaluación esperada por ellos mismos (este tipo de operaciones se conoce como *carry trade*), el mercado local de bonos estaría ajustando por la alta demanda de letras para ser más atractivo.

Por caso, una situación en la que un inversor extranjero haya invertido US\$ 100 en LEBAC el 11 de octubre de este año con vencimiento en marzo de 2017 habría hecho la siguiente operación:

⁴ Según datos de la Subsecretaría de Financiamiento del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas al 31 de julio de 2016.

⁵ Dado que no existe una LEBAC con el mismo vencimiento se aproximó el rendimiento mediante una regresión logarítmica de la curva de LEBAC de la última licitación del BCRA y con datos del MAE para LEBAC en el mercado secundario que hayan tenido un precio representativo el día viernes 14 de octubre.

⁶ *Ibíd.* Ídem anterior.

USD a inicio de la operación	USD 100,0
Tipo de cambio al 11-oct-16	\$ 15,1860
Pesos a invertir en LEBAC	\$ 1.518,6
Rendimiento LEBAC al 15-mar-17	24,7%
Pesos al 15-mar-17	\$ 1.681,5
Tipo de cambio promedio mar-17 según mediana del REM	\$ 16,6
USD al 15-mar-17	USD 101,3
Rendimiento bruto en USD	1,3%
Rendimiento bruto anualizado	16,7%

No obstante, ambos bonos, los rendimientos del BONAR X y del BONAD 17 parecen ser consistentes en la devaluación esperada, 21,78% y 21% respectivamente. Lo que permite suponer que al menos los bonos sí se encuentran arbitrados.

Finalmente, los bonos también ofrecen información acerca de la inflación esperada por el mercado. En este caso, se toma el BOGAR 18 que es un bono que cotiza en pesos y su rendimiento depende del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) que está ligado a la inflación pasada, y cuyo vencimiento es el 4 de febrero de 2018, y rinde 3,87% al cierre del viernes 14. De esta manera, extrapolando la curva de LEBAC para obtener una tasa de rendimiento a un año, la inflación implícita, al comparar los rendimientos de dichos instrumentos, es de 19,53% anual a octubre de 2017. Dicha inflación anual es, a su vez, inferior a la esperada por la mediana del REM para todo 2017 y para septiembre de 2017 (20% y 21,3% respectivamente).

Así, se observa que existe una diferencia importante entre lo que los analistas del REM estiman y lo que el mercado de renta fija asume a la hora de colocar su dinero. Cabe preguntarse entonces si el BCRA hace bien en tomar las respuestas de los analistas en el relevamiento o si debería hacer una lectura más profunda de lo que esperan los inversores en el mercado de renta fija soberana.

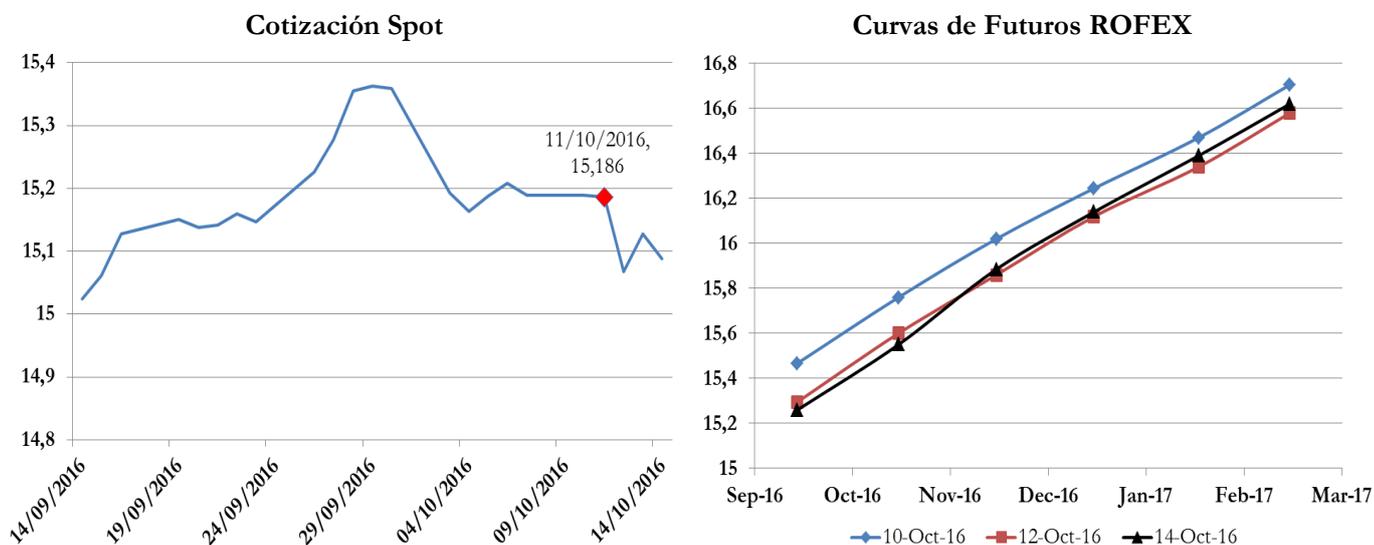
2. *El Señor de las Tasas*

En el comunicado de política monetaria del 11 de octubre de este año, el BCRA dice textualmente que “Más allá del claro proceso de desinflación materializado durante los últimos meses, las expectativas de inflación para el año 2017 del Relevamiento de Expectativas de Mercado llevado adelante por el BCRA se ubican tres puntos por encima de la cota superior de la meta establecida del 12% al 17%. Por ello, para consolidar la desinflación ya ocurrida este año y avanzar en el proceso de convergencia de las expectativas de inflación de 2017 hacia las metas anunciadas, el Banco Central decidió mantener su tasa de política monetaria, la LEBAC a 35 días, en 26,75% y dejar inalteradas sus tasas de pases”.

De esta manera, el BCRA mantuvo por tercera semana consecutiva la tasa de política monetaria. Ahora bien, semejante acción llevó a que los operadores de mercado ajusten también sus previsiones de tasas de interés lo que llevó a movimientos en el mercado de cambios, al mantener una tasa en pesos atractiva, la cotización del dólar spot y a futuro cayó⁷.

⁷ La subida y luego caída previa que se observa en el gráfico entre las fechas 24 de septiembre y 4 de octubre tuvo que ver con la variación en las liquidaciones de exportaciones agrícolas.

GRÁFICO 2: COTIZACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO SPOT Y CURVA DE FUTUROS ROFEX



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y Rofex.

De esta manera, según los precios de cierre del ROFEX al viernes 14 de octubre de este año, el mercado espera que el tipo de cambio a diciembre de 2016 sea inferior a lo esperado por la mediana del REM mientras que para enero, febrero y marzo de 2017 prácticamente coincide:

	ROFEX	Mediana REM
Dic-16	15,91	16,00
Ene-17	16,16	16,20
Feb-17	16,38	16,40
Mar-17	16,60	16,60

Entonces, estos resultados llevan a suponer que el BCRA al tomar las expectativas del REM para la toma de sus decisiones, genera ruido en el mercado de cambios lo que a su vez estimula las operaciones de *carry trade* y los desarbitrajes con los bonos locales anteriormente mencionados.

Por lo tanto, quizás resulte útil para las autoridades del Banco ampliar el espectro de información que utiliza con los datos que provee el mercado para las decisiones de política monetaria y su posterior comunicación.

PANORAMA INTERNACIONAL

CON LA MIRA MÁS EN DICIEMBRE QUE EN NOVIEMBRE

Jorge Viñas

En EE.UU., la consolidación de Hilary Clinton al frente de las encuestas de cara a las elecciones presidenciales del 8 de noviembre aleja la amenaza que representa el discurso populista y proteccionista de Donald Trump. En ausencia de nuevas “sorpresas”, el foco de atención volverá a la Fed, que parece encaminarse a una suba de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales en la reunión de diciembre. Mientras tanto, persiste un creciente debate en los principales bancos centrales respecto a la conveniencia de mantener los estímulos monetarios extraordinarios.

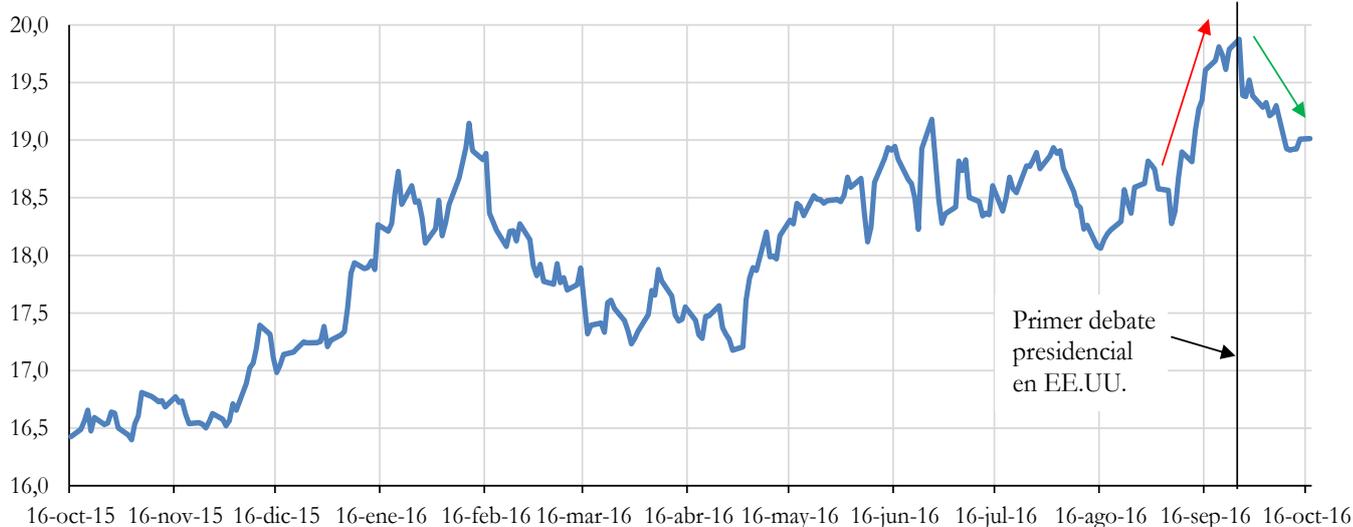
1. Clinton se consolida en las encuestas

A tres semanas de las elecciones presidenciales en EE.UU., las debilidades de la campaña de Donald Trump y la aparición de audios y acusaciones de maltrato del candidato republicano hacia las mujeres, están inclinando la balanza en favor de la candidata demócrata Hilary Clinton. Mientras Trump enfrenta deserciones en las propias filas del Partido Republicano, las últimas encuestas muestran una ampliación de la ventaja de Clinton a 11 puntos, 48% a 37%⁸. Hace algunas semanas atrás, algunas encuestas habían llegado a arrojar tan solo 2 puntos de ventaja para Clinton.

La tendencia reciente de las encuestas trae alivio frente a la amenaza que representa Donald Trump para la economía global a partir de sus posturas proteccionistas. Un ejemplo claro de la percepción de una menor probabilidad de triunfo de Trump en los mercados financieros es el comportamiento de la cotización del peso mexicano frente al dólar. Siendo México el país más perjudicado en caso de que las posturas proteccionistas y xenófobas del candidato republicano se lleven a la práctica, la moneda del país azteca había sido fuertemente castigada en los momentos en que Trump crecía en las encuestas y presentaba buenas perspectivas para revertir la desventaja. Luego del primer debate entre los candidatos presidenciales, que marcó un punto de inflexión en la tendencia electoral ante la pobre performance de Trump, también se advierte una reversión en la tendencia hacia la depreciación en la que había entrado el peso mexicano (véase el gráfico 3).

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DEL PESO MEXICANO FRENTE AL DÓLAR EN EL ÚLTIMO AÑO

Pesos mexicanos por dólar



Fuente: Elaboración en base a datos de Bloomberg

⁸ Encuesta publicada por *Wall Street Journal/NBC News* el domingo 16 de octubre.

Sin embargo, diversos factores llevan a que la incertidumbre no se despeje totalmente, y muy probablemente no lo haga hasta que se conozca el resultado definitivo. Por un lado, el fracaso rotundo del poder predictivo de las encuestas en contiendas electorales resonantes en los últimos tiempos, impone un manto de duda respecto a la posibilidad de nuevas sorpresas. Las reverberaciones por el inesperado triunfo del Brexit en el plebiscito británico en junio todavía se sienten con fuerza. Más recientemente, el rechazo del Acuerdo de Paz en Colombia, cuando las encuestas anticipaban el triunfo del Sí, es otro ejemplo de la desconfianza que despiertan las encuestas en la actualidad.

Por otro lado, las noticias respecto a rupturas y deserciones en el seno del Partido Republicano son una nueva fuente de preocupación, ya que podría preanunciar un triunfo contundente del Partido Demócrata que altere el balance de poder de los últimos años.

En efecto, un triunfo aplastante de Hilary Clinton que le otorgue a su partido también el control del Senado, podría facilitar la implementación plena de la plataforma demócrata, que también tiene un tinte proteccionista. Desde la perspectiva de la promoción del comercio internacional y una mayor integración económica global, el mejor resultado posible de las elecciones de EE.UU. es que se mantenga el *status quo*, con el Partido Demócrata en la Presidencia pero sin control del Congreso.

2. *La Fed se prepara para una suba de tasas en diciembre, mientras crece el debate monetario.*

Si bien prácticamente nadie espera que la Fed adopte algún cambio de su política monetaria en la reunión de noviembre, las probabilidades de que en la reunión de diciembre decida retomar el proceso de suba de tasas de interés iniciado exactamente un año atrás están en aumento.

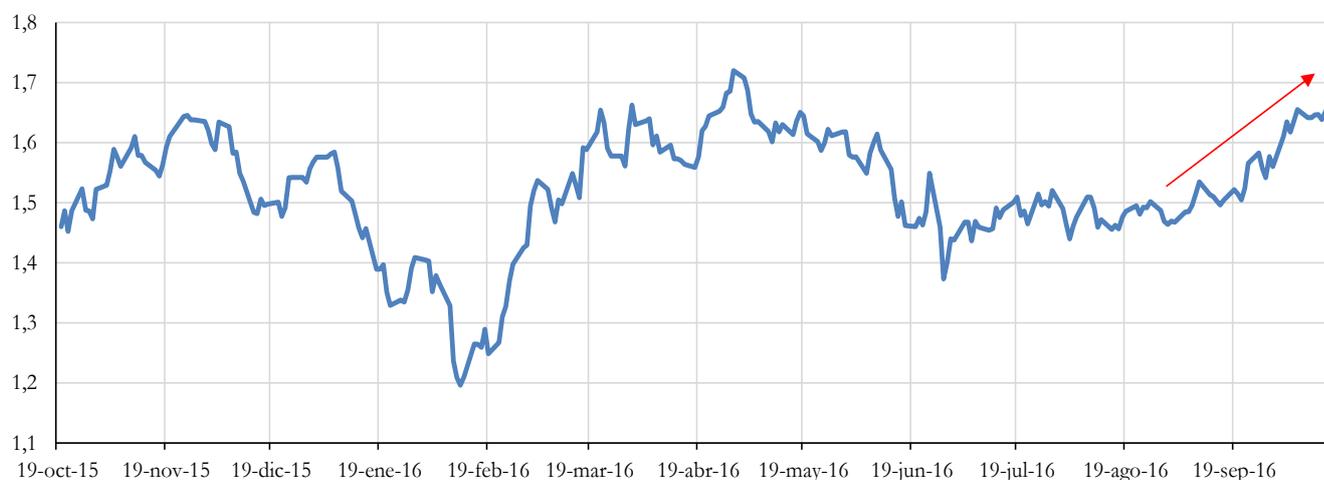
Las razones por la que es altamente improbable que dicha decisión se adelante a noviembre son dos: 1) **la tradición de la Fed de no interferir en el proceso electoral**, evitando realizar ajustes en su política monetaria en fechas cercanas a las elecciones, salvo que las condiciones económicas lo tornen impostergable; y 2) **no se advierte ninguna señal que imponga a la Fed la urgencia de actuar.**

En cambio, para la reunión de diciembre varios factores se conjugan para que una suba de tasas sea probable, a tal punto que la probabilidad de una suba en diciembre, implícita en la valuación de mercado de los futuros de Fondos Federales, aumentó de 40% a mediados de septiembre al 66% al 14 de octubre:

- a) **los datos recientes de la economía EE.UU.**, si bien no apuntan a una aceleración del crecimiento que sea para destacar, mantienen un tono firme especialmente en el mercado laboral y en la demanda interna, lo que justificaría retomar el proceso de normalización de la política monetaria. Entre ellos, se destaca la creación de empleo de septiembre, que ascendió a 154.000 nuevos puestos, cercano al promedio de los últimos 6 meses de 169.000, lo que no refleja ninguna desaceleración significativa, a pesar de que el desempleo se mantiene en el 5,0%, muy cerca del piso del ciclo actual del 4,9%. Otro dato importante desde la perspectiva de la demanda interna fue el de ventas minoristas de septiembre, que registraron una sólida expansión mensual del 0,6%, recuperándose con creces de la caída del 0,2% del mes anterior.
- b) **la recuperación exhibida por el precio del petróleo**, que a principios de octubre alcanzó el máximo del año en 51,6 u\$/barril para la cotización del WTI, apuntalado por las expectativas de que la OPEP alcance un acuerdo para reducir los topes de producción de los países miembro⁹, desactiva el principal factor desinflacionario de los últimos años. Esto se refleja en un incipiente repunte de las mediciones financieras de expectativas inflacionarias, como la inflación implícita en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU (véase el gráfico 4)

⁹ El comportamiento del precio de los commodities se analiza en detalle en otro artículo de este número del IEM.

GRÁFICO 4: EE.UU.: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN IMPLÍCITA EN LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS
Diferencial de rendimiento entre el bono a tasa fija y el bono ajustable por inflación a 10 años (en porcentaje anual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

- c) **las declaraciones recientes de varios miembros de la Fed**, dejando entrever su creciente incomodidad con el mantenimiento de las tasas de interés en niveles extremadamente bajos, y su inclinación a retomar el proceso de suba de tasas más temprano que tarde.

Respecto a este último punto, las minutas de la reunión de la Fed de septiembre publicadas el 12 de octubre resultan bastante ilustrativas, destacando que “varios miembros habían pedido considerar una suba de tasas” en esa misma reunión de septiembre. Aunque finalmente se terminó imponiendo la mayoría que prefería “esperar a contar con más información” que respalde la conveniencia de una suba de tasas antes de actuar. Como se acaba de señalar, la información recibida desde entonces estaría avalando la conveniencia de una suba de tasas.

Sin embargo, el discurso de la Presidente de la Fed, Janet Yellen, del viernes 14 de octubre volvió a insistir sobre las ventajas de mantener los estímulos monetarios aun en el caso de que la economía muestre síntomas de recalentamiento. Si bien reconoció las potenciales consecuencias negativas de mantener los estímulos monetarios por demasiado tiempo, siendo la inflación y la inestabilidad financiera las principales, resaltó que hay “formas plausibles de justificar una política de “alta presión” para reducir los riesgos de recaer en recesión”. Una vez más, queda expuesta la división de posturas y el debate en el seno de la Fed, entre los miembros que se encolumnan detrás de la Presidente y aquéllos que hacen énfasis en las consecuencias negativas y la creciente ineffectividad de los estímulos monetarios.

Este debate no está presente sólo en la Fed, sino que también se manifiesta en otros bancos centrales como el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ). En ambos casos, en cuyas economías la inflación se mantiene por debajo de las metas oficiales, **aparecen cuestionamientos respecto a si la forma adecuada de enfrentar la falta de reacción de la inflación a la inyección de liquidez mediante compra de activos y a las tasas negativas, es con mayores dosis de la misma receta, o si está llegando la hora de cambiar de estrategia.**

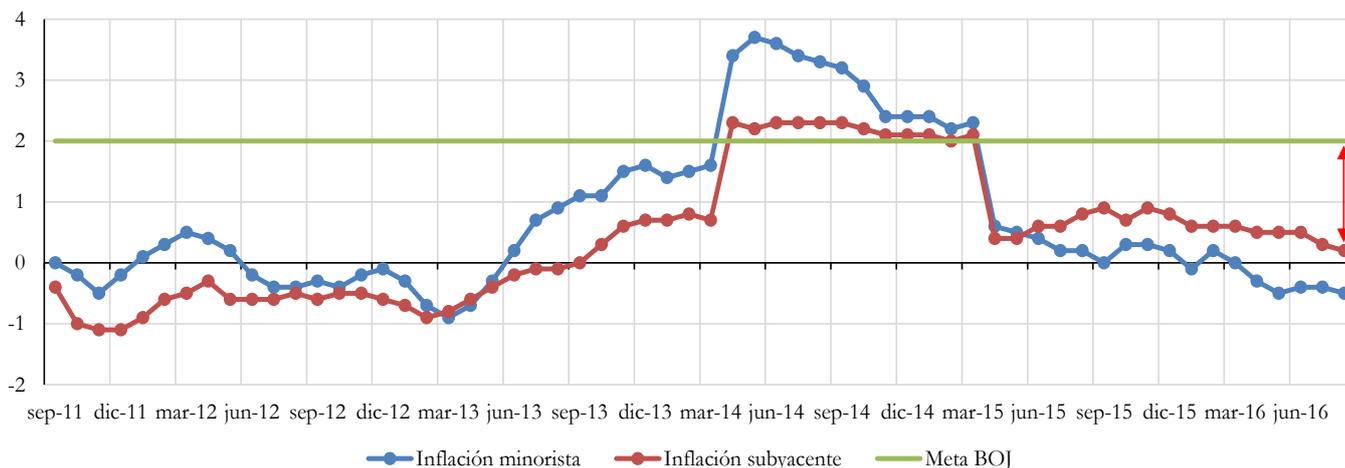
En el caso del BCE, a principios de octubre surgieron **rumores de que su Presidente, Mario Draghi, estaba realizando consultas respecto a la posibilidad de iniciar el *tapering* de las compras de activos por 80.000 M de euros mensuales cuando venza el programa vigente en marzo de 2017, contra las expectativas prevalecientes que apuntaban a que iba a anunciar una extensión del programa hasta fines de 2017.** Si bien tales rumores fueron desmentidos, las dudas respecto a la posibilidad de que el programa de compra de activos no sea extendido plenamente quedaron instaladas. La próxima reunión del BCE el 20 de octubre y la posterior conferencia de prensa de Draghi servirán para determinar hasta el punto en que estas dudas están justificadas.

En el caso del BOJ, a pesar de que la inflación tanto a nivel general como en la medición subyacente, se aleja cada vez más de la meta oficial de 2% (véase el gráfico 5), no se advierte ningún apuro por redoblar las medidas de estímulo, tras el reciente cambio del instrumento elegido para la conducción de la política monetaria, desde el crecimiento

de la base monetaria a la tasa de interés. Si bien la receta vigente indicaría que el BOJ debería llevar la tasa de interés de referencia a terreno aún más negativo desde el -0,10% actual, la falta de voluntad de avanzar en este sentido estaría reflejando los temores por los efectos contraproducentes de las tasas negativas, en especial sobre el normal funcionamiento y la rentabilidad del sistema financiero.

GRÁFICO 5: JAPÓN: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

Variación Interanual (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

3. Atención a los factores de riesgo externos

Los riesgos globales han jugado un papel de creciente importancia en la toma de decisiones de la Fed. El temor al contagio financiero de crisis originadas en el resto del mundo y las consecuencias negativas de la apreciación exagerada del dólar para los sectores transables estadounidenses, aparecen como las razones principales del nuevo rol central de los factores externos, algo que hasta antes de la gran crisis financiera de 2008-2009 no parecía tener tanta relevancia para la Fed.

En los últimos años se han acumulado varios ejemplos en los que la Fed postergó decisiones de suba de tasas como consecuencia de las turbulencias externas. Entre los más recientes, dos casos corresponden a perturbaciones originadas en China (agosto de 2015 y principios de 2016) y el restante en Europa, luego del shock que provocó el Brexit en los mercados financieros en junio de 2016. Ocurre que nuevamente, tanto China como Europa vuelven a presentar algunos nubarrones en el horizonte.

China ha permanecido llamativamente durante varios meses fuera de los radares de los inversores internacionales, mucho más concentrados en eventos como el Brexit o las elecciones en EE.UU. Las medidas de estímulo adoptadas por el gobierno chino entre fines de 2015 y los primeros meses de 2016, alcanzaron para estabilizar el crecimiento económico en torno al 6,5% en el corto plazo, alejando los temores a un *hard landing*. Del mismo modo, el yuan que se había depreciado con fuerza a fines de 2015 y principios de 2016, había entrado en un rango de relativa estabilidad, solo interrumpida transitoriamente en los días siguientes al plebiscito británico, cuyo resultado provocó zozobras financieras a nivel global y repercutió en la depreciación de la mayoría de las monedas de países emergentes frente al dólar.

Sin embargo, desde principios de octubre, vuelve a percibirse a China como fuente de incertidumbre e inestabilidad potencial para la economía global. El dato de intercambio comercial de septiembre, que volvió a registrar descensos importantes tanto en exportaciones como importaciones, encendió las luces amarillas que se intensificaron por el nuevo escalón alcista en el tipo de cambio, que lo llevó a un nuevo máximo de 6,73 yuanes por dólar el 14 de octubre, acumulando una depreciación de más del 1% en la última semana. Los episodios anteriores de depreciación en agosto de 2015 y enero de 2016, coincidieron con momentos de turbulencia financiera global.

En términos más fundamentales, el hecho de que el gobierno haya tenido que recurrir a políticas de estímulo monetario y fiscal para sostener el crecimiento económico ha llevado a que **reaparezcan los temores por los excesos en algunos sectores que el gobierno estaba intentando corregir, especialmente en el sector financiero y en el sector inmobiliario.** Por el lado del sector financiero, el relajamiento de los controles crediticios, ha llevado nuevamente a generar **preocupación por el nivel de incobrabilidad en el sistema bancario, así como a los riesgos y las pérdidas ocultas en el sistema financiero paralelo no registrado** (*shadow banking system*) cuya magnitud es una incógnita¹⁰. Por el lado del sector inmobiliario, los precios de los inmuebles han empezado a subir con fuerza otra vez, lo que vuelve a alimentar los riesgos de burbuja.

En el caso de **Europa**, el Brexit sigue presente como factor potencialmente disruptivo, aun cuando el impacto inicial haya sido mucho más suave a lo que se temía. Un par de sucesos recientes volvieron a agitar la relativa calma e instalar el Brexit como factor de riesgo central para la economía del Reino Unido en especial y de Europa en general. En primer término, en la convención anual del Partido Conservador a principios de octubre, la Primer Ministro Theresa May anunció que invocará el artículo 50, requisito primordial para abandonar la UE, antes de marzo de 2017. Esto echó por tierra con las esperanzas de que tal decisión pueda postergarse indefinidamente. En segundo lugar, el presidente del Consejo Europeo Donald Tusk en un discurso del 13 de octubre, les advirtió a los británicos que la única alternativa al “Brexit duro” es que no haya Brexit¹¹, es decir que **descarta la alternativa de que el Reino Unido continúe teniendo acceso preferencial al mercado común europeo.**

Como consecuencia, la libra esterlina que había conseguido estabilizarse por encima de 1,30 dólares por libra, **sufrió nuevamente una abrupta desvalorización de casi un 10% adicional hasta 1,21 dólares por libra, acumulando casi un 20% de depreciación desde el día del plebiscito.** Contra el euro sufrió una depreciación de magnitud similar. Hasta el momento no hay ningún efecto adicional ni contagio a otros mercados, pero las esperanzas de que el Brexit finalmente no tendría las consecuencias negativas temidas originalmente, empiezan a diluirse, mereciendo un atento seguimiento.

Pero en Europa surge otro evento político capaz de provocar perturbaciones. Se trata del plebiscito constitucional convocado en Italia para el 4 de diciembre. Si bien el tema de la consulta es netamente de política interna, ya que apunta a modificar las atribuciones constitucionales del Senado para reducir su poder, el resultado puede tener consecuencias significativas más allá de las fronteras italianas.

Esto se debe a que el Primer Ministro **Matteo Renzi** ha tomado el plebiscito como su bandera personal, lo que implica que en caso de que la iniciativa sea rechazada pondría fin a su gobierno. En ese caso, debería convocarse a nuevas elecciones generales, lo que podría abrirle la puerta de acceso al Gobierno del Movimiento Cinco Estrellas (M5E) del cómico **Beppe Grillo**, de tendencia abiertamente antieuropea.

Si bien se puede argumentar que la plataforma antieuropea no necesariamente sería ejecutada fielmente en caso de que el M5E llegue al poder, como muestra el ejemplo del partido griego Syriza del Primer Ministro Alexis Tsipras, un eventual Gobierno de Beppe Grillo asestaría un duro golpe a la sustentabilidad del proyecto de integración europea. Hasta ahora, las encuestas muestran un leve sesgo para el “no”, dentro de un marco general de paridad. En la medida en que se acerque la fecha del plebiscito y el “sí” no consiga establecer una clara tendencia favorable, y al mismo tiempo el M5E se muestra con posibilidades de triunfo, el nerviosismo irá en aumento.

¹⁰ Véase Rubini, Héctor, “¿De la crisis subprime de EE.UU. a la de China?”, *Diario El Economista*, Buenos Aires, 19 de septiembre de 2016, pág. 21. <http://www.economista.com.ar/2016-09-de-la-crisis-subprime-de-ee-uu-a-la-de-china/>

¹¹ “The only alternative to “hard Brexit” is “no Brexit...”

COMMODITIES: VUELVEN A CAER

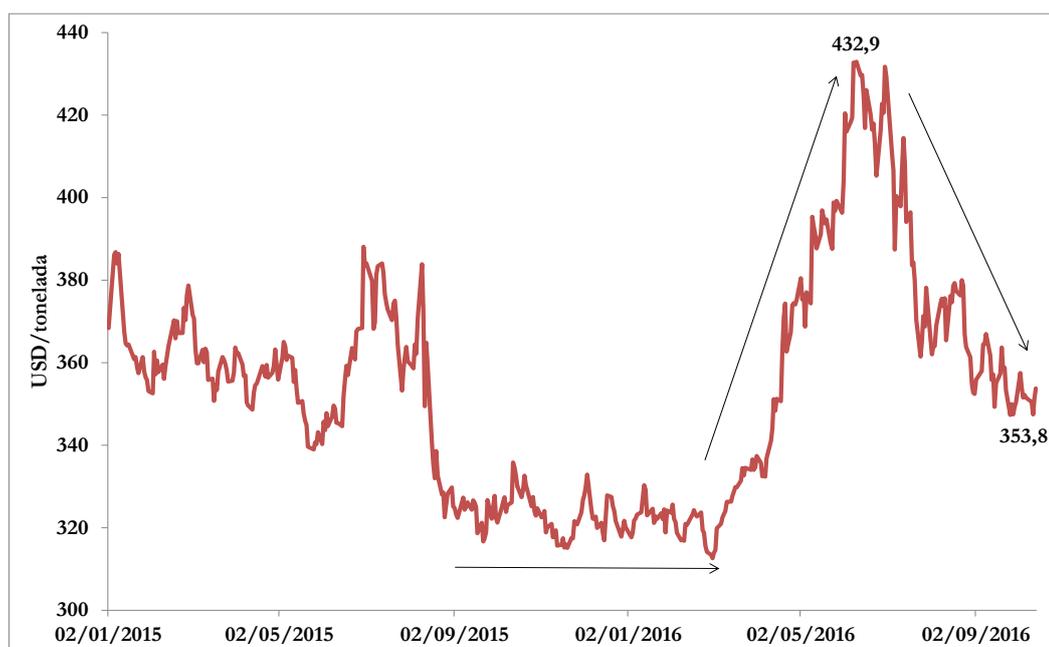
Eloy Aguirre

Los precios internacionales de los commodities volvieron a caer luego de la recuperación del primer semestre de 2016. La baja de los precios de cereales y oleaginosas se debió principalmente a los altos rendimientos en EEUU. En el caso del petróleo la sobreoferta redujo su cotización, pero en septiembre los países de la OPEP acordaron reducir la producción en 87,5 M a 86,6 M de barriles diarios para sostener su precio de mercado. A su vez, los precios de los metales descendieron por la debilidad de la demanda mundial, principalmente de China.

1. Mercado de granos y oleaginosas

Durante el primer semestre del 2016 los datos del mercado internacional de precios de granos y oleaginosos parecían indicar una fuerte recuperación de estas commodities. Esta situación cambió a partir del segundo semestre del año 2016, los precios internacionales descendieron debido al crecimiento de la oferta, la revalorización del dólar luego del Brexit y el buen clima (lluvias en agosto) que contribuyó a la fuerte mejora de los rindes en EEUU. El gráfico 6 presenta la evolución del precio internacional de la soja entre enero de 2015 y el último dato de octubre del 2016.

GRÁFICO 6: PRECIO INTERNACIONAL DE LA TONELADA DE SOJA. ENERO 2014 – OCTUBRE 2016



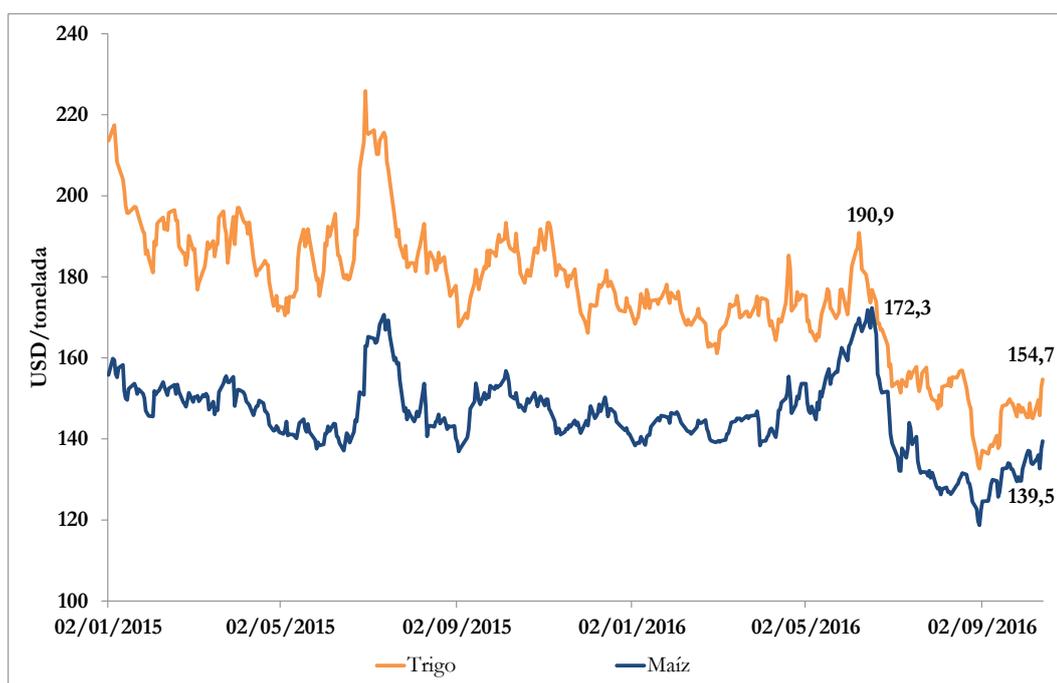
Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Se puede observar que entre septiembre del año 2015 y febrero del 2016 el precio internacional de la soja se movió en torno a los USD 320/ tn sin perforar el piso de USD 310/ tn. A partir de marzo de 2016 comienza un fuerte crecimiento donde aumentó el precio un 38% alcanzando a fines de junio los USD 433/ tn. **A partir del segundo semestre comienza el descenso hasta los USD 353/ tn, cayendo un 18% y formando un piso alrededor de USD 350/ tn.** El último informe del Departamento de Agricultura de EEUU (USDA)¹² proyecta una producción mundial de soja de 333 M de toneladas para la campaña 2016/2017, apenas 20 M de toneladas más que en la campaña 2015/2016. Las proyecciones para 2016/2017 señalan a EEUU con una producción de 116,18 M de tn, Brasil 102 M de tn y Argentina 57 M de tn. Esto indicaría una mejora de 10 M de tn en la producción de soja de EEUU, 5,5 M de tn para Brasil y 200.000 toneladas para Argentina. El stock mundial de soja proyectado a octubre de 2016 es de 75,5 M de tn y el ratio consumo/stock ronda el 25%.

¹² World Agricultural Supply and Demand Estimates. Oct. 2016

La demanda de soja de China se espera que siga creciendo, pero a menor velocidad que la oferta. Según USDA el crecimiento de la demanda de importación de soja desde China aumentaría 3,5 M de toneladas en la campaña 2016/2017 respecto a la campaña anterior, un 4,2%. China mostró un crecimiento económico del 7,3% interanual en el segundo trimestre de 2016, mejorando el 7,1% del primer trimestre y de a poco consolida su recuperación, sin presentar sobresaltos para la demanda de commodities y sus precios internacionales. En este caso la volatilidad futura del precio internacional de la soja dependerá de la oferta mundial. Por el momento la producción viene firme en EEUU, pero las posibles 159 M de toneladas de soja entre Brasil y Argentina todavía no fueron sembradas en su totalidad y cualquier vicisitud climática que modifique sustancialmente las estimaciones de producción impactaría en la volatilidad de los precios internacionales.

GRÁFICO 7: PRECIO INTERNACIONAL DEL MAÍZ Y TRIGO. ENERO 2015 – OCTUBRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

En cuanto a los cereales, concretamente maíz y trigo, los precios internacionales reaccionaron igual que en el caso de la soja, disminuyendo fuertemente a partir del segundo semestre de 2016. El gráfico 7 muestra la evolución de los precios internacionales del maíz y el trigo. Los precios internacionales del maíz y del trigo cayeron 19% entre el pico de junio y el precio del 14 de octubre. Tuvo un fuerte impacto la cosecha record de maíz en EEUU debido a las excelentes condiciones climáticas en las zonas productoras.

Según las proyecciones del último informe de USDA, la producción mundial de trigo alcanzaría en 2016/2017 las 744,85 M de tn y un stock mundial de 240 M de tn. En la India se proyectan 90 M de tn de producción, para Rusia 72 M de tn, EEUU 62,86 M de tn, Canadá 31,5 M de tn, Australia 28,3 M de tn, Ucrania 27 M de tn, Paquistán 25,3 M de tn y Argentina 14,4 M de tn. En todos los casos mejoraría la producción respecto de la campaña anterior. Se puede decir que hay y habrá una abundante oferta de trigo en el mundo. En cuanto a las estimaciones de demanda por importaciones, el total proyectado asciende a los 169,9 M de tn, igual a la campaña anterior. Por consiguiente, continuará descendiendo el precio internacional del trigo.

En el caso del maíz la proyección de USDA para la producción mundial asciende a 1.025,7 M de tn para la campaña 2016/2017, estimando un crecimiento de 66 M de tn más que la campaña anterior. Dadas las proyecciones el stock mundial de maíz llegaría a los 210 M de tn. La producción de EEUU ascendería a 382,48 M de tn, en Brasil 83,5 M de tn y en Argentina 36,5 M de tn. En todos los casos la producción aumenta considerablemente. La demanda internacional de importaciones de maíz se incrementaría en 3,3 M de toneladas. El principal demandante mundial de

maíz es China, según las proyecciones de USDA sus importaciones ascenderían a 159 M de tn, incrementando en 5,5 M sus compras pasadas. En definitiva, de confirmarse las proyecciones el precio internacional del maíz continuaría descendiendo a un ritmo lento por el efecto del crecimiento estimado de la producción mundial de maíz.

2. Petróleo

El pasado 28 de septiembre en Argelia se reunieron los países de la OPEP¹³ y **acordaron reducir la producción de petróleo a 33,4 M a 32,5 M de barriles diarios (b/d) para sostener el precio del crudo**. Según el último informe de la OPEP¹⁴ la producción de los países que no pertenecen a la OPEP asciende actualmente a los 54,1 M de modo que **la decisión de la OPEP reduciría la producción mundial de 87,5 b/d a 86,6 M de b/d**. Por su parte, la oferta global de crudo en el tercer trimestre de 2016 fue en promedio 95,65 M de b/d, mientras que la demanda mundial de crudo para el mismo período alcanzó 95,15 M b/d. La diferencia de 0,5 M de b/d (oferta mayor a demanda) es **todavía inferior a la reducción acordada por los países de la OPEP**.

GRÁFICO 8: PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO BRENT. ENERO 2015 – OCTUBRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

La sobreoferta produjo una fuerte caída entre mayo de 2015 y febrero de 2016. La recuperación (rebote) del precio en el primer semestre de 2016 se debió a diversos cortes de suministros que redujeron temporariamente la oferta de crudo. A partir de junio de 2016 el precio internacional del crudo osciló alrededor de los USD 48 el barril mostrando un piso de USD 40 el barril. Las proyecciones de la OPEP indican que para el año 2017 la demanda mundial alcanzaría los 95,56 M de b/d, la oferta de países que no pertenecen a la OPEP sería 62,97 M de b/d, por lo tanto, para cubrir la demanda los países que pertenecen a la OPEP¹⁵ deberían producir 32,59 M de b/d, cercano al acuerdo establecido en Argelia. El principal objetivo de los países miembros de la OPEP es detener la volatilidad del precio del crudo, que afecta el crecimiento de la economía mundial, por tal motivo la decisión de reducir la producción de petróleo pretende generar una senda de crecimiento estable del precio internacional del crudo. El resultado dependerá de la demanda sostenida, la variación del stock y de la solidez del acuerdo de Argelia.

¹³ Organización de Países Exportadores de Petróleo.

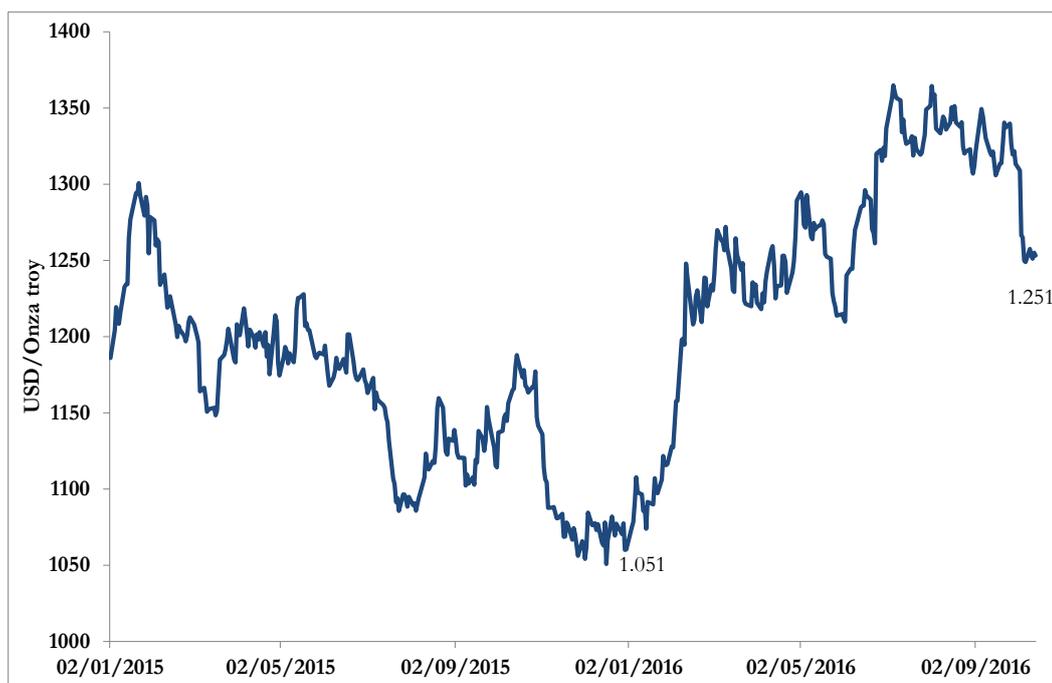
¹⁴ *Monthly Oil Report*. Oct. 2016

¹⁵ Los países que actualmente pertenecen a la OPEP son los siguientes: Angola, Arabia Saudita, Argelia, Emiratos Árabes Unidos, Ecuador, Indonesia, Iran, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar y Venezuela

3. Metales

Luego del Brexit el precio internacional del oro superó la barrera de los USD1.300 la onza troy y alcanzó los USD 1.365 la oz troy en julio de 2016. El oro funciona como resguardo ante crisis globales, inestabilidad política internacional y alta volatilidad de los mercados financieros.

GRÁFICO 9: PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO. ENERO 2015 – OCTUBRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

El gráfico 9 muestra la evolución del precio internacional del oro entre enero de 2015 y octubre 2016. Se puede observar el fuerte incremento entre enero y julio de 2016, a partir de ese mes el precio se mantiene y disminuye en octubre de 2016. Luego del Brexit con el consecuente cimbronazo en los mercados financieros, volvió la confianza y se fortalecieron nuevamente los mercados, debilitando la demanda de oro como resguardo ante crisis.

Además, el precio internacional del cobre cayó un 9,5% interanual en septiembre de 2016 y en esta última semana bajó 1,05% en la bolsa de metales de Londres. Las importaciones de cobre de China disminuyeron un 25% interanual en septiembre de 2016, la caída en la demanda de cobre se debe al freno en proyectos de infraestructura en el gigante asiático. En el caso del aluminio la caída del precio internacional fue del 2,9% en septiembre por baja en la demanda mundial y el mineral de hierro redujo su precio un 6,8% en septiembre de 2016.

4. Conclusión

En definitiva, los precios internacionales de las materias primas cayeron a partir del segundo semestre del 2016, en el caso de las materias primas agropecuarias la razón principal de la caída fue la sobreoferta de productos dado los buenos rindes en los principales países productores. Más aun, las proyecciones indican que continuarán descendiendo levemente. La caída en los metales se debió a la reducción de la demanda internacional, principalmente desde China y en el caso del oro a la estabilidad de los mercados financieros luego del Brexit. Por último, el precio internacional del crudo descendió también por sobreoferta pero luego del acuerdo de los países de la OPEP se espera que comience a subir nuevamente.

NOTA ESPECIAL

PREMIO NOBEL PARA EXPERTOS EN CONTRATOS¹⁶

Héctor Rubini

La Real Academia Sueca de Ciencias anunció el pasado 10 de octubre que el Premio del Banco Central de Suecia (Riskbank) en Ciencias Económicas en Memoria de Alfred Nobel, fue otorgado este año al británico -de ciudadanía estadounidense- Oliver Hart, y al finlandés Bengt Holmström. Ambos compartirán, entonces, el premio de 8 M de coronas suecas (US\$ 926.000).

Oliver Hart nació en 1948 en Londres y obtuvo su licenciatura en matemáticas en el King's College de Londres en 1969. Luego completó la maestría en economía en la Universidad de Warwick en 1972 y el doctorado en economía en la Universidad de Princeton en 1974. Cuenta además con seis doctorados honorarios (en filosofía, economía y derecho) y ha recibido decenas de premios y distinciones. En Inglaterra fue profesor en las universidades de Essex, Cambridge, Warwick y la London School of Economics (donde es profesor visitante desde 1997), en Corea del Sur, en la Universidad de Yonsei, y en Estados Unidos, en las de Pennsylvania y Harvard. En esta última es profesor desde 1997, y fue director del Departamento de Economía Departamento de Economía entre 2000 y 2003. Fue además asesor del gobierno de los Estados Unidos en juicios contra la empresa Black & Decker y el banco Wells Fargo.

Bengt Holmström nació en Helsinki en 1949. En 1972 completó su licenciatura en matemáticas, estadística y física teórica. En 1972 completó una maestría en investigación operativa y en 1978 obtuvo en la Universidad de Stanford el Doctorado de la Escuela de Negocios. Se desempeñó en la actividad privada entre 1972 y 74, y desde 1978 ha ocupado posiciones académicas hasta la actualidad. Desde 1994 es profesor en el Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT), donde además fue director del Departamento de Economía entre 2004 y 2006. En su país de origen es miembro del Foro de Empresas y Política, del Instituto de Investigación sobre la Economía Finlandesa y de la Fundación de la Universidad Aalto, en Finlandia. También ha asesorado a empresas Daimler Benz, McKinsey & Co., a varios ministerios de Finlandia, al Ministerio Catalán de Innovación, Universidad y Empresa, y a la oficina del Primer Ministro de Finlandia.

De acuerdo al Comité Nobel, las herramientas teóricas diseñadas por Hart y Holmström han desarrollado la moderna “teoría de los contratos”, un campo analítico que permite comprender su diseño y aplicaciones. En particular de aquellos que “provean incentivos para que las partes contratantes exploten las ganancias prospectivas de la cooperación”, dado que “en las sociedades modernas los conflictos de intereses son mitigados -cuando no, totalmente resueltos- mediante arreglos contractuales”. La premisa fundamental, y respaldada por una importante evidencia empírica, es que las personas se comportan respondiendo a incentivos materiales.

Sus aportes se focalizan en la necesidad de “alinear intereses en conflicto entre materialistas racionales y egoístas”, pero **también permiten analizar la conducta de agentes con racionalidad limitada y no egoístas, o incluso sin motivaciones materialistas**. Además, no se limitan a la teoría de los contratos, como el pago a ejecutivos de empresas en base a su desempeño. Se aplican a otras cuestiones de la microeconomía de empresas, finanzas corporativas y problemas de derecho y economía.

Como lo describe la Real Academia Sueca, un problema clásico de contratación es entre una parte que desea que otra haga o provea algo en nombre o a satisfacción de la primera. Sin embargo, la primera (conocida en esta literatura como “principal”) no puede observar directamente (ni controlar) las acciones del ejecutor (conocido como “agente”). Esto genera el incentivo al “agente” a tomar decisiones en su exclusivo interés, y no conforme a lo previsto en el contrato. Se trata de un problema de acciones ocultas, conocido en la teoría económica como “moral hazard”. En términos monetarios significa que el “agente” puede tomar acciones que maximicen sus ingresos, pero reduce el excedente total asociado a la acción esperable según el contrato.

¹⁶ Versión ampliada de “Nobel para Hart y Holmström” publicado en diario *El Economista*. Buenos Aires, 11 de octubre de 2016.
<http://www.economista.com.ar/2016-10-nobel-para-hart-y-holmstrom/>

Ya en 1979 Holmström aportó un modelo que sentó las bases para el diseño de contratos con pagos según desempeño a los trabajadores. Luego extendió su modelo inicial al caso de trabajadores con múltiples tareas (no todas visibles directamente para el empleador) y al de equipos de empleados. En este caso se presentan dificultades adicionales porque el pago global a un grupo de individuos incentiva a los menos productivos a reducir el esfuerzo, a menos que se logren superar las dificultades de monitoreo y medición por parte del empleador. Holmström también analizó situaciones en que el salario de un trabajador no depende de su desempeño actual, si no de sus expectativas de futuros ingresos y de su carrera esperada en la empresa. Su enfoque ha sido aplicado en otros problemas, como por ejemplo el de la relación entre los políticos y sus votantes. **Desde fines de los '90 viene estudiando junto a Jean Tirole (Premio Nobel en 2014), el rol de shocks de liquidez sobre precios y rendimientos de activos y su relevancia para la estabilidad del sistema financiero y las regulaciones bancarias.**

Hart, a su vez, aportó en los años '70 reconocidos modelos sobre el rol de la competencia imperfecta en los mercados de bienes para explicar el llamado desempleo keynesiano. Luego en los '80 aportó la idea de que un contrato no puede especificar todo lo que debiera hacer cada una de las partes ante cada eventualidad futura. El problema es entonces el de **cómo diseñar los mejores contratos posibles, a sabiendas de que serán forzosamente contratos incompletos.** Su enorme variedad de modelos sobre esta cuestión se ha aplicado también a una gran diversidad de problemas: **el de la asignación de derechos de propiedad, contratos financieros entre accionistas y gerentes, para alinear incentivos, y división de derechos entre sector público y privado. Junto a Kevin Murphy y Andrei Shleifer aportó un sólido argumento contra las privatizaciones en base al conflicto entre incentivos a mejorar la calidad de los bienes y servicios por un lado, y a reducir costos por otro**¹⁷.

En definitiva, un premio otorgado más que merecidamente a dos excelentes investigadores. Ambos han aportado un cuerpo analítico extremadamente versátil que permite analizar el diseño de contratos y buscar soluciones contractuales a una enorme diversidad de problemas, **desde la regulación sobre quiebras, hasta instituciones políticas y de derecho constitucional.**

Finalmente, es de destacar no sólo la originalidad y calidad, sino la realmente apabullante cantidad de publicaciones científicas de ambos economistas. Algunas de las más recientes son las siguientes:

Oliver Hart:

- "Insolvency Reform in the U.K.: A Revised Proposal" (with P. Aghion and J. Moore), *Insolvency Law and Practice* 11 (1995) 4-11.
- "An Economist's View of Authority," *Rationality and Society*, 8(4) (1996) 371-86
- "The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives versus Outside Ownership" (with J. Moore), *Oxford Review of Economic Policy* 12(4) (1996) 53-69..
- "A New Bankruptcy Procedure That Uses Multiple Auctions" (with R. La Porta Drago, F. Lopez-de-Silanes, and J. Moore), *European Economic Review, Papers and Proceedings* 41(3-5) (April 1997) 461-73.
- "The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons" (with A. Shleifer and R. W. Vishny), *Quarterly Journal of Economics*, 112(4) (1997) 1126-61.
- "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt" (with J. Moore), *Quarterly Journal of Economics*, 113(1)(1998) 1-41.
- *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- "Foundations of Incomplete Contracts" (with J. Moore), *Review of Economic Studies*, 66(1)(1999) 115-38.
- "Norms and the Theory of the Firm," *University of Pennsylvania Law Review* 149(6) (June 2001) 1701-15..
- "Financial Contracting," *Journal of Economic Literature* 34(4) (December 2001) 1079-1100.
- "Incomplete Contracts and Public Ownership: Remarks, and an Application to Public-Private Partnerships," *Economic Journal* 113 (March 2003) C69-C76.
- "On the Design of Hierarchies: Coordination Versus Specialization," (with J. Moore), *Journal of Political Economy* 113(4) (2005) 675-702.

¹⁷ Hart, O., A. Shleifer, and R. Vishny (1997): The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons, *Quarterly Journal of Economics* 112, 1127-1161.

- “Incomplete Contracts and Ownership: Some New Thoughts” (with J. Moore) *American Economic Review*, 97(2) (May 2007) 182-86.
- “Contracts as Reference Points” (with J. Moore), *Quarterly Journal of Economics*, 123(1) (February 2008) 1-48.
- “Reference Points and the Theory of the Firm,” *Economica*, 75(299) (August 2008) 404-411.
- “Debt Enforcement around the World” (with S. Djankov, C. McLiesh, and A. Shleifer) *Journal of Political Economy*, 116(6) (December 2008) 1105-49.
- “Hold-up, Asset Ownership, and Reference Points,” *Quarterly Journal of Economics*, 124(1) (February 2009) 267–300.
- “Contracts, Reference Points, and Competition - Behavioral Consequences of the Fundamental Transformation,” (with Ernst Fehr and Christian Zehnder), *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7, No. 2-3 (April-May 2009) 561–572.
- “A Theory of Firm Scope,” with Bengt Holmstrom, *Quarterly Journal of Economics*, 125 (2): (May 2010) 483-513.
- “Thinking about the Firm: A Review of Daniel Spulbers’s The Theory of the Firm” *Journal of Economic Literature*, 49(1): (March 2011) 101-113.
- “Contracts as Reference Points-Experimental Evidence,” with Ernst Fehr and Christian Zehnder, *American Economic Review*, 101(2) (April 2011) 493–525.
- “A New Capital Regulation for Large Financial Institutions,” (with Luigi Zingales), *American Law and Economics Review*, 13(2), (Fall 2011) 453-490.
- “Tax Shelters or Efficient Tax Planning? A Theory of the Firm Perspective on the Economic Substance Doctrine” (with Christopher T. Borek and Angelo Frattarelli), (2014) *Journal of Law and Economics*, 57 (4): 975-1000.
- “How Do Informal Agreements and Renegotiation Shape Contractual Reference Points?”(with Ernst Fehr and Christian Zehnder), (2015) *Journal of the European Economic Association*, 13 (1) 1-28.
- “Liquidity and Inefficient Investment” (with Luigi Zingales), (2015) *Journal of the European Economic Association*, 13 (5): 737-769.

Bengt Holmström:

- "Market Liquidity and Performance Measurement" (with J. Tirole), *Journal of Political Economy*, August 1993.
- "The Firm as an Incentive System," (with P. Milgrom), *American Economic Review*, September, 1994.
- "The Internal Economics of the Firm: Evidence from Personnel Data," (with G. Baker and M. Gibbs), *Quarterly Journal of Economics*, Vol 109 (4), November, 1994.
- "The Wage Policy of a Firm," (with G. Baker and M. Gibbs), *Quarterly Journal of Economics*, Vol 109 (4), November, 1994.
- "Internal Labor Markets: Too Many Theories, Too Little Evidence," (with G. Baker), *American Economic Review*, May 1995.
- "Modeling Aggregate Liquidity," (with J. Tirole), *American Economic Review*, May 1996.
- "Financing of Investments in Eastern Europe: A Theoretical Perspective," *Industrial and Corporate Change*, Vol 5, No 2, 1996.
- "Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector," (with Jean Tirole), *Quarterly Journal of Economics*, Vol CXII (3), August 1997.
- "Private and Public Supply of Liquidity," (with Jean Tirole), *Journal of Political Economy*, February, 1998.
- "The Boundaries of the Firm Revisited," (with John Roberts), *Journal of Economic Perspectives*, November, 1998.
- "Managerial Incentive Problems - A Dynamic Perspective", *Review of Economic Studies*, Vol 66 (1), January 1999.
- "The Firm as a Subeconomy," *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol 15, 1999.
- "The Future of Cooperatives: A Corporate Perspective," *The Finnish Journal of Business Economics*, 4, 1999.
- "Liquidity and Risk Management," (with Jean Tirole), *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 32 (3), 2000.
- "LAPM -- A Liquidity-Based Asset Pricing Model" (with Jean Tirole), *Journal of Finance*, Vol 56 (5), 2001.
- "Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s," (with Steven N. Kaplan), *Journal of Economic Perspectives*, Vol 15 (2), Spring 2001.
- "Domestic and International Supply of Liquidity" (with J. Tirole), *American Economic Review*, May, 2002.

-
- *Game Theory in the Tradition of Robert Wilson*, (eds. B. Holmstrom, P. Milgrom, A. Roth), BEPress, 2002.
 - *Ownership Structure in Transition: Contesting the Swedish Ownership Model* (with Hans Tson Söderström (ed.), Erik Berglöf, Peter Högfeldt and Eva Meyersson-Milgrom). In Swedish (with abbreviated English translation). SNS Economic Policy Group Report 2003.
 - “The State of U.S. Corporate Governance: What’s Right and What’s Wrong?” (with S. Kaplan), *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 15 (3), Spring 2003.
 - “Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment,” *Journal of Corporation Law*, 30 (4): 703-715, 2005.
 - *The Nordic Model: Embracing Globalization and Sharing Risks* (with Torben Andersen, Seppo Honkapohja, Sixten Korkman, Hans Tson Söderström and Juhana Vartiainen), Research Institute of the Finnish Economy. Helsinki: Taloustieto, 2007.
 - “A Theory of Firm Scope,” (with O. Hart), *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125 (2): 2010: 483-513.
 - *Inside and Outside Liquidity*, (with Jean Tirole), Cambridge, MA: MIT Press, 2011.

INDICADORES

Indicador	1T 16	2T 16	Ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16
Indicadores de Actividad											
EMAE (INDEC) Var. % a/a <i>Var m/m, con estacionalidad</i>	0,3%	-3,4%	0,4%	0,7%	0,0%	-2,8%	-2,7%	-4,8%	-5,9%		
			-0,2%	-1,0%	0,7%	-1,5%	-0,9%	-0,2%	-0,4%		
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a <i>Var m/m, con estacionalidad</i>	24,1%	-10,4%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%	9,2%	-2,4%	11,5%	12,2%
	12,7%	28,2%	43,6%	4,8%	16,9%	-0,3%	-0,3%	4,7%	-16,6%	21,4%	6,0%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a <i>Var t/t, m/m, desest.</i>	2,8%	-4,0%	4,7%	4,0%	0,7%	-6,3%	-0,8%	-8,4%	-7,4%	-4,8%	-4,7%
	0,1%	-5,1%	4,9%	-2,1%	-1,5%	-3,9%	-0,5%	0,0%	0,7%	-0,9%	-0,4%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a <i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,0%	-6,9%	-2,2%	4,1%	-1,7%	-6,8%	-5,2%	-8,8%	-7,9%	-4,6%	
	-2,0%	-2,6%	-0,4%	1,9%	-1,6%	-1,5%	-2,2%	-0,5%	1,9%	-0,8%	
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a			1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	
ISAC (INDEC) Var. % a/a			-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a <i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-3,6%	-20,8%	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-13,6%	-17,9%
	-20,9%	-19,2%	-13,9%	-2,4%	-5,4%	-5,5%	2,9%	4,1%	5,6%	-6,5%	3,6%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-9,1%	-19,2%	-8,0%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,7%	-20,7%	6,6%	-11,1%
Indicadores del Sector Externo											
Exportaciones en USD <i>Var. % a/a</i>	12.404	15.337	3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.752	
	2,9%	-6,5%	1,5%	6,5%	0,9%	-8,4%	2,7%	-12,9%	-10,8%	12,0%	
Importaciones en USD <i>Var. % a/a</i>	12.794	14.462	4.046	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.047	
	-3,4%	-7,9%	-3,6%	1,0%	-6,6%	-10,7%	-1,8%	-10,9%	-17,3%	-7,1%	
Saldo Comercial en USD	-390	875	-185	93	-298	301	443	131	277	705	
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100) <i>Var. % a/a</i>	182,4	210,8	180,1	181,4	185,6	195,2	213,5	223,8	208,1	199,6	
	-15,7%	1,8%	-18,0%	-16,3%	-12,7%	-6,2%	4,3%	7,2%	-4,8%	-2,5%	

Indicador	1T 16	2T 16	Ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16
Precios											
IPC (INDEC) Var. % m/m							4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>							2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	2,2%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	35,3%	43,5%	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	11,9%	13,1%	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	35,0%	44,1%	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	11,9%	14,7%	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%
Indicadores Fiscales											
Ingresos Totales Var. % a/a	42,5%	21,3%	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%	27,3%	27,9%	42,9%
Ingresos Totales sin Rtas. De la Prop Var. %	31,5%	24,0%	30,0%	25,7%	39,2%	23,9%	35,8%	12,3%	26,0%	26,0%	35,6%
Gastos Totales Var. % a/a	27,6%	24,7%	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	16,0%	25,7%	28,9%	28,4%
Expectativas de Inflación (UTDT)											
<i>Mediana</i>	28,3	26,0	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0
<i>Media</i>	30,6	31,7	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8
Confianza del Consumidor (UTDT)											
<i>Índice</i>	49,3	43,7	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-14,2%	-4,3%	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	0,2%	6,8%	-6,6%	1,6%
<i>Var. % a/a</i>	-3,4%	-21,1%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,3%	-18,7%	-24,7%	-20,7%