

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 165 - Año 18 - 13 de septiembre de 2018

Escriben en este número: , Gustavo Martín, Jorge Riaboi, Héctor Rubini y Jorge Viñas.

## EL DATO DEL MES

**Tipo de cambio.** El dólar rompió la barrera de los \$40 el 30 de agosto. Luego de estabilizarse entre \$38 y \$39, ayer cerró a \$39,08.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Se agravó la crisis cambiaria.** El salto del dólar a \$42 forzó a negociar con el FMI un adelantamiento de fondos, para revertir la huida contra la moneda local y la deuda del Gobierno. Mayor presión tributaria, sin reducción del gasto público agudizará la estanflación actual, incentivando nuevas corridas cambiarias y exacerbando la conflictividad social.

**Inflación.** Hoy el INDEC informará el aumento del IPC en agosto. Las estimaciones del sector privado oscilan en torno de 4% para agosto, y de 5%-6% para septiembre.

**Escenario internacional:** Agosto fue un mes muy negativo para los países emergentes en materia financiera y cambiaria. La política monetaria de la Fed y la política comercial de Trump, no auguran una mejora en el corto plazo.

**Brasil complicado:** se acercan las elecciones presidenciales del próximo 7 de octubre, con gran incertidumbre sobre el resultado electoral y el futuro de la economía brasileña.

## LO QUE VIENE

**Inflación.** Se espera una aceleración de la inflación en este mes y en octubre, que tornará imposible una baja de las tasas de interés, al menos hasta fin de año.

**Paro nacional:** El 25 de septiembre habrá un paro nacional convocado por las principales centrales obreras, contra la política económica del Gobierno Nacional y el acuerdo con el FMI.

**Argentina y el FMI.** Los técnicos del FMI se encuentran nuevamente en Buenos Aires para reformular las metas que deberá cumplir el gobierno argentino para recibir fondos de dicho organismo.

**Presupuesto 2019.** El gobierno nacional está cerrando un principio de acuerdo con los legisladores y gobernadores opositores para debatir y aprobar su proyecto de ley de presupuesto 2019 antes de fin de octubre.

**Elecciones en Brasil:** Lula Da Silva no será candidato. El ultraderechista Jair Bolsonaro se impondría el 7 de octubre, pero no lograría el mínimo de votos para ir a un ballottage en noviembre.

**EE.UU. vs. China:** Se espera que el gobierno estadounidense aumente los aranceles a casi todas las importaciones desde la República Popular China. El gobierno de Beijing se apresta a aplicar represalias todo el tiempo en que estén vigentes las subas arancelarias de la Administración Trump.

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

Viamonte 1816 - C1056ABB - CABA - Argentina - (+54-11) 4811-5327 / 6052 / 7441  
fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

## PANORAMA DE ARGENTINA

### SE AGRAVARON LAS DOS CRISIS: LA CAMBIARIA Y LA DE CREDIBILIDAD

*Héctor Rubini*

**El salto del dólar a \$42 forzó a negociar con el FMI un adelantamiento de fondos, para revertir la huida contra la moneda local y la deuda del Gobierno. Mayor presión tributaria, sin reducción del gasto público agudizará el actual escenario de estanflación, no descartándose nuevas corridas cambiarias.**

*“If President Macri includes **serious** reforms in his plan then we will look at it, we will assess the impact on the macroeconomic situation of Argentina, determine the debt sustainability and work with them”*

Christine Lagarde (*Financial Times*, 11 de septiembre de 2018)

#### *a. Segunda “gran corrida”: un fracaso monetario y cambiario*

La segunda quincena de agosto quedará, lamentablemente, en la historia. En apenas dos semanas se asistió a un inesperado agravamiento de la crisis cambiaria iniciada a fines de abril, con la cotización del dólar que llegó a \$42 y el riesgo país a 811 p.b. Los peores momentos se vivieron luego de un mensaje al país del presidente Macri del 29 de agosto en el que aseguraba el adelantamiento a 2019 del desembolso de fondos del FMI para 2010 y 2021. El anuncio no fue confirmado de inmediato por dicho organismo, exacerbándose la incertidumbre sobre el cumplimiento de las metas acordadas con el FMI, y el futuro del equipo económico.

Esto simplemente agravó un clima de desconfianza que ya venía siendo explícito desde la fallida estrategia aplicada para reducir el stock de LEBACs del BCRA y del ministerio de Hacienda. El 13 de agosto Hacienda suspendió las subastas de divisas para señalar que no tenía más necesidades de fondos, y anunció un calendario de licitaciones mensuales de Letras del Tesoro (LETEs) en pesos para ofrecer a los tenedores de LEBAC demandantes de activos en pesos. Ese día el BCRA aumentó las tasas de sus Letras de Liquidez (LELIQ) a 7 días de 40% a 45%. Una semana antes había suspendido la operatoria de pases activos (monetariamente expansivos) y la publicación de sus tasas diarias.

A los bancos se ofreció por las LEBAC vencidas o bien LELIQ o bien Notas del BCRA (NOBAC) a 1 año, permitiendo a partir de entonces participar en las licitaciones primarias sólo a entidades bancarias. Ante la retirada de Hacienda del mercado de divisas, el BCRA se comprometió a vender dólares para controlar la volatilidad cambiaria. La emisión de LETEs del Tesoro dos días después debía absorber los pesos emitidos para cancelar las LEBAC no renovadas por sus tenedores.

El éxito de la estrategia exigía una reversión del persistente exceso de demanda de dólares y de oferta de pesos. Un escenario inexistente ante el contagio de la caída de la lira de Turquía, la volatilidad cambiaria en Brasil, la falta de avances del gobierno nacional en materia de ajuste fiscal, y la creciente incertidumbre sobre la capacidad de cumplir las metas fiscales y de financiamiento para 2019. Además, ningún indicador macroeconómico, permitía (ni permite aún hoy) determinar con cierta certeza una cotización de “equilibrio” del dólar. Bajo tales condiciones, la estrategia fracasó. Los tenedores no bancarios de LEBAC aceptaron nuevas LEBAC por \$201.701 M por el vencimiento de \$ 330.000 M, pero además vendieron a las entidades financieras LEBAC no vencidas por \$ 11.704 M. Estas, a su vez aceptaron LELIQ a cambio de sus tenencias LEBAC vencidas por un total de \$102.381 M, saldo inferior a la reducción de sus tenencias por \$ 210.478.

Además, el BCRA ofreció en subasta U\$S 500 M pero sólo pudo vender U\$S 200 M. El tipo de cambio mayorista descendió de \$ 30 a \$29,40, pero el minorista subió de \$29,30 a \$29,90 y cerró a \$29,60 con presión compradora. Señal inequívoca de exceso de demanda de divisas y de incertidumbre del sector privado local ante las señales confusas de Hacienda y el BCRA sobre sus intervenciones en el mercado cambiario. Algo que desde mayo se viene reflejando también en las dificultades de Hacienda para renovar los vencimientos de Letra del Tesoro (LETEs) en dólares. El saldo final ajustado de LEBAC no renovadas generó entre el 15 y el 16 de agosto una emisión bruta de dinero por \$ 344.713 M, absorbido con pases y LELIQ por \$ 157.797 M, ventas de dólares al Tesoro por \$ 14.109 M, y al sector privado por \$40.898 M. Junto con otras operaciones, el resultado fue un **aumento neto de la base monetaria por \$ 153.830 M en dos días (en todo 2017 aumentó por \$179.449 M)**. Dicho “bombazo” monetario no pudo ser revertido y agosto cerró con un aumento de la base monetaria por \$ 141.467 M, esto es **2,15 veces la emisión acumulada en los siete meses previos del corriente año**.

### *Agosto de 2018: la quincena trágica*

**17/08/18:** Luego del rechazo del gobierno turco de extraditar a EE.UU. a un pastor evangelista estadounidense acusado de participar en el intento de golpe de estado de 2016, Donald Trump anunció por Twitter la suba del arancel a las importaciones de acero y aluminio de Turquía a 50% y 20%, respectivamente (el doble de los vigentes hasta esa fecha). Esto provocó una caída de la lira turca (**20%**), y una huida en los principales mercados del mundo de bonos, ADRs y monedas de países emergentes a otros más seguros. El dólar en Buenos Aires subió 88 centavos a **\$30,43**.

**20/08/18:** Dos encuestadores confirman el fortalecimiento del PT rumbo a las elecciones presidenciales en Brasil y el debilitamiento del candidato pro-mercado Geraldo Alckmin. El dólar subió en Brasil R\$3,95, y los ADR de empresas argentinas cayeron hasta 6,3% en Wall Street.

**21/08/18:** El dólar en Brasil sube a R\$ 4,03 y el dólar billete en Buenos Aires supera los \$30. El banco BNP Paribas informó que las reservas intencionales líquidas del BCRA ya estaban en un nivel “crítico”, inferior a los U\$S 20.000 M.

**22/08/18:** Continúa la incertidumbre electoral en Brasil: el dólar sube a R\$ 4,09 y en Buenos Aires a **\$30,80**.

**23/08/18:** El EMAE del INDEC indicó que en junio la economía cayó 6,7% interanual. El BCRA intervino con ventas de dólar futuro, pero la divisa subió a **\$31** y el riesgo país (EMBI Argentina) de 690 p.b. a 696 p.b.

**24/08/18:** El BCRA cierra la semana sin subastar divisas. El tipo de cambio cerró a \$30,90 (luego de llegar a **\$31,47**) y el riesgo país a 700 p.b.

**27/08/18:** Ante el avance del “*Cuadernogate*”, varios bancos extranjeros optaron por no garantizar el financiamiento para contratos de obras públicas bajo el sistema de Participación Público Privada (PPP). El gobierno anunció un fideicomiso de U\$S 1.000 M para financiar proyectos por 12 meses. El ministro de Hacienda anunció cambio de metas del FMI, y el pedido de remover la exigencia al Tesoro de la recompra de las letras intransferibles en cartera del BCRA. Esto exigía salir al mercado a buscar U\$S 15.625 M hasta fin de 2019. A pesar de las ventas del BCRA, el dólar cerró a **\$30,97**.

**28/08/18:** Versiones de ampliación del crédito del FMI a U\$S 65.000 M, desmentidas por dicho organismo. En el mercado crecen las dudas por la falta de información del gobierno sobre la viabilidad plan financiero acordado con el FMI para 2018 y 2019. El dólar subió a R\$ 4,14 en Brasil y a pesar de las ventas del BCRA de divisas en dos subastas y en el mercado de futuros, el dólar superó los **\$32,0**. En Wall Street las ADRs de empresas argentinas cayeron hasta 6,9%.

**29/08/18:** Por la mañana el presidente Macri anunció que el FMI adelantará desembolsos para cumplir el programa financiero 2019 y mayor ajuste fiscal, pero por la tarde el FMI desmintió haber tomado alguna decisión al respecto. Ante la incertidumbre sobre la política del Gobierno, el dólar minorista subió a **\$34,5** a pesar de que el BCRA vendiera U\$S 300 M. El riesgo país (EMBI Argentina) saltó de 689 p.b. a 728 p.b, la lira turca se depreció 2,4%, el rand sudafricano 1,2% y el peso mexicano 0,4%.

**30/08/18:** Por la mañana el jefe de Gabinete afirmó en una entrevista por radio y luego en un encuentro del Council of Americas que la economía se encuentra en un proceso “de recuperación”. El dólar saltó en la primera hora de operatoria de los mercados a **\$42**. El BCRA debió aumentar la tasa de política monetaria a 60% y los encajes bancarios en 5 puntos (a integrar con pesos, LELIQ o NOBAC), y vender U\$S 330 M sobre el final de la jornada para que el dólar perforó el piso de \$40 y cerró a **\$39,77**.

**31/08/18:** Luego que el BCRA vendiera divisas entre subastas (ofreció U\$S 675 M y sólo vendió U\$S 250 M), y aumentara la tasa de política monetaria a 60%, el dólar cerró a **\$37,99**. Standard & Poor’s mantuvo la calificación “B+” de largo plazo para la deuda pública argentina, pero cambió su perspectiva de “estable” a “negativa” por 90 días

#### *b. La pérdida de credibilidad no será fácil de revertir*

La crisis de agosto operó con dos mecánicas simultáneas: la huida de inversores de Wall Street contra ADRs y títulos públicos de Argentina y la huida del público local (no sólo inversores institucionales) contra el peso. La tónica vendedora del exterior obedeció al desarme de posiciones de países emergentes, la analogía de varios indicadores de Turquía, en plena corrida cambiaria, con los de Argentina, la incertidumbre política en Brasil, y respecto de Argentina, el impacto negativo de las denuncias del “*Cuadernogate*”, y las indefiniciones del gobierno sobre el ajuste fiscal para 2019.

El “*Cuadernogate*” va a continuar avanzando, pero hay un daño ya irreversible: varios bancos del exterior que iban a financiar proyectos de obras públicas en nuestro país no lo harán ya que las normas de *compliance* les impiden proveer fondos a proyectos cuyos responsables se encuentren bajo procesos judiciales. En el caso de las indefiniciones del ajuste

fiscal para el año próximo y el lento avance para consensuar con los gobernadores provinciales el ajuste comprometido con el FMI, ha tenido un impacto progresivamente nocivo sobre la confianza externa e interna. Esto ha coincidido con una progresiva aceleración inflacionaria que torna incumplible el tope de 32% de inflación tolerado por el FMI, así como crecientes dudas sobre el propio acuerdo firmado con dicho organismo.

El clima de los mercados se vio atiborrado de rumores y popuestas de todo tipo: un dólar a no menos de \$41 - \$42, detener la rebaja de retenciones a las exportaciones de soja, dolarizar la economía, reducir el número de ministerios, remover funcionarios empezando por el Jefe de Gabinete, una eventual reestructuración futura de la deuda externa, y varias más. **La falta de reacción de las autoridades, la extraña (y finalmente equivocada) estrategia monetaria/cambiaria del BCRA, y las ya preocupantes fallas en la coordinación de políticas y en la comunicación oficial, exacerbaron la incertidumbre y la percepción de que el Gobierno perdió el control de la situación.**

El fin de semana del 1º y del 2 de septiembre registró una actividad del gobierno extremadamente febril para realizar anuncios que frenen al menos la “fiebre por el dólar”. El lunes 3 el presidente Macri y el ministro de Hacienda realizaron anuncios orientados a asegurar que el Gobierno no incurrirá en una crisis de liquidez, seguido del viaje de dicho ministro al FMI para acordar una revisión de las metas fiscales, y probablemente de todo el set de proyecciones y metas acordadas en junio. Los anuncios frenaron transitoriamente la corrida cambiaria, con un dólar que desde entonces oscila entre \$38 y \$39, pero las medidas fundamentales ahora para asegurar una caída a cero del déficit primario a cero el año próximo se limitan a solo dos:

- a) una reorganización del Gabinete, con el “descenso” de 10 ministerios a secretarías de otras carteras, y
- b) el cobro de retenciones a las exportaciones de todos los productos de la siguiente forma:
  - i) 18 % + \$4 por dólar exportado de soja y derivados,
  - ii) \$4 por dólar exportado del resto de los productos primarios,
  - iii) \$3 por dólar exportado del resto de posiciones de bienes exportados
  - iv) \$3 por dólar exportado sobre las exportaciones de servicios.

La decisión es por demás controversial: no hay ninguna baja significativa del gasto público, de modo que **no es más que una medida de corto alcance para llegar sin grandes disgustos hasta las elecciones primarias obligatorias de agosto del año próximo.** Sin embargo, en moneda homogénea se trata de un esquema de retenciones móviles, ya que la base imponible expresada en pesos fluctúa con el tipo de cambio y con el precio de mercado de las posiciones exportadas. **Si los exportadores esperan que aumente el precio de los ítems a exportar y/o el tipo de cambio, tenderán a postergar decisiones de exportación y embarque, complicando así el imaginado cierre del déficit fiscal primario y el ingreso de divisas.** Además, el fuerte aumento del tipo de cambio en un año (114,8%) no ha sido acompañado por un aumento en igual proporción de los precios y costos internos, pero la suba de estos últimos, con cierto rezago, tiende a acelerarse. Más aún, las expectativas del sector privado se han reajustado hacia arriba luego de que **el propio Ministerio de Hacienda filtrara el lunes de la semana pasada que para este año espera una inflación de 42%, una caída del PIB de 2,4%, y para 2019 una inflación de 25%, con variación del PIB igual a cero<sup>1</sup>.**

Mientras tanto, los números monetarios y cambiarios muestran una realidad bastante difícil de superar en el corto plazo sin nuvas rondas de subas de tarifas públicas, combustibles, transporte, resto de precios mayoristas y minoristas, con caída (y fuerte de la actividad económica). Sin corrección del excedente de pesos, las supertasas de interés de estos meses contraen y racionan el crédito al sector privado exacerbando la recesión, pero repotencian pujas distributivas y políticas de cada vez más dificultos control. **Un costo más que innecesario (e inoportuno) tanto por no haber “hecho los deberes” en materia fiscal entre 2016 y 2017, como por optar por un ajuste apresurado y sobreactuado en los meses previos a las elecciones presidenciales de 2019.** En un contexto así no sorprendió el retorno a otro instrumento del kirchnerismo, como el esquema de Precios Cuidados para estabilizar remarcaciones de precios. Pero sí, **la Decisión Administrativa 1605 del 07/09/18 que incrementó partidas de gasto público por nada menos que \$ 40.568 M...**

---

<sup>1</sup> De ahí que llamaran poderosamente la atención las proyecciones oficiales para alcanzar déficit primario cero el año próximo bajo el discutible supuesto de un dólar con cotización fija hasta fin de 2019 a \$38.

En síntesis, los motivos para la desconfianza y la incertidumbre siguen casi invariables. **En el exterior, la pregunta clave es si después de diciembre de 2019 la Argentina seguirá con un gobierno occidentalista y pro-mercado, o si retornará a un régimen intervencionista, autoritario y aislacionista.** O sea, si se mantendrán políticas en línea con las reglas de juego y el cumplimiento de los contratos, o si se incurrirá en una reestructuración de la deuda, o peor aún en un default. **En el mercado interno, lo que prima es la incertidumbre sobre precios, tipo de cambio, precios regulados, tasas de interés y sobre los puestos de trabajo.** Una consecuencia inevitable de una crisis cambiaria muy mal manejada, y de la no corrección de los principales desequilibrios fundamentales de la economía real: el déficit fiscal y déficit de cuenta corriente **es el resultado más que obvio de la carencia de un plan de estabilización y de crecimiento, y de la pérdida de credibilidad en las políticas en curso y en los funcionarios.** Los resultados, indican que se está en presencia de una grave crisis cambiaria, y que la misma está todavía lejos de haberse resuelto:

**CUADRO 1: INDICADORES DE LA CRISIS CAMBIARIA**

Fecha	Reservas Internacionales BCRA		Base Monetaria	M2	Tipo de cambio mayorista	Tipo de cambio minorista	Tasa de control monetario	Tasa de dep. BADLAR	Call en pesos entre bancos privados	Depósitos bancos privados en pesos	Depósitos bancos privados en dólares	Riesgo país
	Brutas	Netas de Dep. Ent. Fin.										EMBI Arg.
	US\$ M	US\$ M	\$ Mill	\$ Mill	\$/ dólar	\$/ dólar	% anual	% anual	% anual	\$ Mill	US\$ M	Puntos básicos
07-sep-17	51.240	33.809	860.005	1.417.186	17,2	18,0	26,3	20,4	25,9	1.267.412	24.108	393
31-dic-17	55.055	42.150	1.001.113	1.723.876	18,8	19,3	28,8	23,3	29,2	1.447.765	26.428	351
11-ene-18	63.906	50.640	1.032.955	1.682.525	18,7	19,4	28,0	22,8	27,4	1.391.140	25.904	363
24-abr-18	60.795	48.025	1.005.237	1.588.346	20,3	20,6	27,3	23,1	26,1	1.424.673	26.171	403
21-jun-18	48.478	35.871	1.221.810	1.886.111	27,6	28,5	40,0	32,1	41,0	1.511.608	26.209	545
22-jun-18	63.274	50.668	1.150.008	1.874.181	27,2	28,1	40,0	31,8	37,4	1.509.106	26.297	535
07-sep-18	51.214	38.020	1.326.242	1.925.296	37,0	37,5	60,0	40,6	60,9	1.655.787	27.204	725

Variaciones % hasta 07/09/18

En 1 año	-0,1%	12,5%	54,2%	35,9%	114,8%	108,9%
Desde fin 2017	-7,0%	-9,8%	32,5%	11,7%	97,0%	94,5%
Desde 11/01/17	-19,9%	-24,9%	28,4%	14,4%	98,3%	93,2%
Desde 22/06/18	-19,1%	-25,0%	15,3%	2,7%	36,0%	33,5%

30,6%	12,8%
14,4%	2,9%
19,0%	5,0%
↓ 9,7%	↓ 3,4%

Var. absolutas

11/01/18 a 21/06/18	-15.428	-14.769	188.855	203.586
22/06/18 a 07/09/18	-12.060	-12.648	176.234	51.115
Total	-27.489	-27.417	365.089	254.701

120.468	305
146.681	907
267.149	1.212

Fuente: datos del Banco Central de la República Argentina y de JP Morgan.

Los datos muestran lo siguiente:

1°) El desembolso de U\$S, 14.916 M del FMI del 22 de junio no frenó la corrida cambiaria: **entre el máximo histórico de reservas internacionales al 11 de enero pasado y el 21 de junio el BCRA perdió U\$S 14.769 M de reservas netas de depósitos de entidades financieras y entre el 22 de junio y el 7 de septiembre, otros U\$S 12.648 millones.** Esta última caída del stock de reservas supera más que holgadamente los U\$S 7.500 M del tramo inicial del préstamo del FMI para vender al mercado. Si bien el nivel de reservas al 7 de septiembre era levemente inferior al del 31 de diciembre, **el mercado le compró al BCRA más de U\$S 27.400 millones en menos de ocho meses.**

2°) A la par de la mayor demanda de dólares, la economía se encuentra en un proceso de huida de dinero local permanente y no transitorio. El agregado M2 sistemáticamente crece menos que la base monetaria. Con una inflación que tiende a consolidarse en torno de 40% (hasta ahora), se observa que **en 12 meses hasta el 7 de septiembre la base monetaria creció 54,2%, pero M2 creció menos que la inflación 35,9%, lo que muestra una peligrosa combinación de huida de dinero y desmonetización real.**

3°) los depósitos en pesos y en dólares siguen creciendo, pero a tasa decreciente. En un año, hasta el 7 de septiembre pasado, el total de depósitos en pesos creció 30,6% y los depósitos en dólares 12,8%.

4°) Entre el 22 de junio (fecha del desembolso del FMI) y el 7 de septiembre (77 días corridos) se registró la más fuerte suba de riesgo país de los últimos meses: 190 puntos básicos. Cabe observar que entre el 24 de abril y el 21 de junio (58 días) y sin el apoyo del FMI, el riesgo país había aumentado 142 puntos básicos. Esto refleja el impacto de **shocks externos no observados en la primera etapa de esta crisis, y mayor incertidumbre respecto de la**

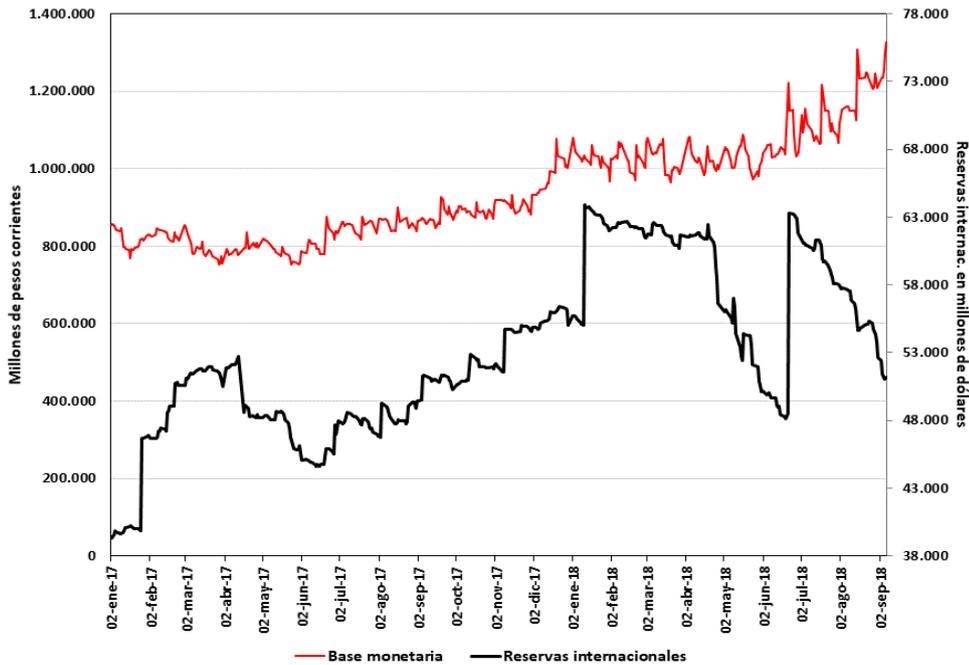
sostenibilidad de políticas pro mercado después de 2019, y del cumplimiento en pago y forma de los pagos de los servicios de la deuda pública con no residentes a partir del próximo año.

5°) La suba de tasas de interés ha sido inefectiva para revertir estas expectativas. Su impacto negativo sobre la demanda y la oferta agregada contrae la demanda de dinero local, y fortalece la dinámica en curso de desdolarización de carteras.

Los siguientes gráficos muestran que esta crisis no ha llegado a su fin, ni mucho menos:

**GRÁFICO 1: EVOLUCION DE INDICADORES MONETARIOS, CAMBIARIOS Y FINANCIEROS**

**a. La base monetaria crece con tendencia a la aceleración, y las reservas internacionales no dejan de caer**



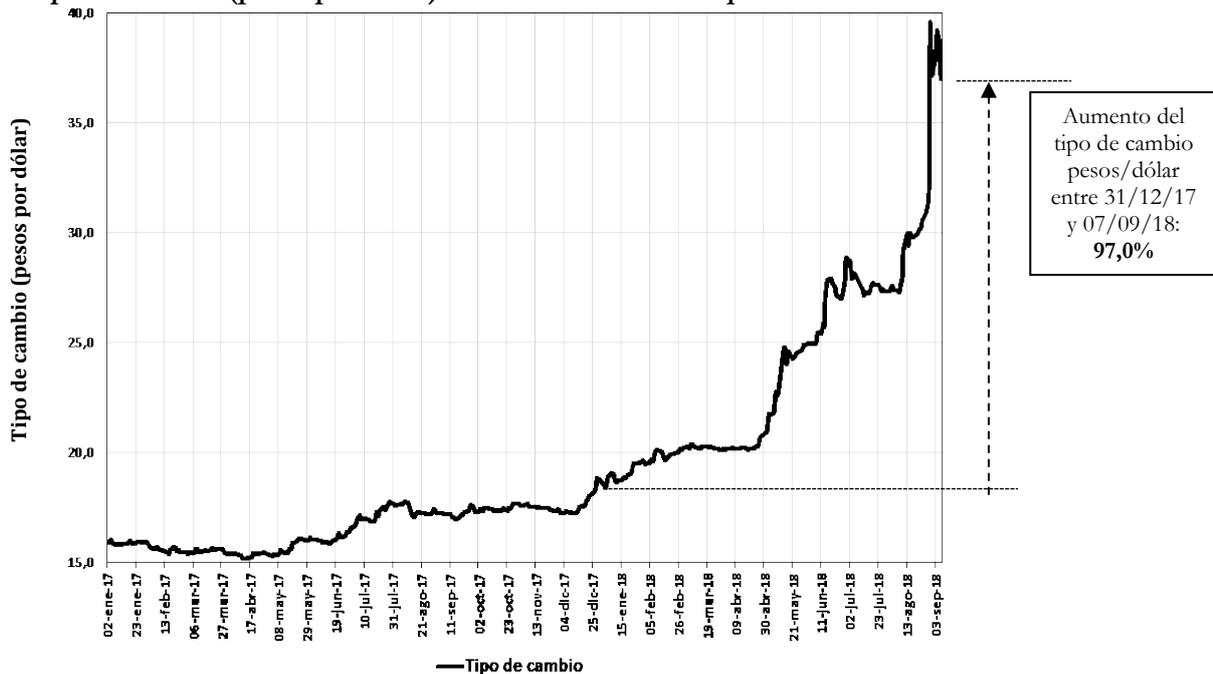
El 22/06/18 las reservas del BCRA aumentaron por el desembolso inicial del FMI (U\$S 14.916 M).

Desde entonces y hasta el 07/09/18 las reservas del BCRA cayeron en U\$S 12.060 M.

Si en junio las reservas “netas” según el FMI eran de U\$S 23.100 M, y la diferencia, las reservas “netas” del BCRA al 07/09/18 cayeron a un nivel apenas superior a los U\$S 16.700 M.

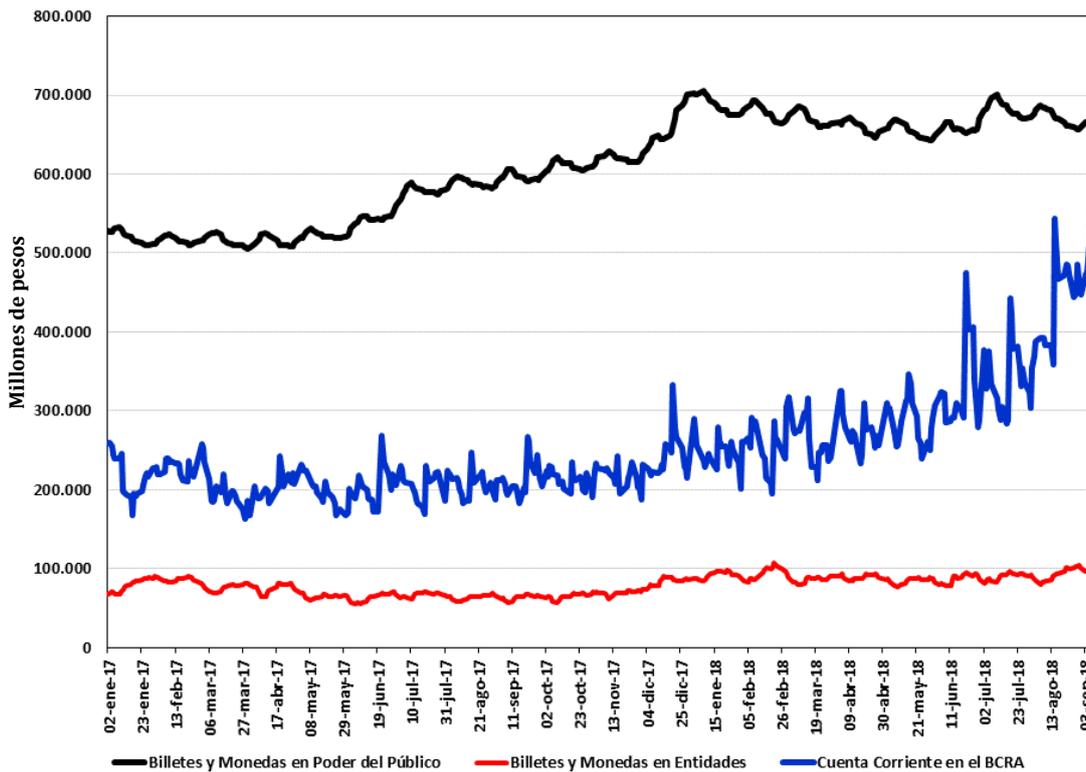
Fuente: BCRA

**b. El tipo de cambio (pesos por dólar) no se estabilizó con el préstamo del FMI**



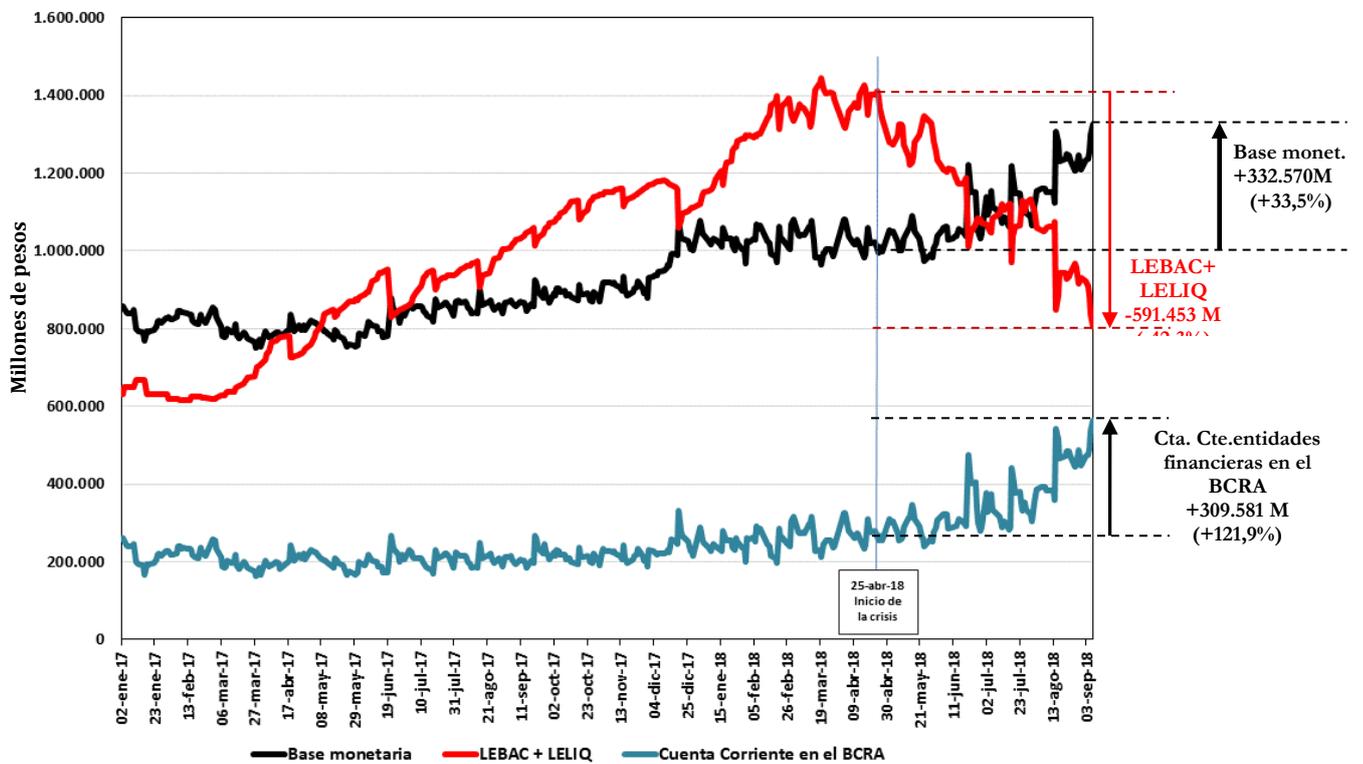
Fuente BCRA

c. Los saldos de las entidades en cta. cte. en el BCRA (en \$ M) impulsan la suba de la base monetaria



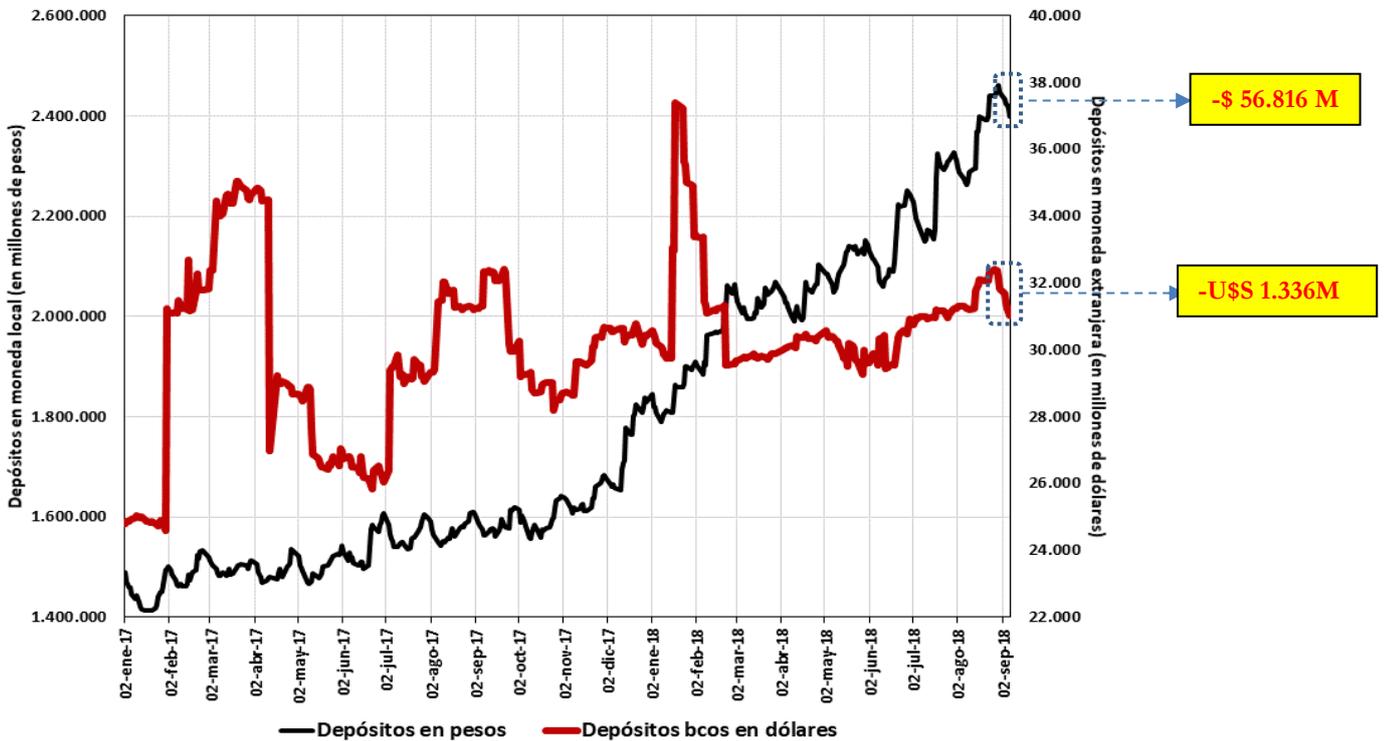
Fuente: BCRA

d. La cancelación de Letras del BCRA exacerbó el sesgo expansivo de la política monetaria.



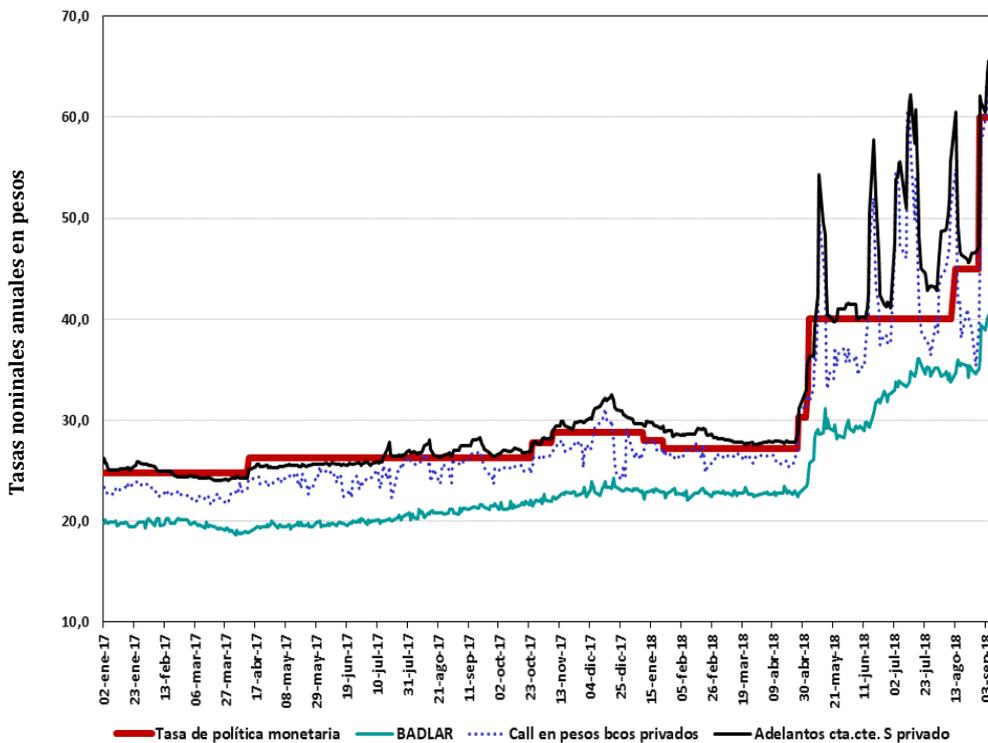
Fuente: BCRA

e. Entre el 29/08/17 y el 07/09/18 cayeron los depósitos en pesos y en dólares



Fuente: BCRA

f. La suba de tasa de política monetaria aumentó el nivel y la volatilidad de las tasas de interés

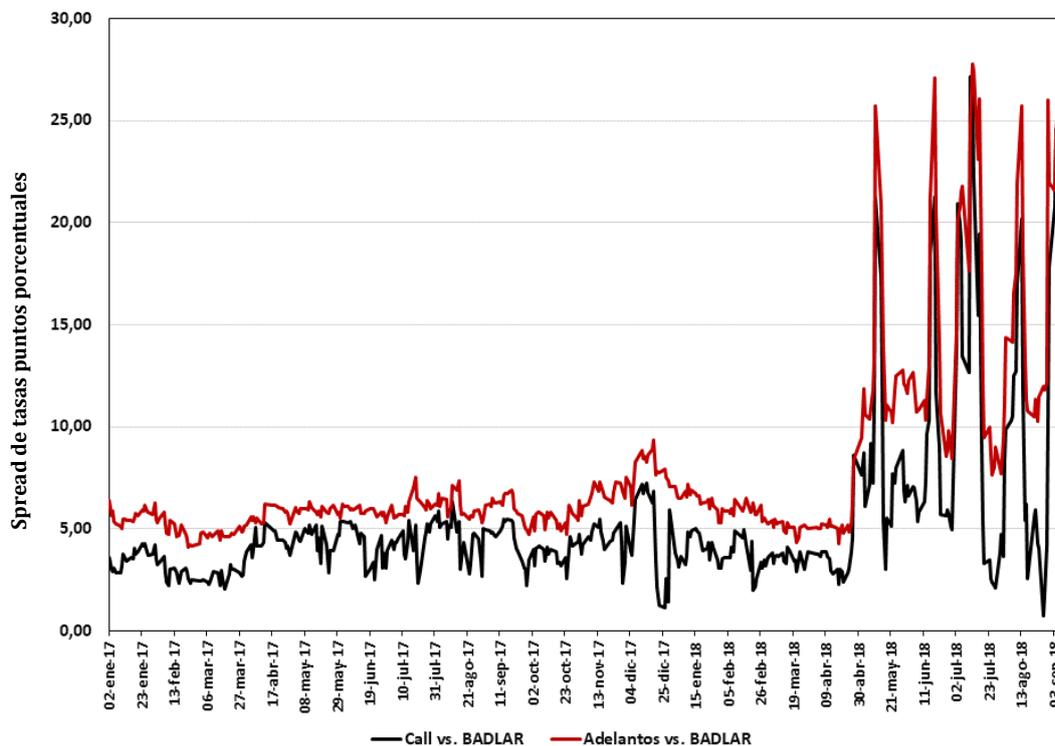


Notas:

BADLAR: tasa promedio anual de depósitos a plazo fijos a 30-35 días por más de \$ 1 M en bancos con casas en Capital Federal o en el Gran Buenos Aires.  
 Adelantos en cuenta corriente sector privado: tasa en pesos anualizada en moneda nacional (con acuerdo de 1 a 7 días y de \$ 10 millones o más) a empresas del sector privado no financiero-  
 Call en pesos bcos privados: tasa de préstamos interbancarios a 24 hs. hábiles en pesos.

Fuente: BCRA

g. En lugar de reducir el nivel de base monetaria, la suba de tasas de interés aumentó el nivel y la volatilidad de los spreads entre tasas activas y pasivas



Fuente: BCRA

El resultado esperable es una contracción de la actividad económica. El corte de la cadena de pagos acompañará a iniciativas procíclicas como la de aumentar la presión tributaria en una recesión, con retenciones a las exportaciones, mayor alícuota al gravamen sobre bienes en el exterior, y postergar la reducción de la rebaja de alícuotas de impuestos provinciales (sellos e ingresos brutos).

Mientras tanto, proliferan rumores y conjeturas de todo tipo. Así como semanas atrás circularon expresiones promoviendo la suba de retenciones a las exportaciones y llevar el tipo de cambio a \$40, ahora aparecen rumores sobre alguna forma de negociación paralela del Gobierno con el Tesoro de los EE.UU., sea para aportar un complemento extra al préstamo del FMI, para ensayar una nueva Convertibilidad, o incluso hay quienes imaginan una dolarización de la economía. Inevitable en contexto de **creciente incertidumbre, conflictividad y crisis de liderazgos varios**.

La declaración de la titular del FMI ante el Financial Times exigiendo un programa en serio es una diplomática reprimenda a nuestro país. Revertir la confianza de mercado exige mucho más que un deseo de déficit fiscal primario cero. Y una estrategia comunicacional profesional y efectiva. No por casualidad sostuvo también que en Argentina el FMI estuvo procurando que la política monetaria tenga “**claridad, transparencia, provea la información debida y apropiada para los operadores de mercado, y una menor comunicación**”. El episodio del 30 de agosto no cayó bien, y es probable que algunos países desarrollados se muestren renuentes a financiar una crisis cambiaria todavía en curso. **El FMI ha tenido una generosidad inusual con nuestro país, pero ese dinero se está fugando**, y el gobierno argentino deberá presentar un programa que corrija las no pocas ambigüedades e incoherencias del programa de mayo pasado. **Pero sin una estrategia diferente en materia monetaria, cambiaria, fiscal, de comercio exterior, regulatoria y de política de ingresos, los episodios traumáticos de las últimas semanas se volverán a repetir**.

Mientras tanto, **la aceleración de la inflación a no menos de 48%-50%** y una destrucción de producción y de empleo inéditos desde la crisis de 2002 asoman emergentes como algunos de los inevitables resultados de **tres años en que se subordinó al impostado optimismo de gurús de marketing político todo asomo de diagnóstico realista y algo, al menos, de pensamiento crítico**. Lamentablemente **lo peor de esta dinámica todavía no se ha visto. Se vienen meses muy conflictivos y difíciles**. Esperemos que las autoridades estén a la altura de las circunstancias.

## EL PANORAMA ES CRÍTICO

Gustavo Martín

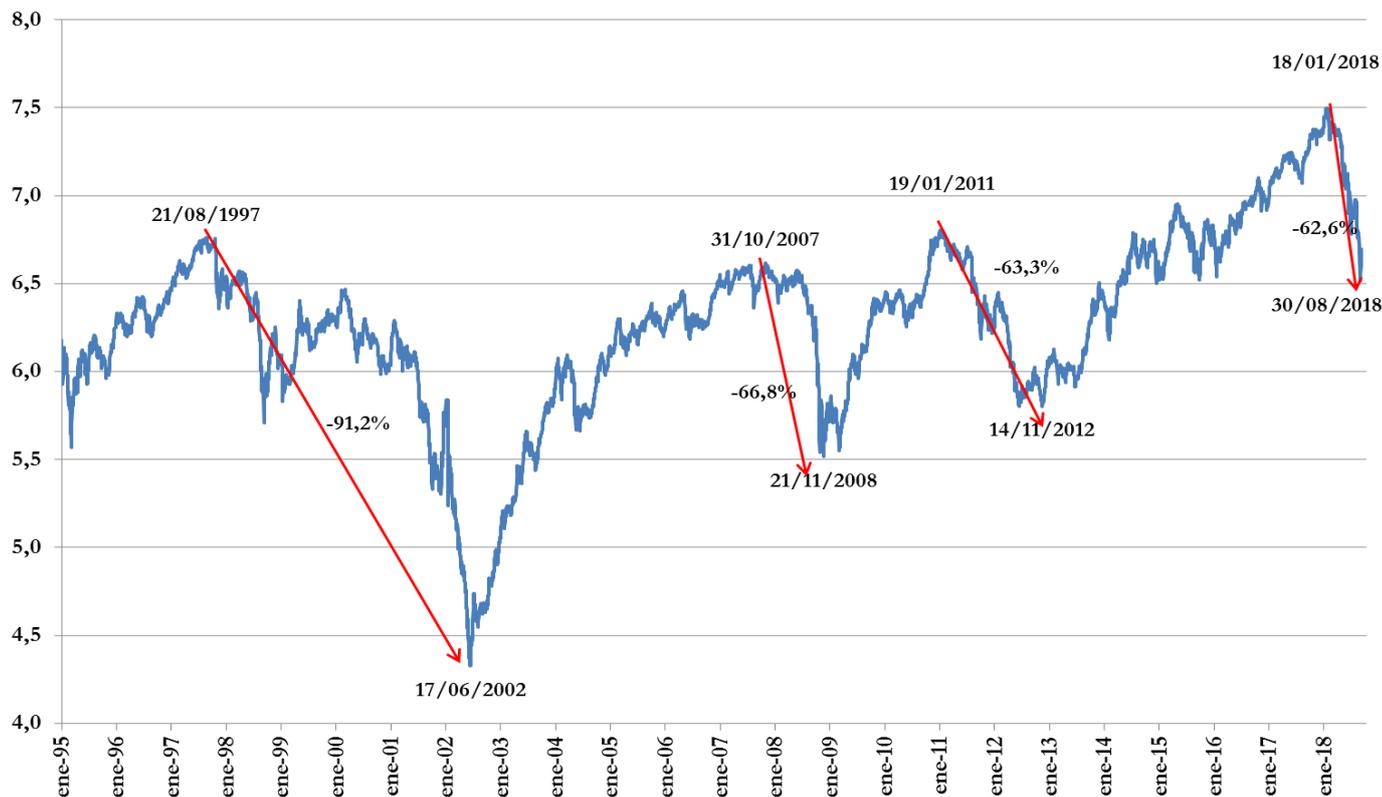
**La confianza no vuelve: el Merval medido en dólares cayó de su máximo histórico de 1.800 a 674 puntos (-62,6%) y apenas se recuperó un 16,6% a la fecha. El riesgo país no logra descender de los 700 puntos. Asimismo, se invirtió la curva de rendimientos de bonos soberanos.**

*"Tres días de tranquilidad en los mercados no significa que las cosas se hayan resuelto"*  
Mauricio Macri<sup>2</sup>

### 1. Mercado accionario

La calma cambiaria duró muy poco y el dólar logró quebrar todos los pronósticos alcanzando los \$41,5 en el mercado mayorista el 30 de agosto. El octavo mes del año probó ser uno de los peores en materia cambiaria y obligó al gobierno a tener que buscar una flexibilización en algunos términos del acuerdo con el FMI, como poder vender reservas para contener al tipo de cambio, a cambio de un ajuste más rápido del déficit fiscal. Aun no se revelaron los resultados del nuevo acuerdo. Asimismo, este año se asistió a una de las caídas más espectaculares de la bolsa local medida en dólares. Si bien la duración ha sido más bien corta comparada con otras caídas aún no se terminaron de resolver todas las cuestiones necesarias para lograr la estabilidad.

### GRÁFICO 2: Merval en USD<sup>3</sup> en escala logarítmica<sup>4</sup>



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Como bien puede observarse en el siguiente cuadro, hasta el 30 de agosto el Merval cayó desde el máximo de 1.800 puntos en dólares (34.049 en pesos) el 18 de enero de este año a 675 puntos (26.754 en pesos) es decir un 62,6% en

<sup>2</sup> <https://www.infobae.com/politica/2018/09/07/mauricio-macri-tres-dias-de-tranquilidad-en-los-mercados-no-significa-que-las-cosas-se-hayan-resuelto/>

<sup>3</sup> Se utilizó la cotización del dólar oficial en los períodos del 2-ene-1995 al 10-sep-2009 y a partir del 12-dic-2015 a la actualidad, y dólar contado con liquidación –Fuente Bloomberg ticker .AREQIMP INDEX- desde el 10-sep-2009 al 11-dic-2015.

<sup>4</sup> Se utilizó la escala logarítmica para evitar que la escala distorsione la magnitud de las caídas.

8 meses. Cabe destacar que fue de las más violentas caídas que tuvo el Merval ya que en promedio perdió valor a un ritmo de 0,44% por día casi el doble de la caída en 2007-2008.

**CUADRO 2: CAÍDAS DEL Merval EN USD**

Max	Min	Días	Variación %	Promedio diario
21/8/1997	17/6/2002	1761	-91,2%	-0,14%
31/10/2007	21/11/2008	387	-66,8%	-0,28%
19/1/2011	11/14/2012	665	-63,3%	-0,15%
18/1/2018	30/8/2018	224	-62,6%	-0,44%
30/8/2018	9/9/2018	10	16,6%	1,94%

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

No obstante, una calma prevaleció durante la primera semana de septiembre. La razón aparente, un cambio de estrategia en la política cambiaria del BCRA. La autoridad monetaria dejó de subastar dólares para contener el tipo de cambio y decidió intervenir directamente sobre el mercado. De esta manera, en los días 1 a 7 del mes de septiembre, el Merval acusó recibo del cambio de estrategia y recuperó un 19,8% en dólares a un ritmo de 1,82% promedio por día. No obstante, ya el lunes 9 del corriente la bolsa volvió a perder 1,19% al tiempo que los ADRs de acciones argentinas en Nueva York caían. Resulta interesante observar el desempeño que tuvo la bolsa a lo largo de este gobierno, creció 108% en dólares desde los 866 puntos a 1.800 puntos en enero de este año. Luego en tan solo 8 meses perdió todo lo ganado y más. Habrá que esperar para determinar si efectivamente se restableció la confianza del mercado.

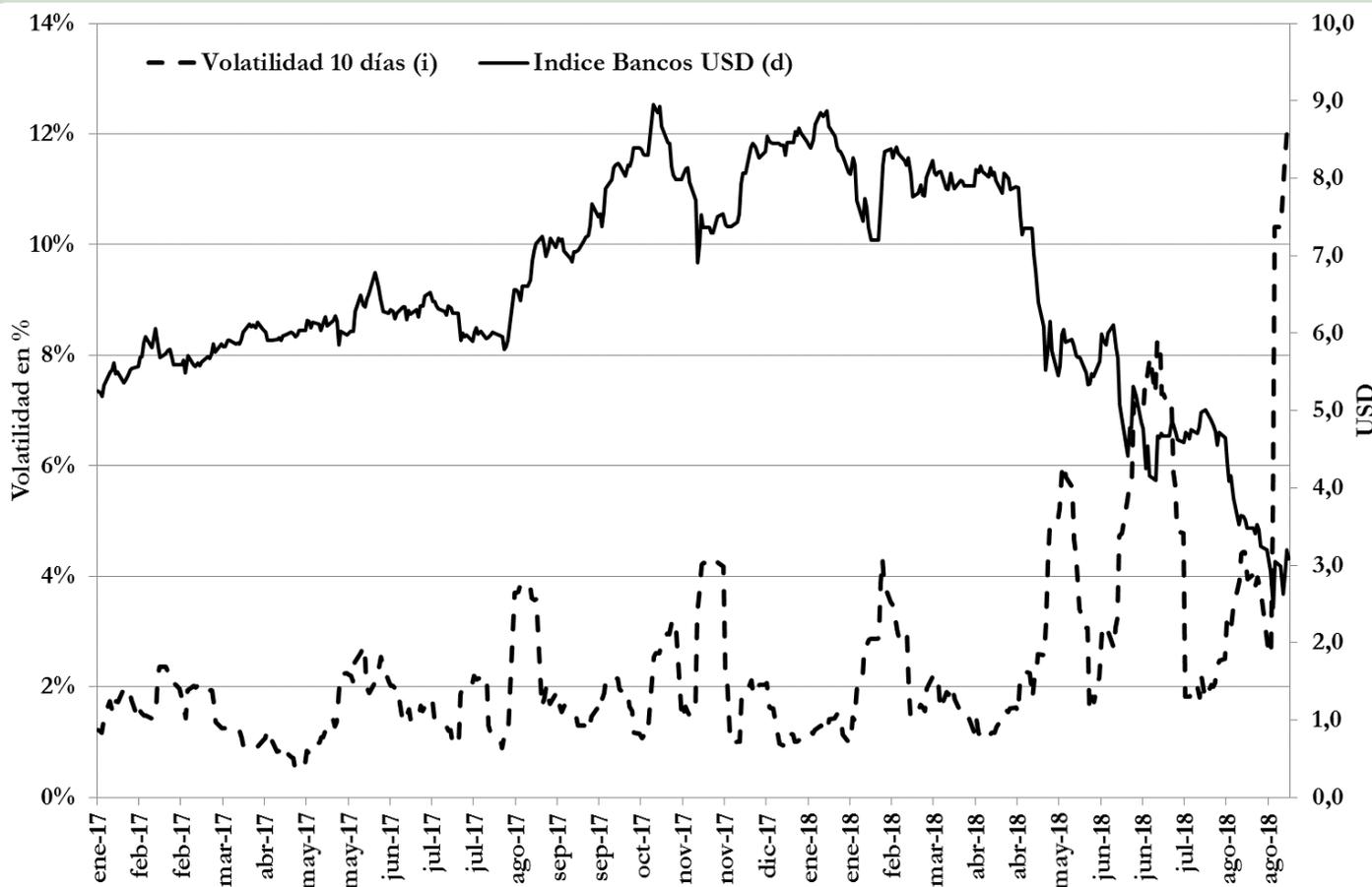
**GRÁFICO 3: Merval EN USD ESCALA LOGARÍTMICA**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Una manera de verlo es a través de la confianza en el sistema financiero a través de las corporaciones más representativas: los grupos financieros Galicia y Supervielle y los bancos Macro y Francés. Todos ellos fueron afectados de manera significativa por la crisis mostrando caídas superiores al 70% desde sus respectivos máximos reflejando la pérdida de confianza. Si bien las acciones de estas corporaciones financieras estuvieron subiendo tanto en pesos como en dólares durante la primera semana de septiembre, todavía es demasiado pronto para hablar de confianza. Para analizar estas acciones se construyó un índice con los precios de las acciones en dólares en el Merval de estas entidades financieras, ponderados por la capitalización bursátil diaria. De esta manera se obtuvo un índice de bancos que muestra que el mercado aún se encuentra lejos de volver a lo que era antes de la crisis.

**GRÁFICO 4: ÍNDICE DE BANCOS**



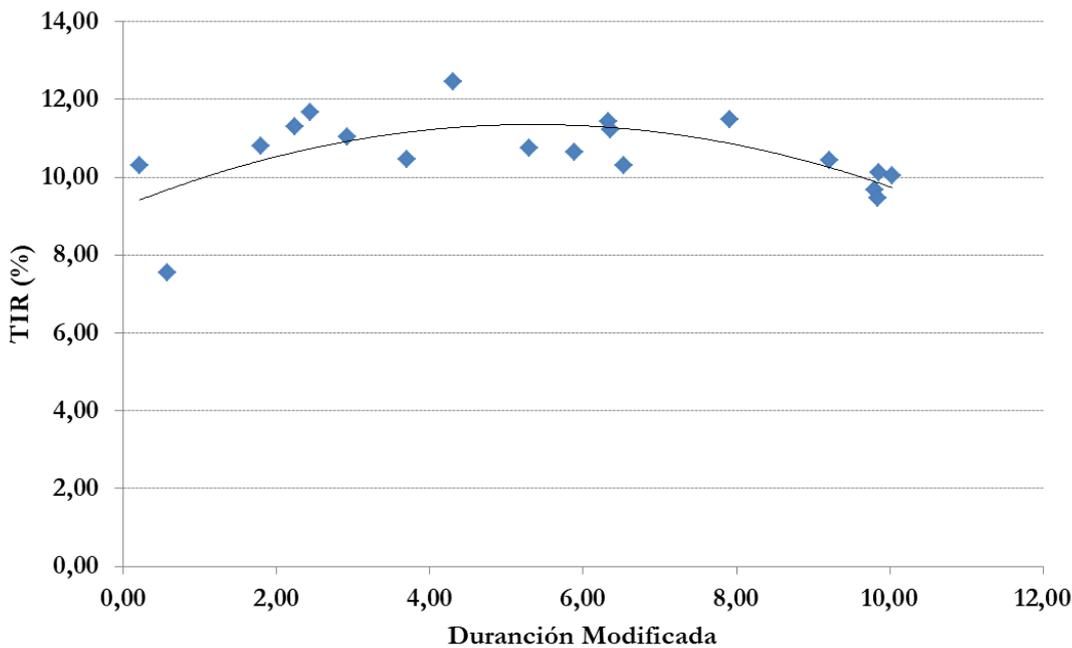
Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Como puede observarse, el valor ponderado en dólares de estas acciones se encuentra en mínimos histórico desde que cotizan las 4 entidades utilizadas a la vez. Asimismo, la volatilidad de los últimos 10 días se encuentra en niveles máximos. De esta manera, no se puede asegurar que la normalidad se haya restablecido del todo.

## 2. Renta Fija

Por el lado de los bonos, tampoco existe un indicio que sirva de asidero para hablar de estabilización o fin de la crisis. Es más, aún con la relativa calma cambiaria durante septiembre, la curva de los bonos en dólares quedó invertida, es decir ostentan un mayor rendimiento los bonos a corto plazo que los de largo plazo. Ello en general implica que no existe confianza en el corto plazo y muchas veces es un fuerte indicio de recesión.

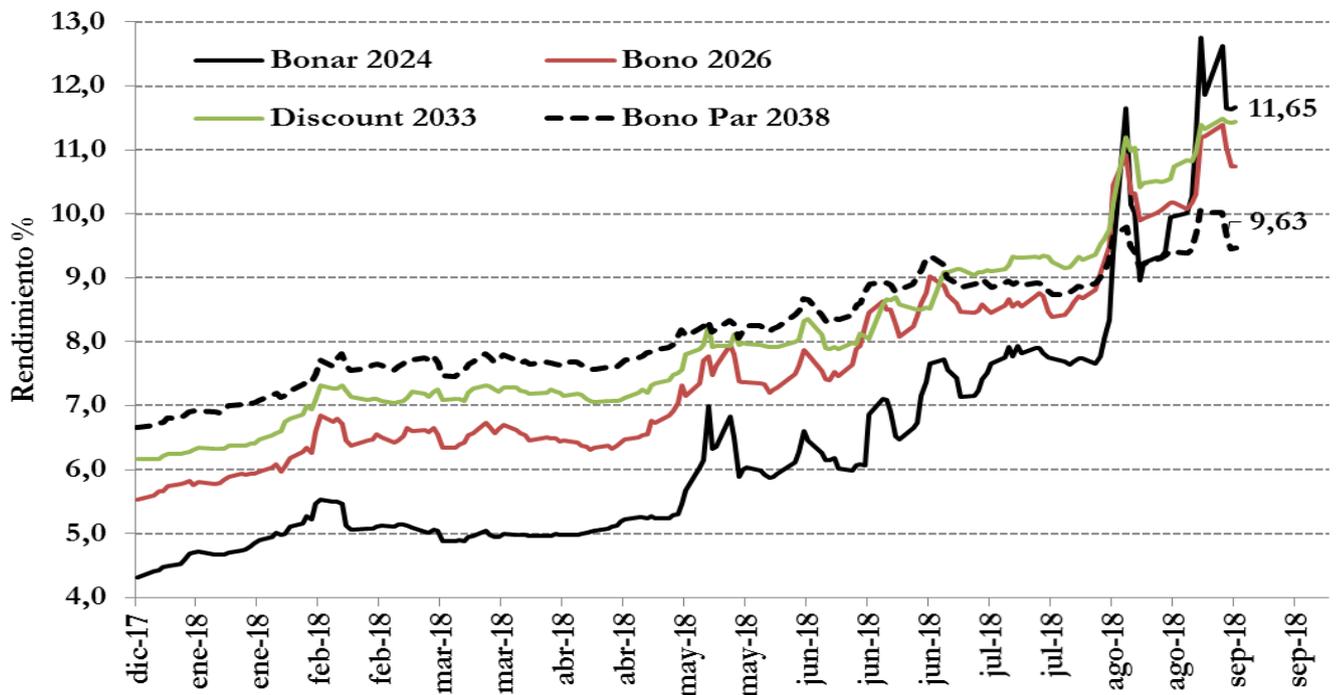
**GRÁFICO 5: CURVA DE RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS EN DÓLARES AL 7-SEP-18**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Como puede observarse en el siguiente gráfico, el 13 de agosto de este año el Bonar 24 superó en rendimiento al Bono Par 2038 lo que implica que la curva se invirtió tal como se mostró en el gráfico anterior.

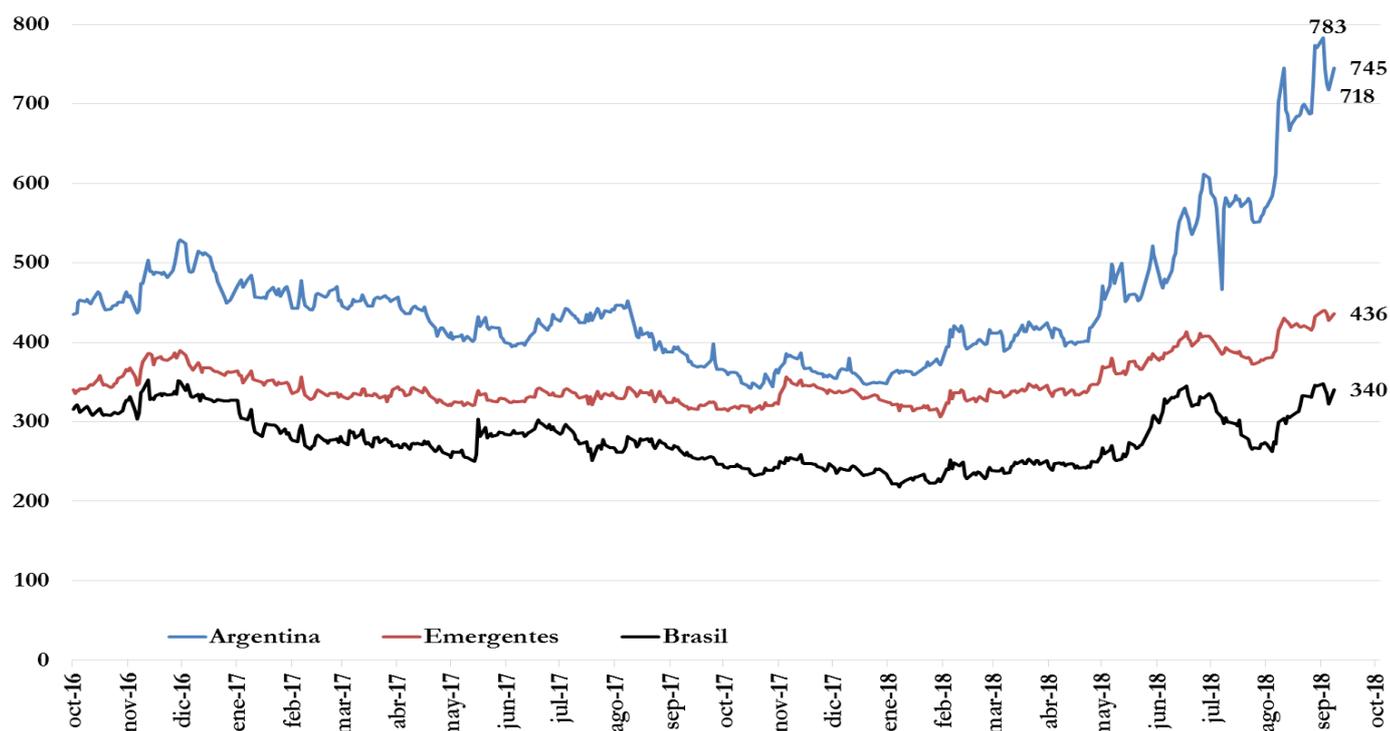
**GRÁFICO 6: RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS SELECCIONADOS EN DÓLARES**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Asimismo, el riesgo país medido por el EMBI del JP Morgan, no baja de los 700 puntos, los cuales superó por primera vez el 10 de agosto. Si bien tuvo momentos en que logró descender de este nivel, la desconfianza volvía a empujar los rendimientos de los bonos soberanos a tasas que exigen un mayor premio por el riesgo argentino.

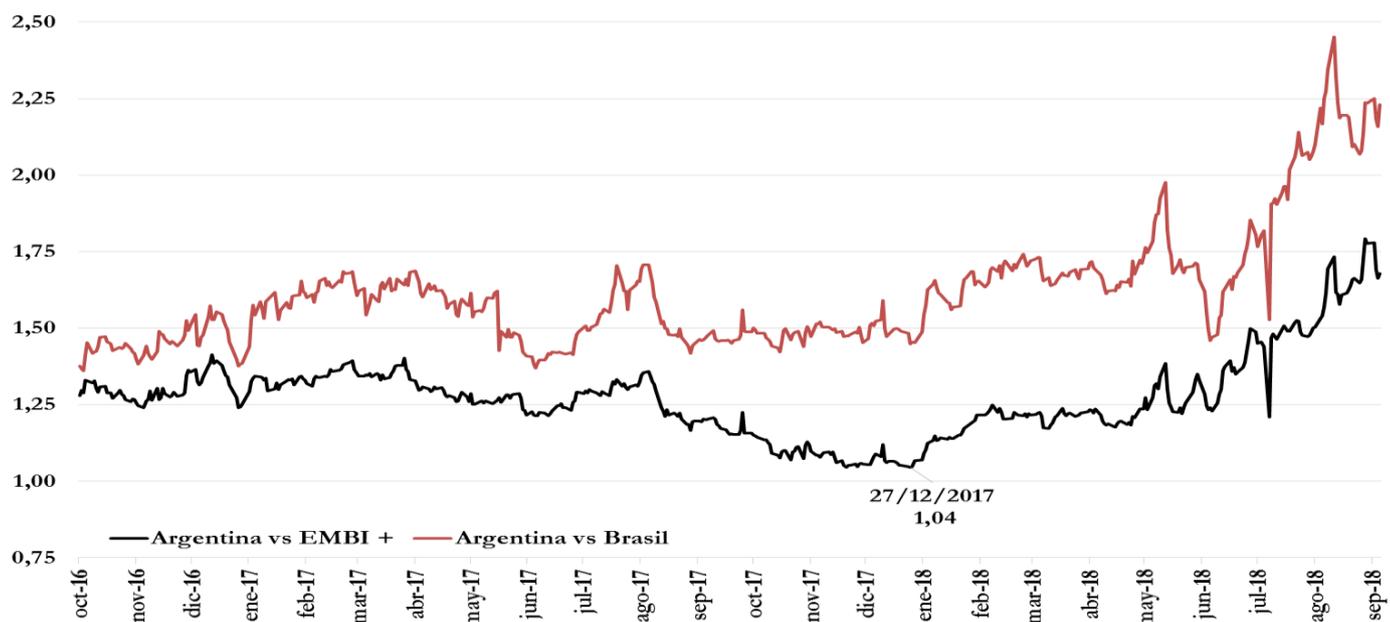
**GRÁFICO 7: EMBI ARGENTINA, EMERGENTES Y BRASIL**



Fuente: elaboración propia en base a Reuters

Cabe destacar, que no solo se disparó el riesgo país, sino que también se catapultó su valor relativo al riesgo de los emergentes o de Brasil. Por caso, antes de la crisis, al 27 de diciembre de 2017, el ratio del EMBI argentino contra el EMBI Emergentes se encontraba por debajo de su mínimo desde octubre de 2016, es decir era 1,04 veces más alto y era de 1,45 contra el riesgo brasilero. Actualmente, el ratio contra emergentes es de 1,68 luego se haber alcanzado un máximo de 1,79 y de 2,23 contra Brasil. Esto implica que Argentina es vista como un país en el cual lo internacional es un factor, pero donde se toma en cuenta más el riesgo local y este aún sigue siendo elevado tanto en términos absolutos como relativos.

**GRÁFICO 8: RATIOS DE RIESGO PAÍS ARGENTINA VS EMERGENTES Y BRASIL**



Fuente: elaboración propia en base a Reuters

En suma, tanto el mercado de activos como el de bonos muestran que a pesar de la tranquilidad vivida durante la primera semana de septiembre, la confianza no se restableció del todo. A lo sumo se podría argumentar que hay una estrategia de esperar y ver que podría no durar si las acciones que tome el gobierno o la autoridad monetaria en los próximos días no son bien recibidas por los agentes de mercado. De esta manera, el gobierno aún se encuentra en una situación que dista todavía de resolverse y en la que cualquier fallo bien podría desencadenar otra corrida contra el peso argentino con efectos nocivos sobre la economía real y financiera.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### AGOSTO NEGRO PARA LOS PAÍSES EMERGENTES

Jorge Viñas

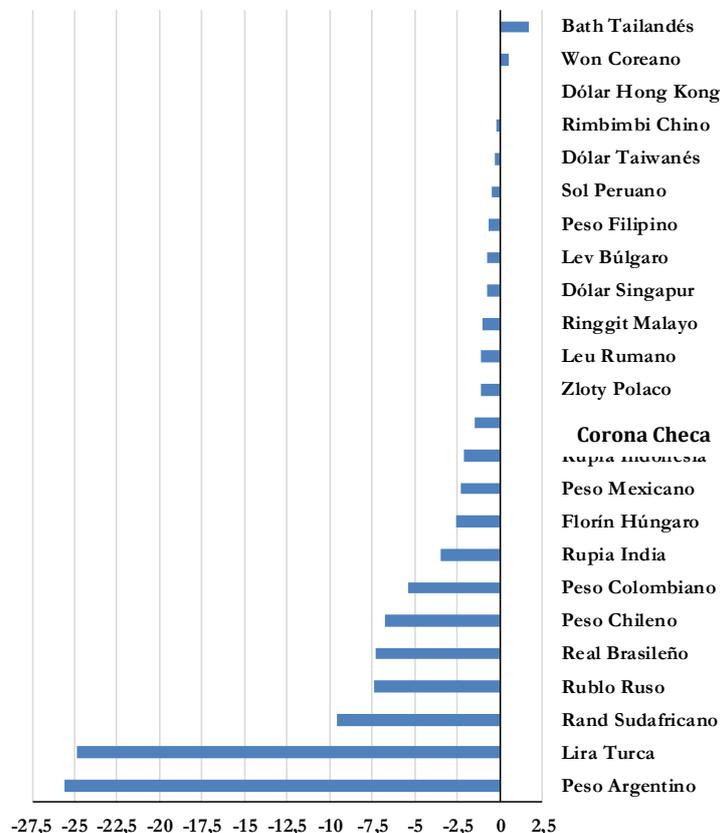
**Agosto fue un mes muy negativo para los países emergentes en materia financiera y cambiaria. La política monetaria de la Fed y la política comercial de Trump, no auguran una mejora en el corto plazo. Brasil se apresta a celebrar elecciones presidenciales el 7 de octubre, en medio de una fuerte incertidumbre sobre el resultado electoral y su futuro económico.**

#### 1. Salida de capitales y fuerte depreciación de monedas de países emergentes en agosto

En el transcurso del mes de agosto, se acentuó el deterioro de las condiciones financieras en la mayoría de los países emergentes. La intensificación del proceso de salida de capitales desde este grupo de países, derivó en fuertes caídas de valores de mercado de bonos y acciones, así como una depreciación generalizada de sus monedas.

### GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN DE LAS MONEDAS DE PAÍSES EMERGENTES FRENTE AL USD

Variación porcentual contra el USD en el mes de agosto de 2018.



Fuente: Bloomberg

Los países que, según el **Gráfico 9**, han sufrido en mayor medida el proceso de depreciación cambiaria, presentan problemas específicos que han contribuido al deterioro de expectativas: Argentina y Turquía con elevados déficits de cuenta corriente y necesidades de financiamiento en moneda extranjera; Brasil con fuerte incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales de octubre que conspira contra la recuperación económica; Rusia enfrenta sanciones económicas y financieras de EE.UU. que deterioran la confianza; Sudáfrica arrastra desequilibrios macroeconómicos que han llevado a la economía a caer en recesión.

Más allá de los problemas específicos de cada país, subyace un problema más generalizado, derivado de los cambios en las condiciones de liquidez global y su impacto sobre los flujos de capital. Las consecuencias son un deterioro en las perspectivas de crecimiento, un aumento de las presiones inflacionarias, por el *pass-through* de la depreciación cambiaria y la necesidad de enfrentar ajustes macroeconómicos la mayor parte de las veces sin apoyo suficiente entre el electorado.

Cabe destacar que, **a diferencia de procesos similares anteriores, en esta ocasión el stress financiero sobre los países emergentes no fue provocado por un aumento súbito de la aversión al riesgo de los inversores globales, ni por una suba acelerada de las tasas libres de riesgo en los países desarrollados.**

En efecto, **la tasa de retorno del bono del Tesoro americano a 10 años, cuyos movimientos son habitualmente identificados como un factor clave en la dirección de los flujos globales de capital, se ha mantenido en un rango de estabilidad desde junio, oscilando entre 2,8% y 3% anual.** Mientras que el principal índice accionario de EE.UU., el S&P500, que generalmente es considerado como un termómetro del apetito por el riesgo de los inversores, alcanzó un nuevo máximo histórico a fines de agosto, **muy lejos de mostrar síntomas de aversión al riesgo**<sup>5</sup>.

Las razones para el brusco cambio de humor de los inversores globales hacia los países emergentes en esta ocasión provienen de dos fuentes. En primer lugar, la creciente percepción de que los bancos centrales de los países desarrollados<sup>6</sup>, con el liderazgo de la Fed, están firmes en un camino gradual pero inexorable hacia la normalización monetaria.

Esto implica tanto subas adicionales de tasas de interés de corto plazo, como una disminución de los activos del balance de los bancos centrales, acumulados a lo largo de los sucesivos programas de expansión cuantitativa (QE) y de compras de activos que se aplicaron a partir de la quiebra de Lehman Brothers que desató la crisis financiera internacional de 2008-2009, para contrarrestar el proceso de *desapalancamiento* que amenazaba con hundir a la economía global en una profunda depresión<sup>7</sup>.

La contrapartida de dicha acumulación de activos en los balances de los bancos centrales, que se multiplicaron por un factor entre 3 y 5 desde septiembre de 2008 hasta la actualidad, ha sido una enorme inyección de liquidez. Como dicha inyección de liquidez deprimió los rendimientos financieros en los países desarrollados a niveles extremadamente bajos, una proporción significativa de la misma se canalizó hacia los países emergentes, cuyos activos ofrecían rendimientos muy superiores.

Esto generó un boom de inversiones y potenció el crecimiento económico en muchos de estos países, pero **dejó como secuela una acumulación sin precedentes de deuda denominada en moneda extranjera, fundamentalmente en dólares. Según las estadísticas compiladas por el IIF (*Institute of International Finance*)<sup>8</sup>, la deuda en moneda extranjera de los países emergentes prácticamente se duplicó entre 2007 y 2017, superando los 8 billones de dólares.** El perfil de vencimientos supera 1,5 billones de dólares anuales para el período 2018-2020, y se mantiene por encima de 1 billón por año hasta 2022 (véase el **Gráfico 10**).

<sup>5</sup> Otro indicador más específico de la búsqueda de los inversores de protección frente al riesgo, el índice VIX, que mide la volatilidad implícita en el valor de mercado de las opciones financieras sobre el índice S&P500, brinda la misma señal de calma: en agosto osciló en niveles entre 10 y 15, cuando en los momentos de aversión al riesgo, como por ejemplo a principios de febrero, supera 30 y alcanza picos de 50.

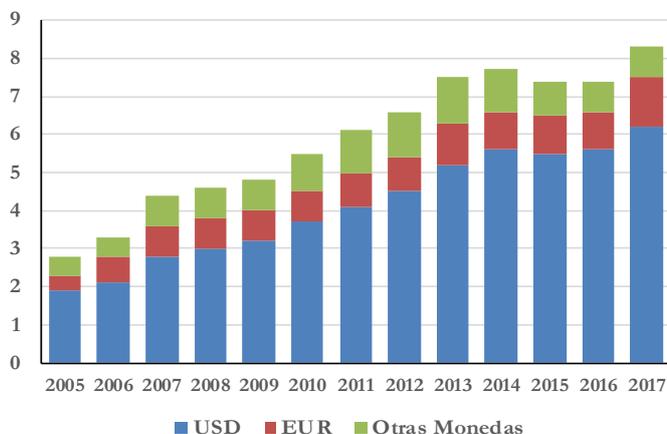
<sup>6</sup> En esta categoría se incluyen la Reserva Federal de EE.UU. (Fed), el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ)

<sup>7</sup> Justamente en estos días se cumplen 10 años de dicho evento que conmovió al sistema financiero internacional, lo que está generando numerosos análisis en los medios especializados sobre los cambios que se produjeron desde entonces, tanto a nivel regulatorio como en el funcionamiento del sistema financiero y su incidencia en la economía global.

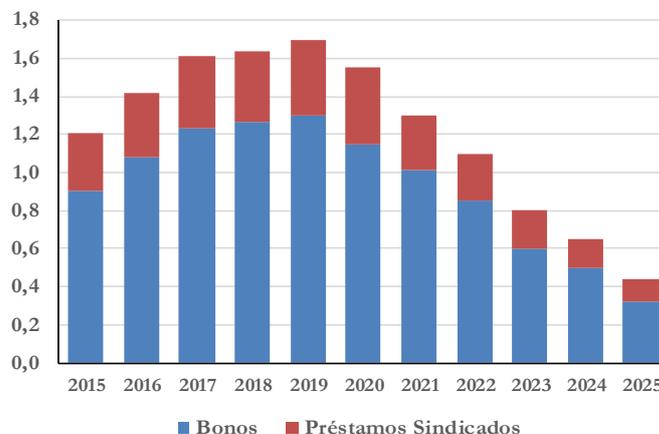
<sup>8</sup> IIF *Quarterly Global Debt Monitor*, May 2018

### GRÁFICO 10: DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA DE PAÍSES EMERGENTES

Stock Total de Deuda en Moneda Extranjera (Billones de u\$S)



Perfil de Vencimientos de Deuda (Billones de u\$S)



Fuente: IIF Quarterly Global Debt Monitor, May 2018

En este contexto, la perspectiva de que los bancos centrales de países desarrollados empiecen a revertir más pronunciadamente las políticas expansivas de los últimos diez años es lo que ha encendido las alarmas entre los inversores, que buscan anticiparse a futuros problemas más graves y retiran sus inversiones de estos mercados. La Fed es el banco central que más ha avanzado en el proceso, habiendo subido la tasa de Fondos Federales de un piso de 0,25% al 2% actual, y habiendo empezado en noviembre de 2017 a reducir los activos de su balance, por la vía de renovar por montos inferiores a los vencimientos mensuales, medio por el cual ya redujo sus activos totales de 4,5 billones a 4,2 billones de dólares a fines de agosto de 2018. Y, de acuerdo a la visión mayoritaria entre sus miembros, la Fed planea continuar con su plan gradual de suba de tasas y de reducción de sus activos.

Otros bancos centrales están más atrasados, pero apuntan en la misma dirección de la Fed. El BCE reducirá a partir de septiembre los montos mensuales de compra de títulos a la mitad respecto a los 30.000 millones de euros vigentes hasta ahora, y tiene previsto terminar definitivamente con las compras en diciembre de 2018. La primera suba de tasas se daría a mediados de 2019. Más atrás todavía viene el BOJ, que todavía no tiene planeado terminar con las compras de activos. Sin embargo, en el primer semestre de 2018 ha reducido tres veces el monto de las compras mensuales de bonos del tesoro japonés.

De esta forma, en términos agregados, **los bancos centrales del mundo desarrollado seguirán moviéndose hacia una postura monetaria más restrictiva hacia adelante**. Si bien este proceso no se trata de una novedad, sino que los bancos centrales lo vienen anticipando hace bastante tiempo, hasta hace pocos meses atrás prevalecía la percepción de que las consecuencias negativas asociadas habitualmente a los procesos de mayor restricción monetaria, en este caso se verían mitigados por dos factores: 1) el hecho de que se tratara de un proceso gradual daría tiempo a que los ajustes se dieran sin provocar disrupciones y, 2) los cambios estructurales en los países desarrollados, que se reflejan en un menor crecimiento potencial y menores tasas de inflación, se traducían en tasas de interés de equilibrio más bajas, por lo que el actual proceso de normalización monetaria terminaría en un nivel de tasas inferior al de ciclos anteriores.

Sin embargo, ambas premisas empezaron a ponerse en duda en los últimos meses. Por un lado, los problemas que empezaron a evidenciar los países emergentes con mayores necesidades de financiamiento en moneda extranjera, como Argentina y Turquía, encendieron las alarmas de que en realidad el gradualismo de los bancos centrales podría no ser suficiente para prevenir los efectos nocivos de la normalización monetaria. Por otro lado, el desempeño reciente de la economía de EE.UU., así como **las consecuencias potenciales de la política fiscal y la política comercial aplicadas por la Administración Trump, podrían obligar a la Reserva Federal a subir la tasa de interés más rápido y hasta un nivel más elevado que lo que se descontaba en las expectativas de los agentes económicos**.

Aquí es donde entra a jugar el segundo factor en el escenario negativo para los países emergentes, que podría denominarse el “factor Trump”. El mismo proviene del “éxito” que ha tenido el Presidente en la implementación de los principales lineamientos de su plataforma económica: una política fiscal expansiva, basada en reducción de impuestos y aumento de gastos de infraestructura, y una política comercial agresiva, tendiente a mejorar la posición de EE.UU. en sus relaciones comerciales externas, al costo de iniciar una guerra comercial en caso de encontrar resistencia de sus contrapartes. Hasta fines de 2017, Trump no había logrado avanzar seriamente en casi ninguna de sus principales iniciativas, muchas veces trabadas por los propios miembros de su Partido Republicano. Sin embargo, desde que a fines de 2017 consiguió aprobar la reforma tributaria, pudo darle un nuevo impulso a su gestión, lo que se reflejó en un avance más decidido en materia de comercio exterior. Las tarifas al aluminio y al acero, las tarifas a un número creciente de importaciones desde China, las amenazas a la Unión Europea, y la presión para reformular el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA por sus iniciales en inglés) con México y Canadá, son las principales manifestaciones de este avance.

Pese a que se multiplican las críticas dentro y fuera de EE.UU., respecto tanto a los contenidos de sus políticas como a sus modales, Trump puede jactarse que ha conseguido cumplir sus promesas de campaña: la economía de EE.UU. muestra crecimiento del PIB por encima del 3% anual, las ganancias corporativas crecen a un ritmo récord, el desempleo se ha sostenido por debajo del 4%, e incluso los salarios están empezando a mostrar un incipiente despegue<sup>9</sup>. Este desempeño de la economía de EE.UU. ha generado una atracción de capitales hacia su mercado accionario, impulsando al índice S&P500 a un nuevo record histórico, en detrimento del resto del mundo<sup>10</sup>. El boom de las grandes empresas tecnológicas estadounidenses agrupadas bajo la sigla FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google), también ha contribuido a este fenómeno.

Otro aspecto claramente negativo para los países emergentes de la estrategia económica de Trump es su orientación proteccionista en materia comercial. La introducción de tarifas y otras barreras a la importación por parte de EE.UU., impide o al menos limita, que aquellos países que tienen a EE.UU. como su principal socio comercial, incluyendo a China y otros países emergentes, se beneficien del crecimiento económico estadounidense, que les permitiría amortiguar el impacto negativo de la salida de capitales. Más aun, queda la sensación de que Trump está buscando aprovechar la posición relativamente más sólida de la economía de EE.UU. respecto a la de sus socios, para lograr imponer sus condiciones.

Finalmente, queda quizás el punto más importante y delicado. Más allá del “éxito” que está disfrutando Trump con los resultados económicos de sus políticas, queda en pie la cuestión de la sustentabilidad y los efectos colaterales negativos de dichas políticas. El hecho de que continúe aplicando una política fiscal expansiva en momentos en que la economía de EE.UU. se encuentra en torno al pleno empleo, conlleva el riesgo de provocar un recalentamiento de la economía que derive en una fuerte aceleración de la inflación. Más aun, cuando la política comercial proteccionista también representa un impulso inflacionario, que **algunas estimaciones lo ubican en cerca de 0,5 puntos porcentuales de inflación adicional para el año próximo, en caso de que las iniciativas arancelarias esbozadas por el gobierno de EE.UU. se apliquen plenamente.**

La confluencia de ambos efectos conforma un cóctel potencialmente explosivo en materia inflacionaria, que podría llevar a la Fed a adoptar una postura monetaria más contractiva de lo que los datos actuales de inflación justificarían, para tratar de anticiparse a esas consecuencias negativas, ya que salir luego a “apagar el incendio”, puede terminar siendo mucho más costoso en términos de generar una recesión profunda.

Hay especialistas, como John Bullard, presidente de la Reserva Federal de St. Louis<sup>11</sup>, que sostienen que la tasa de Fondos Federales ya está en torno a la neutralidad, por lo que la Fed debería frenar la suba de tasas. Un argumento clave en dicha posición radica en la pendiente aplanada que presenta la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de

---

<sup>9</sup> En agosto, los ingresos salariales promedio por hora registraron un incremento interanual del 2,9%, el más elevado desde el año 2007.

<sup>10</sup> Hay que resaltar que la salida de capitales no se ha limitado a los países emergentes, sino que también en Europa los mercados accionarios han sufrido dicho fenómeno, que ha provocado una fuerte desvalorización de las acciones europeas y presiones sobre el Euro. En la parte de títulos públicos se ha sentido en mucha menor medida porque el BCE todavía continúa con el programa de compras mensuales, pero de todos modos se advierte un aumento los spreads soberanos de algunos países de la Eurozona, especialmente el caso de Italia, donde la coalición de gobierno entre el Movimiento 5 Estrellas y la Liga Norte, plantea una relación tensa con la Unión Europea, en particular en materia fiscal y de políticas de inmigración.

<sup>11</sup> Actualmente no está entre los miembros votantes de la Fed.

EE.UU., ya que medida por el diferencial entre la tasa a 10 años y la tasa a 2 años se ubica en 0,23% al 7 de septiembre, muy cerca de alcanzar el punto de inversión (véase el **gráfico 11**).

Sin embargo, en general prevalecen los argumentos de que dicho indicador ha perdido poder predictivo sobre el ciclo económico, por lo que una eventual inversión de la curva de rendimientos **no necesariamente** anticiparía una recesión.

#### GRÁFICO 11: DIFERENCIAL DE TASAS DE BONOS DEL TESORO DE EE.UU. 10 AÑOS VS. 2 AÑOS



Fuente: Bloomberg

Por el momento, los mercados financieros descuentan que la Fed subirá otros 25 puntos básicos (p.b.) la tasa de Fondos Federales en la reunión de septiembre, mientras asignan una elevada probabilidad (mayor a 2/3) a una nueva suba de 25 p.b. en diciembre. Además de seguir acelerando el proceso de reducción de activos, al que ya se le da la denominación de QT por “*quantitative tightening*”. En este contexto, no parece sencillo que los países emergentes tengan un alivio duradero en los próximos meses.

#### 2. El acuerdo bilateral entre EE.UU. y México.

Los presidentes de EE.UU., Donald Trump, y de México, Enrique Peña Nieto, anunciaron el 27 de agosto durante una conferencia telefónica, que ambos países alcanzaron un acuerdo preliminar para rebalancear sus relaciones comerciales, bajo un nuevo Acuerdo comercial EE.UU.-México. El acuerdo representa un avance en la resolución de las disputas comerciales entre ambos países, que se generaron por la intención de EE.UU. de renegociar las condiciones del NAFTA.

De todos modos, todavía no se puede cantar victoria en términos de una resolución definitiva de las disputas. Mientras Trump asegura que está dispuesto a dejar sin efecto el NAFTA y confirmar el acuerdo bilateral con México en caso de no llegar a un acuerdo con Canadá, del lado mexicano no piensan lo mismo, sino que consideran clave incluir a Canadá. Asimismo, el Congreso de EE.UU., que cuenta con un plazo de 90 días para firmar el acuerdo después de haber sido notificado del acuerdo preliminar, lo que ocurrió el 31 de agosto, tampoco tendría predisposición a aprobarlo sin la inclusión de Canadá.

El tiempo para negociar es escaso, ya que la intención es que en México pueda ratificar el acuerdo el actual presidente Peña Nieto antes de que caduque su mandato y asuma su sucesor, Antonio Manuel López Obrador, lo que se concretará el 1° de diciembre.

El Acuerdo, que en caso de ser ratificado tendrá vigencia hasta 2034 y deberá ser revisado y actualizado cada seis años, contiene los siguientes puntos principales:

- Incremento del contenido mínimo regional en la industria automotriz de 62,5% al 75%.

- Asegurar que el 40-45% del contenido de los autos sea fabricado por obreros que ganen al menos u\$s 16 por hora.
- Fortalecimiento de las normas de origen, más allá de los requisitos del NAFTA y del TPP (*Trans-Pacific Partnership*), en las industrias automotriz, química, siderúrgica, del vidrio y de fibra óptica.
- Implementación de un nuevo capítulo de acceso al mercado para fomentar el comercio en bienes manufacturados, así como nuevas provisiones sobre comercio de productos relacionados con la industria textil.
- Incorporación de nuevos anexos sectoriales sobre tecnología informática, farmacéutica, herramental médico, productos cosméticos y sustancias químicas.
- Mantenimiento de los aranceles agrícolas entre ambos países en cero, incluyendo la biotecnología agrícola en el acuerdo.
- Acuerdo sobre el fortalecimiento de las medidas sanitarias y fitosanitarias, así como protecciones para la propiedad de fórmulas alimenticias.
- Acuerdo sobre un capítulo de propiedad intelectual, comercio digital, servicios financieros y trabajo.

Desde la perspectiva de México, el acuerdo reduce la incertidumbre que se había generado en torno a la relación con EE.UU., que había generado fuerte presión sobre la moneda mexicana, teniendo en cuenta que el 80% de las exportaciones mexicanas se dirigen a EE.UU.

Sin embargo, para alcanzar el acuerdo, México tuvo que ceder a las demandas de EE.UU., incluyendo el mantenimiento de los aranceles sobre el acero y el aluminio mexicano, y el requerimiento de que el 40-45% de la producción se realice en plantas que paguen salarios al menos de u\$s 16 por hora, cuando en la actualidad el salario industrial promedio en México se ubica en torno a los u\$s 3 por hora. De acuerdo al Secretario de Economía de México, el 68% de las exportaciones de autos de México a EE.UU. estaría en condiciones de cumplir los nuevos requisitos de contenido local, el restante 32% deberá adoptar medidas para adecuarse.

Por su parte, EE.UU., ofreció varias concesiones a México, para cerrar el acuerdo antes de que Peña Nieto deje la presidencia mexicana. La concesión más relevante es el abandono de la cláusula de extinción automática (*“sunset clause”*), que había sido una exigencia de Trump desde el inicio de la renegociación del NAFTA. Dicha cláusula obligaría a renegociar el acuerdo cada 5 años, y en caso de no ser ratificado explícitamente por todas las partes quedaría automáticamente sin efecto.

En cuanto a las negociaciones entre EE.UU. y Canadá, si bien persiste un clima de buena voluntad para alcanzar un acuerdo, todavía persisten diferencias difíciles de salvar. Del lado de EE.UU., una exigencia no negociable es que Canadá relaje el sistema de cuotas y aranceles que protege a su industria lechera, mientras que del lado de Canadá, la exigencia principal es que no se excluya del acuerdo el mecanismo de resolución de conflictos actualmente vigente en el NAFTA, algo que EE.UU. persiste en eliminar, y que fue aceptado por México en el acuerdo bilateral.

Se espera que las negociaciones con Canadá continúen a lo largo de septiembre, pero si se quiere llegar con los tiempos de ratificación antes de fines de noviembre, el acuerdo con Canadá debería cerrarse a fines de este mes a más tardar, dado que el Congreso de EE.UU. debe tener en su poder el texto definitivo del acuerdo al menos 60 días antes de su ratificación.

### 3. China, entre la defensa y el contraataque

Estados Unidos se apresta a concretar la imposición de aranceles de 25% sobre importaciones desde China por un valor de u\$s 200.000 M, equivalentes al 40% de las exportaciones de China a EE.UU., y al 9% de las exportaciones totales de China<sup>12</sup>.

EE.UU. ha efectivizado el arancel de 25% sobre u\$s 50.000 M de importaciones de China, que hasta ahora no han tenido ningún impacto significativo sobre las exportaciones chinas. En agosto de 2018 las exportaciones de China a EE.UU. medidas en dólares registraron un crecimiento interanual del 13%, un ritmo similar al de antes de la imposición

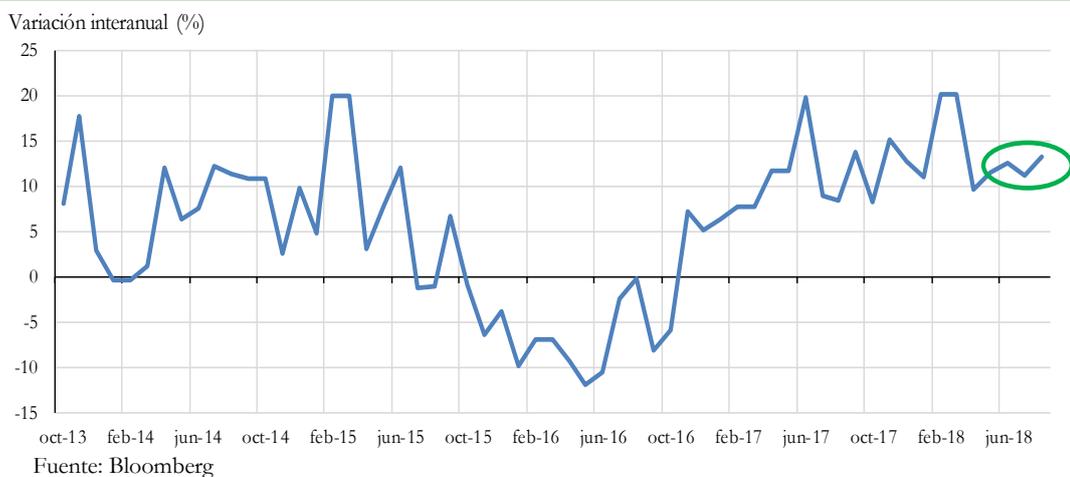
---

<sup>12</sup> En los últimos días, Trump ha amenazado con extender las tarifas a la totalidad de las importaciones desde China, que representarían u\$s 267.000 millones adicionales de exportaciones chinas alcanzadas por tarifas.

de dicho arancel (véase el **gráfico 12**). Pero esta nueva ronda de aranceles debería tener un efecto adverso más significativo.

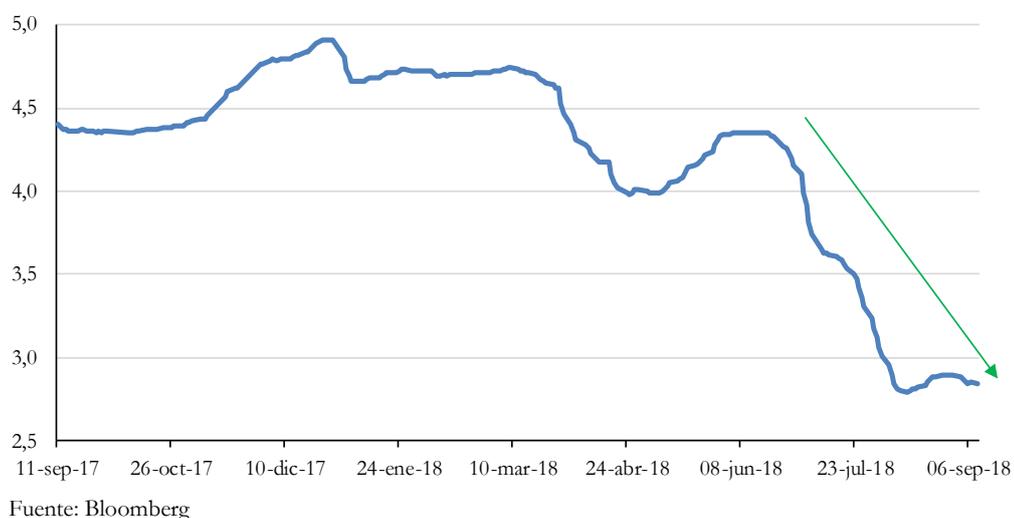
De todos modos, **el impacto global sobre la economía china no sería tan fuerte como para forzar a sus autoridades a ceder ante las demandas de Trump en forma rápida**. Las herramientas con que cuentan para amortiguar el impacto negativo les otorga margen para esperar a evaluar los efectos que tiene la guerra comercial sobre la economía de EE.UU. Una posibilidad es que, a medida que Trump sube la apuesta y los aranceles abarcan cada vez más productos de consumo masivo, el impacto sobre la inflación de EE.UU. podría ser significativo. Esto podría impulsar una reacción negativa de los consumidores estadounidenses, que se traduciría en una creciente presión sobre Trump para que termine la guerra comercial. Hasta ahora, China ha respondido con la aplicación de aranceles de 25% sobre importaciones de EE.UU. por u\$s 50.000 M que entró en vigencia el 3 de julio, y amenaza con responder a la aplicación de aranceles por parte de EE.UU. a u\$s 200.000 M de importaciones desde China, aplicando a su vez aranceles de entre el 5% y el 25% a importaciones desde EE.UU. por un valor de u\$s 60.000 M.

### GRÁFICO 12: CHINA: EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES A EE.UU. EN USD



Adicionalmente, las autoridades chinas han adoptado medidas monetarias y fiscales para contrarrestar el impacto negativo potencial sobre el nivel de actividad de los aranceles aplicados por EE.UU. En materia monetaria, el Banco Popular de China (BPCH) ha reducido las exigencias de encajes, además de reducir la tasa interbancaria a 3 meses (SHIBOR) de 4,9% a fines de 2017 al 2,84% en la actualidad (véase el **gráfico 13**). En materia fiscal el gobierno central, aceleró la aprobación de emisiones de deuda por parte de los gobiernos locales, al mismo tiempo que aprobó nuevos proyectos de infraestructura.

### GRÁFICO 13: CHINA: EVOLUCIÓN DE LA TASA INTERBANCARIA SHIBOR A 3 MESES (% ANUAL)



Inicialmente las autoridades habían dejado que el yuan se deprecie, buscando compensar el efecto de los aranceles sobre las exportaciones. Entre junio y mediados de agosto, la moneda china acumuló una depreciación del 8% frente al dólar, aproximándose a un valor de 7 yuanes por dólar (el máximo se alcanzó el 15 de septiembre en 6,935). Pero el ritmo acelerado de depreciación estaba alentando la salida de capitales, lo que amenazaba con poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero chino, que siempre está sospechado de algún grado de fragilidad. Ante la evidencia de que la depreciación cambiaria se estaba tornando contraproducente, las autoridades pasaron a señalar que favorecerían una estabilización del yuan, lo que se tradujo en una retracción del tipo de cambio hasta 6,80 frente al dólar (el último valor al 7 de septiembre es de 6,84).

En caso de que la guerra comercial con EE.UU. se intensifique, es probable que las autoridades chinas amplíen las políticas monetarias y fiscales expansivas. También es probable que busquen un nivel de tipo de cambio más depreciado. Sin embargo, deberán buscar un equilibrio delicado para evitar que la incertidumbre se traduzca en un aumento del stress financiero. Como advirtió el ex presidente del BPCCH en una entrevista pocos días atrás, si bien el impacto de los aranceles de EE.UU. no es demasiado relevante para la economía china, el principal riesgo radica en que la incertidumbre y las expectativas negativas generadas por la guerra comercial, se traduzcan en una inestabilidad financiera que se transforme en un problema mucho más grave.

#### 4. *Brasil se aproxima a las elecciones en medio de la incertidumbre*

A menos de un mes para la primera vuelta de las elecciones presidenciales del 7 de octubre<sup>13</sup>, el escenario electoral dista de haberse despejado. La exclusión por parte del tribunal electoral de la candidatura de Lula por tener una condena de prisión en firme<sup>14</sup>, deja fuera de competencia a quien lideraba cómodamente las encuestas con el 39% de intención de voto, según la encuesta de Ibope que midió al ex-presidente por última vez el 20 de agosto.

Según la encuesta más reciente, realizada a principios de septiembre, quien lidera las preferencias del electorado con un 22% es Bolsonaro, el candidato del PSL que tiene un discurso de tendencia de extrema derecha. Lo siguen dos candidatos que podrían considerarse de centro-izquierda: Marina Silva (Rede) y Ciro Gomes (PDT), ambos con el 12%. Más atrás, vienen Geraldo Alckmin (PSDB), el candidato preferido por empresarios y operadores del mercado financiero, con el 9%, y Fernando Hadad, quien seguramente será designado como sustituto de Lula como candidato del PT, con 4%, mostrando escasa capacidad hasta el momento para conquistar a los votantes de Lula. Dentro de este escenario de atomización, las simulaciones de resultados de las distintas posibilidades para la segunda vuelta, arrojan que Bolsonaro perdería contra los otros candidatos, excepto contra Hadad, a quien superaría por un margen estadísticamente no significativo.

Para terminar de enturbiar el escenario político, ya bastante enrarecido, el jueves 6 de septiembre Bolsonaro fue herido de una puñalada durante un acto de campaña en Minas Gerais, sumando un condimento de violencia política hasta ahora ausente. Frente a este suceso, fue llamativa la reacción de los mercados financieros brasileños: la bolsa de San Pablo experimentó una suba superior al 1% en unos pocos minutos después de conocerse la noticia, mientras que el real registró una apreciación frente al dólar que lo llevó hasta 4,05 reales por dólar al cierre del jueves 6 de septiembre, el nivel más apreciado desde el 21 de agosto<sup>15</sup>.

Esta reacción generó sorpresa e incredulidad entre muchos observadores desprevenidos. Sin embargo, la misma se justifica a partir de la especulación, luego avalada por algunos analistas políticos locales, de que el ataque podría fortalecer las chances electorales de Bolsonaro. Aquí corresponde aclarar que, ante el estancamiento en la intención de voto de Alckmin, en quien depositaban sus esperanzas los miembros del *establishment* económico-financiero brasileño, en las últimas semanas habían empezado a mirar con mejores ojos a Bolsonaro. Más allá de algún grado de moderación en el discurso de Bolsonaro, quien ha cumplido un rol clave para el cambio de percepción de los mercados financieros es Paulo Guedes, el referente económico de la campaña del candidato derechista. Guedes es un economista con estudios en la Universidad de Chicago y uno de los fundadores del Banco Pactual en 1983. Posteriormente formó el fondo de

<sup>13</sup> En caso de que ningún candidato alcance el 50% de los votos, la segunda vuelta se celebrará el 28 de octubre entre los dos candidatos que hayan reunido la mayor cantidad de votos

<sup>14</sup> Aunque aún no se puede considerar a Lula totalmente afuera de la carrera electoral, ya que está intentando una última apelación ante el Supremo Tribunal de Justicia (STJ)

<sup>15</sup> El viernes 7 los mercados financieros brasileños estuvieron cerrados por el feriado del día de la Independencia.

inversión de capital privado Bozano Invetimentos. Es un defensor de las privatizaciones<sup>16</sup> y de la reforma previsional, entre otras iniciativas “pro-mercado”.

El problema radica en que aun en el caso de que Bolsonaro consiga llegar a Presidente, y Guedes como su Ministro de Finanzas busque impulsar este tipo de medidas, especialmente la reforma previsional que muchos analistas consideran imprescindible para darle sustentabilidad fiscal al estado brasileño, difícilmente cuente con apoyo parlamentario para lograr su aprobación. En este contexto, la incertidumbre sigue postergando decisiones de inversión y producción, retrasando la esperada recuperación económica de la principal economía de Sudamérica.

---

<sup>16</sup> En contraposición con las expresiones de Bolsonaro a comienzos de la campaña, quien había afirmado que habría que matar a los funcionarios que vendieron activos del estado

## NOTA ESPECIAL

### EL G20 DEBERÍA HACER ALGO MÁS ÚTIL QUE CALMAR A WASHINGTON

*Jorge Riaboi*

**Frente al avance de iniciativas proteccionismo de las grandes potencias y sus consecuencias negativas sobre la economía de todo el mundo, el G20 guarda un llamativo silencio. Las declaraciones ministeriales de los últimos dos años han omitido toda referencia a conflictos comerciales concretos, y en particular a la estrategia agresiva de los EE.UU.**

#### *1. El silencio del G20 frente al avance del proteccionismo*

Todavía queda un exiguo margen de tiempo y de maniobra para recapturar los enfoques que convirtieron al Grupo de los 20 (G20) en el mecanismo más respetable del diálogo y cooperación internacional. A menos de tres meses de transferir a Japón la presidencia del foro, **sería aconsejable que la presidencia argentina reflexione acerca de la ambición, profundidad y realismo de los futuros trabajos que valdría la pena recomendar a la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno que sesionará en nuestro país entre el 30 de noviembre y el 1ero de diciembre.** Los líderes de este foro deberían abandonar la noción de que su agenda de trabajo está condenada a tolerar los filtros, vetos y reacciones mercantilistas que impulsa el gobierno de Donald Trump. A esta altura corresponde evaluar si la mera preservación de la armonía formal de sus miembros justifica la inversión política que decidieron hacer, en el último decenio, las naciones referenciales que dominan la masa crítica de la economía, el comercio, la población y el poder militar de este planeta. Una versión de este ejercicio fue tácita en el marco del Grupo de los 7 (G7). Habría que preguntarse si no sería lógico replantearse el “ser o no ser” de un proyecto de esta magnitud.

Es innegable que **durante el último bienio el Grupo decidió conformarse con muy poco.** En los dos últimos ciclos (el anterior de Alemania encabezado por Angela Merkel y el que ahora le toca presidir a Mauricio Macri), la membrecía bajó el perfil con el obvio propósito de evitar debates ásperos del tipo que circundan a la presente guerra comercial que hasta ahora involucra a por lo menos Estados Unidos, Canadá, México, China, la Unión Europea, Corea del Sur, India, Turquía, Rusia y otros influyentes actores globales. **El precio de tal silencio tiene mucho que ver con las proyecciones de aquietamiento y previsible declinación artificial del crecimiento económico y comercial, así como con eventuales dificultades políticas y sociales que asoman en el horizonte global.**

El pasado 20 de agosto la agencia Bloomberg señaló que **alrededor del 90 por ciento de los economistas que asesoran a la comunidad estadounidense de negocios, piensa que la estrategia comercial del Jefe de la Casa Blanca tendrá devastadores efectos sobre el crecimiento y la estabilidad de ese país y, por extensión, del resto del mundo.** El Fondo Monetario, la OMC y la Oficina de Presupuesto del Congreso estadounidense se alinean con similares puntos de vista, destacando que **la fase crítica comenzará a emerger con una despareja caída del PBI, y con inflación de costos, antes o a partir del segundo trimestre de 2019.** Un testimonio, por ahora episódico, de las cosas que pueden suceder, es la caída del 37% que se registrara el pasado mes de julio en las exportaciones de acero mexicano a los Estados Unidos como resultado de la arbitraria aplicación de las disposiciones comerciales sobre Seguridad Nacional de ese último país. El Presidente Donald Trump no cumplió su promesa de resolver ese tema dentro de las negociaciones destinadas a “modernizar el NAFTA”.

En adición a ello, es preciso recordar que **las naciones del G20 no son un buen modelo de conducta en materia de política comercial, como lo demuestra el constante aumento de sus restricciones ilegales al intercambio,** las que están inventariadas por la OMC o por ONG’s cuasi-académicas como Global Trade Alert.

Los daños directos y colaterales que suelen originar las restricciones ilegales impuestas al comercio, no quedarán en los territorios aduaneros afectados por cada conflicto. Harán estragos en todo el planeta. Los bienes y servicios que no se puedan exportar a los mercados tradicionales tenderán a volcarse, a precios de remate, en las plazas que sigan abiertas. Ello agravará los efectos de la crisis de sobredimensionamiento de la capacidad instalada industrial que desataron China y otros países asiáticos, quienes en estos momentos comienzan a decir que las reformas para solucionar el problema son necesarias y van en serio. Todo ese cuadro asoma en economías como la canadiense, cuyo gobierno contempla la necesidad de imponer una salvaguardia comercial contra el previsible aluvión de importaciones de acero que no puedan entrar al mercado de los Estados Unidos y se redirijan a ese país.

Tampoco es motivo de orgullo que el G20 olvide su función de diagnóstico y búsqueda de soluciones como las que se lograron, a partir de 2007/2008, con las medidas que fueron coordinadas y aplicadas exitosamente para revertir la crisis financiera (sub-prime), energética y alimentaria que azotó al mercado mundial durante gran parte de la última década.

Imaginar que constituye una jugada brillante desligar al G20 de las aludidas guerras comerciales, o de problemas como la inestabilidad económica de Turquía y la Argentina, de la necesidad de reformar y fortalecer la OMC o de quebrar el secular estancamiento de las negociaciones agrícolas, y hacer de cuenta que todo ello configura una masa de problemas que el Grupo puede ignorar, es un inaceptable modo de negación de la realidad y de asociarse con la suerte de las doctrinas mercantilistas que noventa años atrás golpearon de manera catastrófica al conjunto de los seres humanos.

Cuando queden al desnudo tales omisiones, la Argentina será vista como factótum de una gestión que se limitó a presidir el Grupo desarrollando temas quizás relevantes a largo plazo **a costa de rehuir el tratamiento de los problemas cruciales e inmediatos, con la tácita consigna de hacer tiempo y poco ruido, o de armar seminarios y debates de auto-ayuda** que se tratan con mayor provecho en instituciones especializadas como la OCDE y la FAO, y a mirar con ansiedad el reloj hasta el 1ero. de diciembre. **Algunos de estos entretenimientos sólo contribuirán a suponer que es legítima y aceptable la existencia del proteccionismo regulatorio de los grandes mercados referenciales como el Viejo Continente o Estados Unidos, o los desplazamientos de exportaciones que genera China con su peculiar manipulación de la economía socialista de mercado.**

Hasta el momento el foro siquiera tomó al pie de la letra la apuesta del Jefe de la Casa Blanca cuando propone ir a cero aranceles, cero restricciones arancelarias y cero subsidios, la que si fuera viable debería ser discutida con madurez y liderazgo, inclusive por respeto a la inteligencia de los demás gobernantes del Grupo. Los primeros que no están listos para aceptar a sobre cerrado semejante “bluff”, son el Congreso y los dos partidos mayoritarios de su propio país. El Presidente Trump hizo otro gesto de gran elocuencia al descartar sin mayor reflexión una oferta de cero por cero para la industria automotriz que le enviara la Unión Europea. Un aliado del tamaño de Japón hoy le sugiere a Washington que abandone los intentos de concretar acuerdos bilaterales de comercio e inversión con Tokio y se concentre en renegociar su regreso a la Asociación Transpacífica (TPP). El devenir de este proceso es, no obstante esa clase de argumentaciones y hechos aislados, una gran incógnita.

Con sólo analizar la insólita promesa que el pasado 25 de julio le hizo Jean-Claude Juncker, el Presidente de la Comisión de la UE a Donald Trump, al decirle que esa región le comprará más soja a Estados Unidos, como si Bruselas tuviese el poder de decidir a dedo cuánto y de dónde importarán los usuarios del sector privado (lo que no se puede confundir con la fortuita y circunstancial demanda surgida de los actuales efectos del Cambio Climático sobre la oferta agrícola de Hemisferio Norte), nos tienta a imaginar que el mundo está descuidando, a pasos agigantados, la confiabilidad y el prestigio de sus grandes líderes.

**Juncker sabe que el Euro-Parlamento tiene en cartera un delirante plan alternativo de sustitución de importaciones en materia de sustancias proteicas que tradicionalmente adquiere en Brasil, la Argentina y Estados Unidos, el que apunta en otra dirección y que por lo tanto sólo le ofrece a Washington lo que está sucediendo por razones coyunturales. Tampoco desconoce que ese cuerpo legislativo, que tiene poder real de veto, encabeza la guerra santa contra el glifosato (cuyo empleo acaba de aprobarse por sólo cinco años en medio de una enorme confusión), para entender que su movida escapa al análisis político o científico para incursionar en terrenos oscuros del ejercicio del poder. ¿Tendrá algo que ver semejante enfoque con el fin del período de su cargo en 2019?**

En suma, hay dos problemas o necesidades prioritarias sobre las que conviene profundizar y no son las que hoy están sobre la mesa. La primera, ponderar si es posible recuperar la atención del G20 sobre la presente realidad global y, la segunda, entender lo que significan para la Argentina tanto las decisiones como las omisiones adoptadas en las últimas ministeriales del foro.

## *2. Las Declaraciones Ministeriales*

**Nicolás Dujovne, el Ministro argentino de Hacienda, no parece haber puesto el dedo en el renglón apropiado** cuando orientó el consenso sobre la última Declaración de Ministros de Finanzas y Gobernadores (presidentes) de Bancos Centrales, con sólo dos alusiones crípticas a los conflictos y guerras comerciales de todo pelaje que pueden originar las tendencias recesivas que pronostican los ya mencionados pareceres del Fondo Monetario, la

OMC y la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos. En el párrafo 1 del sintético perfil de inventario temático que asumió esa Declaración, la que circuló el pasado 22 de julio, se mencionan, como riesgos que crecen en intensidad, al “comercio y las tensiones geopolíticas...así como a los desequilibrios globales”. Ello se complementa con la ratificación de “...las conclusiones sobre comercio efectuadas por nuestros líderes en la Cumbre de Hamburgo (del año 2017, aclaración nuestra) y con ello reconocen la necesidad de aumentar el diálogo y las acciones para mitigar el riesgo y expandir la confianza. Al mismo tiempo, en el texto se asegura que los gobiernos del Grupo “trabajan para fortalecer la contribución del comercio en nuestras (léase “sus”) economías”. Y eso fue todo. Ahora los expertos en códigos deberían explicar el alcance oculto y real de tan fundacional mensaje.

Casi una semana después, la Declaración que emitieran con fecha 28/7/2018 los Ministros de Agricultura del G20, cuyos países aportan por sí solos el 60 por ciento de la tierra cultivable y el 80 por ciento del comercio mundial de productos agrícolas, registra una incursión con enfoques similares. Por lo pronto, en el segundo de los párrafos el texto optó por reproducir el hecho de que el gobierno de Estados Unidos se retiró del Acuerdo de París sobre Cambio Climático, como un manto destinado a eximir a ese gobierno de una gran proporción del contenido de sus 32 extraños párrafos. En él se intentan resumir los trabajos que hacen los analistas de la burocracia internacional y de los gobiernos sobre buenas prácticas agrícolas, administración del agua y la tierra, la Agenda 2030 de Desarrollo Sostenible y los objetivos de Desarrollo Sostenible, el manejo de desperdicios alimentarios, la preservación de la diversidad biológica sin generar una literatura muy distinta a la que producen diariamente los organismos relevantes (como la FAO, la OCDE, el IFPRI, la OCDE y el IPFAD), a quienes se les pidió una contribución ad hoc como insumo de los trabajos de la Cumbre de 2018.

**La Declaración también alude a la batalla contra el hambre y la seguridad alimentaria, sin hacer referencia explícita al papel que desempeña el comercio, y por lo tanto la política comercial, en el marco del objetivo de garantizar esa clase de seguridad. Esto último es muy llamativo, porque en el Compromiso (Commitment) IV de la Cumbre de FAO de 1996 establece claramente la existencia de ese vínculo estratégico. También porque desde 1986 la Argentina asumió, en el austero inventario de sus políticas de Estado, la prioridad que otorga al nexo entre liberalización agrícola y seguridad alimentaria.**

A partir de esta nueva prosa del G20, el comercio agrícola tiende a ser reflejado básicamente como uno de los factores de reactivación económica, en lugar de enfatizar su papel en la seguridad alimentaria, el equilibrio ecológico, como mecanismo de racionalización en el uso de los recursos naturales y otras funciones que hacen al desarrollo sostenible, lo que incluye, pero no se reduce al negocio agrícola. ¿Es que no vieron el punto los miembros del Grupo Cairns que participaron en la redacción de este documento?

Esto último es extraño, pero no inusual, porque todo el despliegue de la Declaración de los Ministros de Agricultura parece concebido para insertar un detallado relato sobre las buenas prácticas agrícolas, el desarrollo sostenible y el cambio climático, además de la protección del stock y uso del patrimonio de recursos en materia de diversidad biológica, con el perfil de quién propone reglas o requisitos europeos de acceso al mercado. **También es raro que no se mencione, en este paquete, el supuesto derecho de exigir información acerca del denominado Indirect Land Uses Change (o ILUC) como cosa juzgada, un criterio que hasta el momento es sólo una demanda unilateral de la Unión Europea** que algunos de nuestros países toman, por simple “payuquería” intelectual, como una obligación legalmente exigible. **Los standards laborales, ambientales y conceptos como el ILUC, no forman parte de ningún consenso legal aprobado en el sistema multilateral de comercio y por ello no gozan de cobertura contractual (o “enforcement”). Estas excepciones aparecen cuando se negocian acuerdos de libre comercio con países de nivel hegemónico como los Estados Unidos, las que exigen a sus socios para igualar las condiciones de localización de inversiones, sin que tengan la menor intención de aplicarlas en su propio mercado nacional (lo que en la actualidad es política oficial).** Ello indica la conveniencia de vacunarse contra la bisonería que suele caracterizar a los enfoques de nuestro país, al confundir simpatía hacia ciertas ideas y métodos de análisis con una exagerada devoción y compasión por los impulsores del proteccionismo y la excepción agrícola.

Además de lo expresado en el párrafo anterior, **en esta columna se soslayan las referencias sobre la OMC de la Declaración, las que revelan profunda ignorancia del tema.** Sólo indicaremos que en su párrafo 24 se alude a la importancia de la OMC y a la continuidad del proceso de reforma que se establece en el Artículo 20 del Acuerdo sobre Agricultura (al que no se menciona explícitamente), **sin aclarar si con ello mandaron al canasto los objetivos de la Ronda Doha.** Al hablar de mandatos, en teoría ambos están vigentes, si bien el segundo de ellos en estado polémico, debido a que esa Ronda es tratada como materia fúnebre por algunos Miembros de la OMC. En consecuencia, **la**

**Declaración no aporta una ambigüedad constructiva de las que son tan comunes en Ginebra, sino una infantil confusión primaria. El Sistema Multilateral de Comercio (la OMC) no necesita insumos del G20 para embarrar la cancha; las representaciones ante ese organismo lo hacen bastante bien sin ayuda.** La misión del G20 sería bajar línea política para resolver, no para empantanar más el debate constructivo, la reforma del Sistema y el estancamiento casi horizontal de las negociaciones.

Un punto similar a los anteriores, de los que se convierten en verdades implícitas por simple repetición, es lo que en el párrafo 26 se define como Buenas Prácticas y está codificado como Pautas Voluntarias para la Inversión Responsable en el Usufructo de Tierras, la Pesca y la Actividad Forestal bajo la atenta mirada de los reclamos sobre Seguridad Alimentaria, propuestas por la OCDE, la FAO y el Comité sobre Seguridad Alimentaria. **Todos sabemos, o deberíamos saber que, con el paso del tiempo, lo que es voluntario se torna obligatorio bajo reglas como el Principio del Derecho Internacional Consuetudinario (o Customary International Law), del que suelen abusar nuestros amigos europeos.**

Pero el asunto de mayor importancia son las cosas que faltan en la Declaración. Además del ya señalado papel del comercio como garantía de Seguridad Alimentaria, la propuesta de reformas constructivas al funcionamiento y la modernización de ciertas reglas de la OMC (como las normas sobre defensa de la competencia y las que rigen el funcionamiento del Sistema de Solución de Diferencias), el freno a los conflictos o guerras comerciales que en los hechos destruyen el intercambio y el desarrollo sostenible, una vertiente que requiere incluir la actualización del proceso de reforma agrícola y otros asuntos de igual calibre.

**Tampoco deja de llamar la atención la imposibilidad de encontrar una detallada y fundada referencia a los daños que ocasiona el Proteccionismo Regulatorio,** que es el hilo conductor de lo que no se debe hacer con las normas sanitarias y fitosanitarias (mencionadas en su versión más arcaica en la Declaración), **con los obstáculos técnicos al comercio, con las normas de defensa de la competencia y con el comercio de Estado.** En algún otro momento, todos estos asuntos tendrán que regresar al G20 por la puerta grande. Y es de suponer que ese momento la Argentina encabezará los trabajos y los festejos vinculados con tal decisión.

## INDICADORES

Indicador	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago 18
<b>Precios</b>															
<b>IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m</b>	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	2,1%	3,7%	3,1%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%	2,1%	2,7%	4,1%	3,2%	n/d
<b>IPC GBA (INDEC) Var. % m/m</b>	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%	2,6%	1,9%	3,9%	2,8%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,5%	2,2%	2,5%	2,1%	2,6%	4,2%	1,9%	n/d
<b>IPCBA (CABA) Var. % a/a</b>	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%	26,5%	27,2%	29,8%	31,0%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%	3,0%	2,3%	3,7%	2,7%	n/d
<b>Indicadores Fiscales</b>															
<b>Ingresos Totales Var. % a/a</b>	24,3%	28,3%	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%	20,9%	33,0%	36,5%	25,6%	n/d
<b>Gastos Primarios Var. % a/a</b>	25,6%	22,9%	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%	14,1%	18,0%	26,8%	19,1%	n/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>															
<i>Mediana</i>	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0	25,0	30,0	30,0	30,0
<i>Media</i>	27,3	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2	33,1	33,3	35,8	32,2	35,3
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>															
<i>Índice</i>	42,0	42,5	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8	40,1	36,1	36,0	36,3	36,3
<i>Var. % m/m</i>	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%	-10,0%	-0,3%	0,8%	0,0%
<i>Var. % a/a</i>	-1,5%	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%	-21,2%	-14,4%	-14,6%	-23,9%

Indicador	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Enc-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago 18
<b>Indicadores de Actividad</b>															
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	4,9%	4,3%	3,7%	3,4%	4,9%	4,0%	3,0%	4,0%	5,0%	2,1%	-0,6%	-5,2%	-6,7%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,7%	-0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	-0,1%	0,0%	-2,7%	-1,2%	-1,3%	n/d	n/d
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%	6,8%	-4,7%	-31,0%	-35,8%	-31,9%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%	-8,6%	4,1%	-26,9%	-15,8%	12,0%
<b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>	6,0%	6,3%	5,5%	4,3%	4,6%	2,7%	-1,7%	0,9%	7,3%	0,7%	-0,4%	-5,4%	-7,9%	-5,2%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,5%	0,1%	-0,9%	-0,2%	-0,6%	0,8%	-1,5%	0,3%	1,3%	1,9%	-4,9%	-1,9%	-1,2%	0,9%	n/d
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	4,9%	5,4%	3,2%	4,7%	2,2%	0,8%	0,1%	1,2%	6,9%	3,0%	4,0%	-3,3%	-6,5%	-4,3%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,4%	1,2%	-1,4%	0,5%	-0,5%	-1,1%	1,2%	0,3%	0,1%	-1,3%	-0,3%	-2,3%	-0,9%	0,1%	n/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	1,2%	3,4%	-1,2%	-8,1%	-5,7%	n/d
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	19,0%	16,6%	8,3%	14,0%	5,8%	-0,1%	0,7%	n/d
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%	-7,5%	-12,0%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%	7,7%	-6,7%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	16,9%	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,8%	-2,8%	-5,8%	0,1%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>															
<b>Exportaciones en USD</b>	5.150	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	4.767	4.294	5.360	5.178	5.133	5.099	5.385	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-2,2%	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	11,1%	10,1%	17,4%	6,5%	-6,5%	-1,0%	1,7%	n/d
<b>Importaciones en USD</b>	5.900	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	5.197	5.958	6.102	6.447	5.458	6.174	n/d
<i>Var. % a/a</i>	14,9%	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	26,3%	8,8%	22,7%	6,3%	-7,5%	2,2%	n/d
<b>Saldo Comercial en USD</b>	-750	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	-969	-903	-598	-924	-1.314	-359	n/d	n/d
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	195,2	205,5	196,3	198,1	198,7	201,0	200,6	203,1	212,9	217,2	219,0	223,4	210,1	201,8	200,4
<i>Var. % a/a</i>	-12,7%	-1,3%	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%	9,3%	13,1%	14,3%	7,6%	-1,8%	2,1%