



INFORME INTERNACIONAL EMBAJADA ABIERTA

**Informe N°16
28 de febrero de 2018**

Contenidos

**I - El futuro del comercio mundial y el
impacto en la Argentina**

II - Incertidumbre electoral

**III - Fin de ciclo para la hiperliquidez
global**

I - EL FUTURO DEL COMERCIO MUNDIAL Y EL IMPACTO EN LA ARGENTINA

Luego del fracaso de la reciente cumbre de la OMC en Buenos Aires, se encienden las alarmas sobre las perspectivas de corto y mediano plazo para el comercio mundial. El tema interesa especialmente a la Argentina porque será uno de los capítulos de discusión de las reuniones del G20 que se vienen realizando en el país y que culminarán con un encuentro de jefes de Estado. La postura de los Estados Unidos nuevamente será el eje de la discusión, aunque en los principales bloques globales se ha tomado conciencia de que habrá que convivir con la nueva postura norteamericana que la administración Trump dio en llamar “comercio justo”.

Pero la Argentina no sólo presta atención a esta discusión global por su circunstancial presidencia del G20 sino porque la debilidad de su sector externo habilita hipótesis críticas sobre el futuro económico y en ese escenario las negociaciones comerciales adquieren una importancia vital.

La Argentina registró en 2017 un déficit comercial de casi 8500 millones de dólares y el consenso de analistas pronostica para este año un récord de 10.000 millones. La falta de dinamismo de las exportaciones obliga a evaluar todo tipo de políticas y alternativas para dotarlas de un impulso especial.

En esa dirección se encamina la apuesta oficial a acelerar las tratativas para un acuerdo entre el Mercosur y la Unión Europea. Pero los tropiezos de los últimos meses, sumados a la reciente embestida del sector agropecuario francés sobre el gobierno de Emmanuel Macron y las demandas de los sectores industriales de la Argentina y Brasil anticipan nuevas complicaciones que derivarán seguramente en una negociación más lenta y trabajosa.

- Las tensiones con la Unión Europea

Por caso, habrá que atender distintas cuestiones que rodean a esta pulseada:

° Poco se ha dicho del interés europeo por avanzar en condiciones de igualdad con empresas del Mercosur en las compras y contrataciones estatales de la región. Si bien Brasil siempre ha mostrado una postura restrictiva a ceder posiciones en este terreno, se presume que una mayor flexibilidad para estos negocios será moneda de cambio para que Europa muestre una apertura más generosa en materia de exportaciones agropecuarias, especialmente en los cupos de carne vacuna. Si eventualmente esta línea de intercambio avanzara surgiría un frente inesperado: el gobierno de los Estados Unidos sigue con atención estas tratativas, frente a la posibilidad de que los países del Mercosur concedan a la Unión Europea mejores condiciones que a las empresas de aquel país para participar en compras y contrataciones estatales. ¿Habrá alguna respuesta comercial del gobierno de Trump si prospera este acuerdo? Por lo pronto, Estados Unidos ratificó el aumento del arancel para el ingreso de biodiesel y se propone restringir importaciones de acero y aluminio de la Argentina. La escasa transparencia y la reserva que rodean a las conversaciones entre ambos bloques le agregan más tensión al panorama.

° En este juego de presiones cruzadas, difícilmente la Unión Europea acceda a ampliar la cuota para importación de carne del Mercosur a más de 100.000 toneladas por año, como piden los países de la región. La oferta actual, declarada insuficiente por el Mercosur, es de 70.000 toneladas y ya ese nivel es considerado agravante por los productores franceses, que maltrataron a Macron en la tradicional muestra agrícola de ese país. Una eventual mayor apertura del mercado europeo también es resistida por otros países como Irlanda y Polonia. La Argentina espera que Alemania y España se constituyan en puentes para acercar posiciones, pero las dificultades que viene encontrando Angela Merkel en su frente doméstico le quitarán margen en el corto plazo para poner el foco en este asunto. La

inminente visita de Mariano Rajoy a Buenos Aires tendrá este tema como prioridad en la agenda.

° Otro escollo para avanzar en el acuerdo proviene de la reticencia de las llamadas industrias nacientes o servicios con alto componente de innovación ante la perspectiva de ver truncado su desarrollo si no se llega a un consenso sobre cómo fijar una protección inicial que les permita el despegue. Según datos de la Cepal la participación regional en las exportaciones mundiales del total de servicios en 2016 fue de apenas un 3,1%, comparada con un 5,6% en las exportaciones mundiales de bienes. Específicamente, la cuota de América latina en la exportación de servicios modernos fue de sólo 1,8%. Es decir que existe un extenso margen para estimular exportaciones de estos sectores, pero este horizonte podría verse afectado si el acuerdo con la Unión Europea no contempla sus intereses particulares.

II - INCERTIDUMBRE ELECTORAL

La proximidad de las elecciones presidenciales en Brasil y Paraguay complica también el panorama para las negociaciones comerciales. Paraguay elegirá nuevo mandatario el mes próximo y el candidato con mayores chances es Mario Abdo Benítez, del Partido Colorado, que integra el oficialismo del actual jefe de Estado Horacio Cartes. El matiz a tener en cuenta es que se desató una fuerte interna entre ambos, que estaría generando repercusión en las definiciones y negociaciones en curso que tendrán efecto después de mayo, cuando asumirá el nuevo gobierno. El caso de Brasil es aún más complejo. La actual incertidumbre sobre los candidatos que competirán podría convertirse en una crisis política si finalmente la Justicia veta de manera inapelable la posibilidad de Lula de competir y, más aún, si lo envía a prisión. El oficialismo no definió aún candidato y, más allá de los fuegos de artificio del presidente Michel Temer con los rumores sobre su postulación, crece la alternativa de que la representación sea asumida por Henrique Meirelles, el actual ministro de Hacienda. Meirelles está convencido de que logró terminar con la profunda recesión que se abatió sobre Brasil entre 2015 y 2016, al cerrar el año último con una recuperación del PBI cercana al 1 por ciento. Más allá de ese comportamiento, que supone en verdad un rebote técnico tras una caída de casi el 8% en los dos años previos, el desafío será gestionar un crecimiento en el presente ejercicio que no resulte inferior al 3 por ciento, de modo de que pueda ser percibido por los distintos agentes económicos. La imagen de Temer sigue estancada en niveles paupérrimos: sólo 5% aprueba su gestión. El devenir de la política y la economía brasileña tendrá impacto notorio sobre la Argentina. El gobierno de Macri reza para que Brasil inicie una etapa de crecimiento sostenido que permita compensar la deteriorada balanza comercial bilateral y espera que se ordene el escenario político porque la efervescencia electoral en el país vecino coincidirá con la cumbre del G20, grupo del cual Brasil también es parte y con el que poco

se ha coordinado hasta ahora en términos de agenda y de demandas comunes a incluir en los debates.

Más allá del Mercosur, la atención regional también está enfocada en las inminentes elecciones mexicanas, que pueden marcar un giro político en el bloque latinoamericano a la vez que redefinir el vínculo de ese país con Estados Unidos y Canadá. Las encuestas están lideradas por Andrés López Obrador, del partido Morena, quien con un discurso antiglobalización y cercano a las necesidades de los sectores más desprotegidos puede reformular la discusión y la agenda política de ese país. Su mensaje acaso sea la contracara que el que plantea Trump, con quien México deberá decidir el futuro del TLC. Paradójicamente, la voz que se alzó recientemente para orientar el debate en el bloque del Norte fue la del primer ministro canadiense, Justin Trudeau, quien sugirió que los salarios mexicanos deberían recomponerse de modo de moderar la aspiradora de inversiones que suponen los menores costos de México en materia laboral. Es, en parte, un capítulo del discurso de campaña de López Obrador. En otro orden, el vínculo con Estados Unidos se encuentra en un momento álgido, luego de que el presidente Peña Nieto decidiera cancelar una visita de Estado a Washington a raíz de las discrepancias sobre la construcción del muro con que ha hecho campaña Trump. México también forma parte del G20, y la tensión que enrarece el clima de cara a la elección del 1° de julio conspira contra un entendimiento con la Argentina y Brasil respecto de planteos comunes.

Entretanto, Europa continúa inmersa en la discusión sobre el alcance y los matices que tendrá el Brexit que ya se está negociando entre el Reino Unido y los 27. Uno de los ejes de la discusión que atraviesa la política británica apunta a determinar si es posible mantener al país dentro de la unión aduanera con los miembros del bloque continental. Esa postura es alentada por los conservadores partidarios de un “Brexit suave” y por el Laborismo que lidera Jeremy Corbyn, de modo de no perder los privilegios arancelarios que supone formar parte de un acuerdo comercial con Europa. Pero la primera ministra May y otros dirigentes de los *tories* insisten en

que la perspectiva es la opuesta: la permanencia del Reino Unido en una unión aduanera impedirá que el país celebre tratados con otros bloques comerciales que, intuyen, serían más ventajosos. Las elecciones italianas de este mes, que canalizarán la fuerte grieta abierta en la sociedad, y el esfuerzo de Alemania por encontrar un cauce políticamente aceptable para reeditar la Gran Coalición de Gobierno determinarán no sólo el ritmo de la negociación con el Mercosur sino la relevancia que los países del bloque le asignarán a la cumbre del G20, cuya troika de conducción Alemania abandonará este año.

III – FIN DE CICLO PARA LA HIPERLIQUIDEZ GLOBAL

Desde la eclosión de la última crisis financiera, los bancos centrales de las principales economías del mundo asumieron un rol protagónico para sacar a las economías de su estado de crisis. La Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y más tarde el Banco Central Europeo pusieron en marcha programas de expansión cuantitativa (*quantitative easing*) para contrarrestar los efectos de la crisis financiera internacional.

El peculiar sendero de recuperación transitado desde entonces se caracterizó por la aplicación de políticas monetarias no convencionales que tendieron a incrementar la cantidad de dinero disponible en los mercados. La estrategia elegida opera a través de dos mecanismos básicos: (i) incrementa los precios de los activos financieros, generando un efecto riqueza que estimula la recuperación económica; (ii) reduce los tipos de interés en vistas de hacer menos doloroso el proceso de desendeudamiento en economías fatigadas por años de crecimiento sobre la base de la deuda.

Hacia finales de 2017, con un panorama más promisorio para la economía global, los principales bancos centrales del mundo comenzaron a anunciar el final de esta etapa. La Reserva Federal, pionera en la implementación de estas políticas, ha sido también la primera en decretar el fin del proceso, iniciando una nueva era para la política económica global.

Señales de inflación, pleno empleo y cambio de autoridades en la FED

Una serie de factores se acumularon en los últimos meses para sumar incertidumbre al anunciado cambio de política de la Reserva Federal. Aunque la suba de tasas de interés es ampliamente esperada, algunas señales económicas han generado incertidumbre respecto de la velocidad

a la que se aplicarán los cambios. Consecuentemente, la percepción de riesgo y la volatilidad en los mercados financieros se ha incrementado.

La Reserva Federal de los EUA administra su política monetaria con múltiples objetivos. Observa explícitamente la evolución de la inflación, la producción y el nivel de empleo en Estados Unidos, y presta tácita atención a la evolución de las finanzas globales.

Según el último informe de política monetaria de la FED, las proyecciones para 2018 auguran un crecimiento económico de 2,5% para los Estados Unidos (frente al 2,1% esperado tiempo atrás), una inflación de 1,9% anual (cercano al objetivo fijado de 2%) y un desempleo de 3,9%.

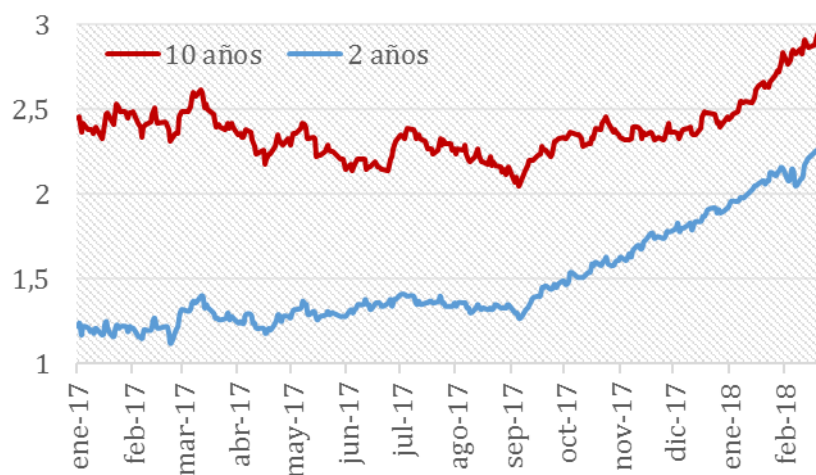
Los datos para enero de 2018 muestran una cierta aceleración en el índice de inflación que despertó alarmas respecto de cuál será la respuesta de política de la autoridad monetaria. El Índice de Precios al Consumidor presentó un crecimiento mensual de 0,5%, en comparación con el 0,2% de diciembre de 2017. La aceleración de precios fue confirmada también por el indicador núcleo (no considera precios de alta volatilidad estacional) que se incrementó a 0,3% respecto del 0,2% del mes anterior.

Las novedades en términos de inflación se sumaron a los datos del mercado laboral, que desde hace meses ofrece señales de que la economía opera en niveles cercanos al pleno empleo. Los buenos resultados en materia de empleo, llevaron a la FED a modificar en 0,2 puntos porcentuales su proyección para la tasa de desempleo este año (3,9% vs 4,1% proyectado en septiembre de 2017). El mercado laboral, tras casi una década, muestra además la aceleración en el ritmo de evolución de los salarios, aspecto que ha recargado la incertidumbre respecto de la respuesta de la FED.

A los datos que anticipan un año promisorio para la economía de los Estados Unidos, se suman las expectativas generadas por la aprobación de la reforma impositiva de la administración Trump. Por fuera de la opinión que se tenga de la misma, la reforma implicará una merma de recursos tributarios que requerirá de mayores emisiones de deuda. Se trata de otro factor que sobrecarga las expectativas de suba de la tasa de interés.

En este contexto, la respuesta de política se encuentra en manos de una autoridad recientemente asumida. Los mercados financieros estudian con cautela los movimientos del nuevo presidente de la FED, Jerome Powell. En recientes declaraciones ante el Congreso, Powell aseguró que se concentrará en evitar un “sobrecalentamiento de la economía” y que buscará “mantener la inflación en los umbrales de 2%”. Las declaraciones, fueron interpretadas por el mercado como un mensaje agresivo del que se desprende una mayor probabilidad de que la autoridad monetaria realice entre 3 y 4 subas de la tasa de interés a lo largo del año.

Tasa de interés de los títulos de deuda del tesoro de EUA



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Reserva Federal de Saint Louis

En este particular contexto, la tasa de interés de los Estados Unidos recuperó su rol central en la determinación de los movimientos de la economía global. Las tasas de interés de los títulos de deuda del tesoro norteamericano con vencimiento a 2 y 10 años se incrementaron 45 y 35 puntos básicos desde principios de año, lo que equivale a aumentos del 15% en tan sólo dos meses.

La paradoja financiera

El ciclo de expansión cuantitativa trajo consigo un peculiar comportamiento en los mercados financieros. En tanto la recuperación económica es interpretada como un acelerador de los plazos para el desarme de las políticas monetarias, los principales índices bursátiles del mundo comenzaron a responder negativamente a los datos sobre mejoras en las variables económicas.

Esta peculiar situación en la que las noticias económicas auspiciosas son interpretadas como una amenaza para el mundo de las finanzas, tuvo también su manifestación en las últimas semanas de enero. La publicación de noticias positivas en materia de empleo y precios, impulsó la suba de la tasa de interés de los títulos del tesoro afectando negativamente a los mercados. Se registraron importantes bajas en las cotizaciones de las principales criptomonedas y cuantiosas pérdidas en activos financieros sofisticados, vinculados a indicadores de volatilidad¹. Desde entonces los principales índices bursátiles no lograron recuperar los máximos previos.

Más allá de los episodios particulares, la reacción de los mercados financieros frente al cambio de política monetaria que se avecina genera grandes interrogantes. La actual recuperación económica, descansa en buena medida en las valuaciones financieras imperantes en los mercados. La reversión de la política monetaria deberá por lo tanto, tomar también en consideración la evolución y los efectos sobre los mercados financieros.

Riesgos para los emergentes

La suba de la tasa de interés de la principal potencia económica global plantea un importante cambio para las condiciones financieras a las que se enfrentan las economías emergentes. La suba de la tasa libre de riesgo de

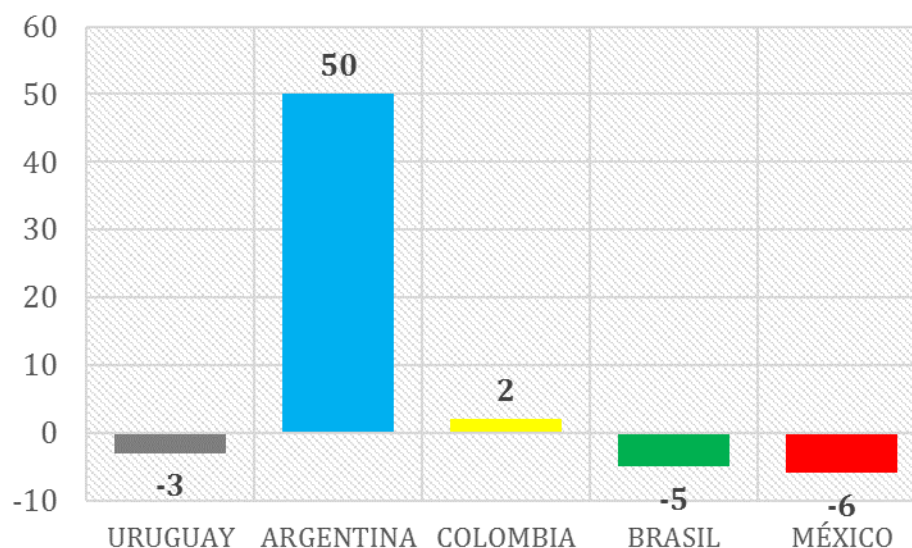
¹ Tras el cese de operaciones de instrumentos financieros asociados a la volatilidad implícita en los derivados del índice S&P500, un nuevo manto de sospecha se posó sobre Wall Street asociado a denuncias de manipulación de los índices y los resultados.

los Estados Unidos se traslada a las cotizaciones de los bonos de menor calidad e implica también un aumento en el costo del financiamiento que enfrentan los países en desarrollo.

Aunque se trata de un escenario por demás anunciado y no necesariamente abrupto, la respuesta de los distintos países al cambio de contexto no es uniforme. La dependencia respecto del financiamiento externo es una variable fundamental al momento de comprender los efectos diferenciales.

En los últimos meses, los mercados castigaron particularmente a los títulos de deuda argentina. La elevada dependencia del modelo económico argentino respecto del endeudamiento externo para sostener el financiamiento del déficit externo y fiscal del país se plasmó en un incremento diferencial en la prima del riesgo país que sumo 50 puntos básicos en los últimos dos meses, situación que no se verifica en otros países de la región.

Variación en el riesgo país desde principios de año (en puntos básicos)

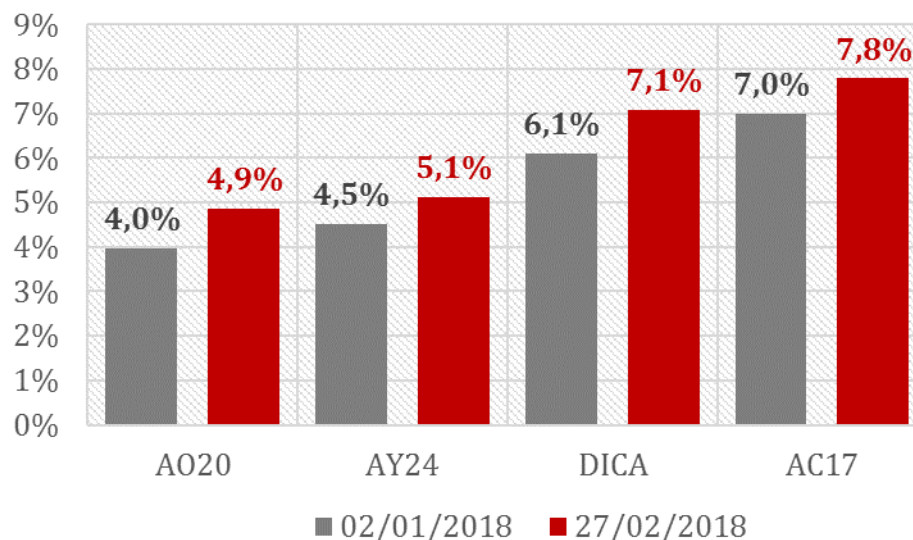


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Bloomberg

La suba del riesgo país, constituye un factor de riesgo adicional para la economía argentina, que apostaba fuertemente a la reducción de este valor para compensar la suba de la tasa norteamericana.

Así, el efecto de incremento del riesgo país se suma al incremento en la tasa libre de riesgo, aumentando considerablemente el costo de la deuda externa argentina. Aunque el Ministerio de Finanzas logró anticiparse con una colocación al empeoramiento de las condiciones financieras del país, la elevada dependencia del país respecto del financiamiento externo mantiene a la Argentina como uno de los mayores perjudicados del nuevo contexto económico global.

Rendimiento de títulos de deuda pública argentina seleccionados



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Bloomberg