



martes 20 de febrero de 2018

Nº 241

Apoya el Informe Macroeconómico



## SITUACIÓN FINANCIERA EN ESTADOS UNIDOS

1

*La situación financiera en Estados Unidos fue objeto de atención en las últimas semanas al verificarse importantes caídas en el mercado accionario y de bonos. Si bien el mercado parece haberse estabilizado en los últimos días, el evento puso de relieve la vulnerabilidad local a un deterioro del contexto externo.*

## IMPACTO FINANCIERO EN ARGENTINA

4

*Dólar y tasa de financiamiento en los mercados internacionales fueron los principales canales de impacto de la situación internacional en nuestro país. Sin embargo, a la volatilidad de estas variables se añadieron también factores locales.*

## MONITOR MACROECONÓMICO

8

### Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

### Coordinación del informe

Laura Pederiva  
Miguel Fusco

### Economista a Cargo

Santiago Giraud

Visite nuestra página Web  
[www.crea.org.ar](http://www.crea.org.ar)

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales.

[economia@crea.org.ar](mailto:economia@crea.org.ar)

Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ)  
Buenos Aires - Argentina.  
Tel. (54-11) 4382-2076/79

Acceda a nuestro servicio gratuito de

Base de datos: **AGROSERIES ONLINE**

### Acerca de AACREA

Es una Asociación civil sin fines de lucro originada por el Arq. Pablo Hary en 1957 y fundada en 1960. Integrada y dirigida por productores agropecuarios, su objetivo es promover el desarrollo integral del empresario agropecuario para lograr empresas económicamente rentables y sustentables en el tiempo, probando tecnología y transfiriéndola al medio para contribuir con el sector y el país.



## SITUACIÓN FINANCIERA EN ESTADOS UNIDOS

*La situación financiera en Estados Unidos fue objeto de atención en las últimas semanas al verificarse importantes caídas en el mercado accionario y de bonos. Si bien el mercado parece haberse estabilizado en los últimos días, el evento puso de relieve la vulnerabilidad local a un deterioro del contexto externo.*

Las últimas semanas estuvieron marcadas por una volatilidad relativamente importante en los mercados financieros estadounidenses, tanto de acciones como de bonos, en el marco de una economía que comienza lentamente a normalizarse. En efecto, como puede verse en el gráfico, desde comienzos de diciembre la tasa de interés que paga un bono del tesoro estadounidense a 10 años (10Y) fue incrementando y pasó de 2,37% anual a 2,86% en la actualidad, alcanzando los máximos valores desde 2013. De todas formas, puede apreciarse que todavía la 10Y continúa en niveles históricamente bajos, más aún si se comparara con décadas anteriores. Por ejemplo, durante los años 90 la 10Y promedio fue de 6,7% es decir, aún con la suba que se viene verificando, los niveles son la mitad de los de los años 90.

### Bono del Tesoro Estadounidense a 10 años - Tasa Nominal Anual



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de St. Louis FED.

Paralelamente al incremento de la 10Y se dio una importante caída en el mercado accionario, aunque mirando en perspectiva la historia es similar a la de la tasa de interés en el sentido que se produjo una variación brusca pero continuando en niveles históricamente elevados. En particular, entre el 26 de enero y el 8 de febrero, el índice S&P500, índice que agrupa las 500 empresas más importantes que cotizan en Estados Unidos, cayó 10,2%, antes de estabilizarse y mostrar actualmente indicios de recuperación.

Detrás de estas dinámicas se encontraría la gradual normalización monetaria tras la última crisis internacional. En efecto, como respuesta a la crisis la Reserva Federal de Estados Unidos no sólo fijó la tasa de corto plazo, con la que habitualmente intervienen los bancos



centrales, en niveles cercanos a cero si no que, dada la gravedad de la crisis, se tomaron una serie de medidas adicionales. En particular, se llevó a cabo el llamado *Quantitative Easing* (QE) que tenía el objetivo de incidir no sólo en las tasas de corto plazo, sino también en las de más largo plazo inyectando dinero en la economía. Es en este marco de abundante liquidez en dólares, la tasa de interés de la 10Y se mantuvo en niveles históricamente bajos. De igual forma, una teoría relativamente extendida es que el incremento en los precios de las acciones está conectado con las políticas monetarias expansivas de los bancos centrales, en la medida que el dinero generado termina empleándose para adquirir activos financieros. Más en general, las subas fuertes en los mercados financieros aparecen generalmente asociadas a épocas de crédito barato.

### Índice S&P 500 - puntos básicos



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de St. Louis FED.

Sin embargo, actualmente, la economía estadounidense mostró crecientes signos de recuperación que llevaron a que se comience el retiro de los estímulos monetarios. En particular, una de las principales razones que llevo a la implementación de políticas monetarias laxas fue la tasa de desempleo, que se disparó a 10% de la población activa en el pico de la crisis para situarse actualmente en 4,1% de la población activa, el valor más bajo desde 2000. Otra razón para las políticas de la Reserva Federal fue contener la caída de los precios que se dio durante la crisis, habiéndose llegado a registrar una baja de los precios minoristas de 1,9% anual. En ese sentido, los mercados financieros pusieron la lupa en el dato de inflación de enero, que se ubicó por encima de las expectativas, alimentando temores de se acelere el ritmo de la normalización monetaria. Pese a ello, con una mirada de más largo plazo, las preocupaciones en este frente lucen todavía prematuras, dado que la inflación se sitúa actualmente en un 2,1% interanual, cuando el promedio para Estados Unidos entre los años 90 y la última crisis fue de 2,9% interanual.



También la regularización monetaria en Estados Unidos nos afecta vía el fortalecimiento del dólar. Las bajas tasas de interés estuvieron asociadas a un dólar débil, en la medida que los capitales se ven incentivados a dejar Estados Unidos en busca de plazas más rentables, fortaleciendo las monedas de otros países en relación al dólar. Pese a esto, contrario a lo esperado, no se observó durante las turbulencias financieras de las últimas semanas un fortalecimiento del dólar. De hecho, se vio el fenómeno contrario y el dólar se está debilitando desde inicios de 2017 en relación a otras monedas. Como abordaremos en la próxima sección, por diversos motivos, es beneficioso para nuestro país que el dólar no muestre un fortalecimiento a nivel global.

En suma, la situación financiera en Estados Unidos se caracterizó por un alza en la tasa del bono del Tesoro a 10 años (10Y) que habitualmente es de referencia para el financiamiento soberano, que se dio junto con bajas en el mercado de acciones. Esta situación ocurrió en el marco de la regularización monetaria tras la crisis internacional. Cabe destacar que a contramano de lo que se observó en otros episodios, la suba de las tasas de interés en Estados Unidos no se vio acompañada de un fortalecimiento del dólar.



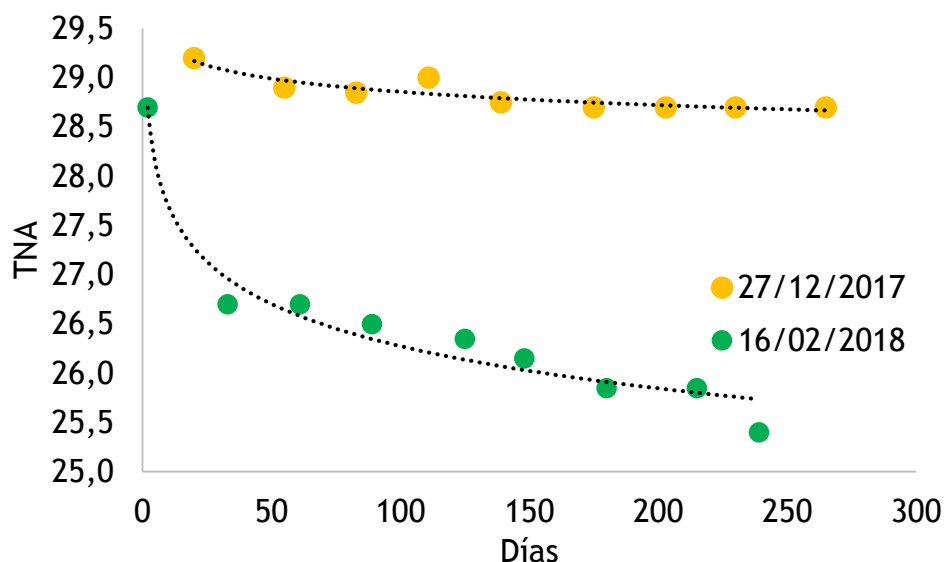
## IMPACTO FINANCIERO EN ARGENTINA

*Dólar y tasa de financiamiento en los mercados internacionales fueron los principales canales de impacto de la situación internacional en nuestro país. Sin embargo, a la volatilidad de estas variables se añadieron también factores locales.*

Además de los sucesos a nivel internacional, es conveniente iniciar esta sección remarcando que la dinámica de algunas variables en las que impacta la situación internacional (cotización del dólar, riesgo país), se vio también afectada por la evolución de la economía local. En particular, el pasado 28 de diciembre se flexibilizaron las metas de inflación, que pasaron de un objetivo de 10% de inflación promedio para 2018 a uno de 15%. En un régimen de metas de inflación, cuando la variación de los precios está por encima de la meta el procedimiento es subir la tasa de interés. Una meta más alta significa entonces una menor brecha entre la meta y la inflación, lo que da más margen para relajar las tasas de interés. Eso es precisamente lo que puede verse en el gráfico, donde se aprecia la tasa de las LEBACS a distintos plazos. Posterior al anuncio, la tasa de las LEBACS de más corto plazo paso de alrededor de 29,5% a 28,0% anual.

Este cambio de objetivos en la política económica incide directamente en la cotización del dólar porque el bajar la tasa de referencia en pesos reduce el atractivo de los activos en moneda local en relación a los activos en dólares. Así, simplifícadamente, cuanto menor sea la tasa de interés local, mayor el atractivo de recurrir a comprar dólares u activos en dólares en lugar de plazos fijos, LEBACS u alguna otra colocación en pesos.

### LEBACS - TNA



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de MAE.

Así, en el caso de la cotización del dólar, hay por un lado un factor externo, la suba de la tasa en estados unidos que vuelve más atractivos los activos externos, pero también uno interno, la baja de las tasas en pesos que vuelve menos interesantes los activos en moneda

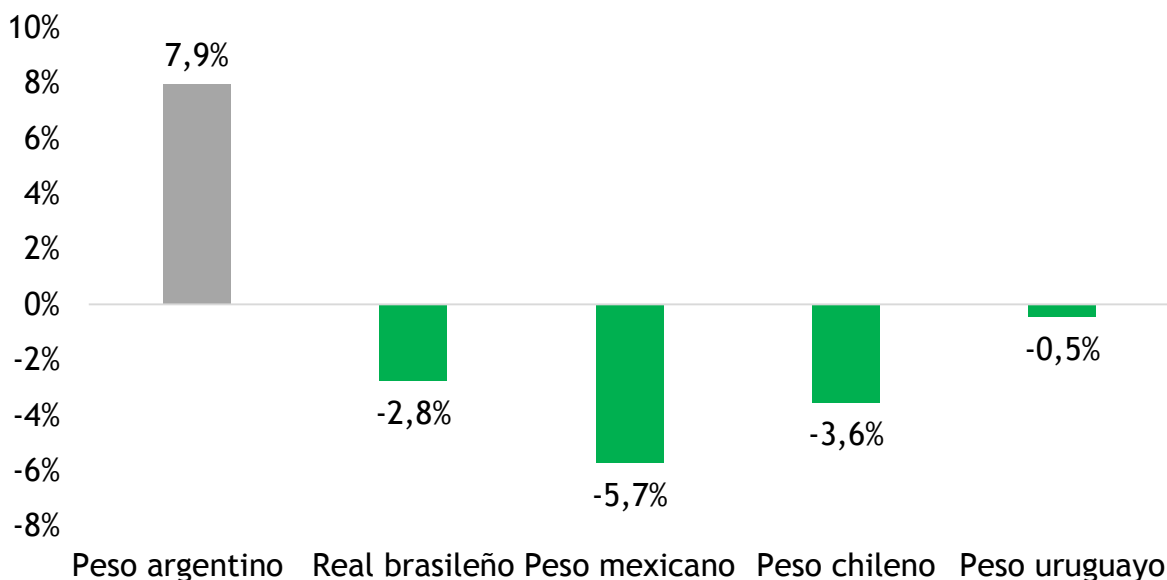


local. De esta manera, ambos factores tienden a empujar hacia arriba el precio del dólar. Una forma de verlo es comparar el desempeño de Argentina en relación a la región.

Como puede verse en el gráfico, si miramos cómo varió la cotización del dólar en algunos países de la región desde el anuncio del cambio de metas, sólo Argentina exhibe una depreciación frente al dólar, mientras que en el resto de los países seleccionados se observa, en mayor o menor medida, un fortalecimiento de la moneda local respecto al dólar. Sin embargo, si desagregamos el comportamiento a lo largo del periodo, a partir del 26 de enero, cuando comenzaron las caídas en el mercado accionario estadounidense, salvo el peso chileno todas las monedas de la región muestran una depreciación frente al dólar. De esta manera, se observa que nuestro país tuvo una dinámica diferenciada del resto de la región, mostrando una depreciación desde el cambio de metas, mientras que la mayoría de la región comenzó a mostrar una caída de sus monedas sólo a partir de las turbulencias en el mercado financiero de Estados Unidos.

Otra vía a través de la cual la situación internacional afecta al plano local es el costo del endeudamiento. En ese sentido, la tasa de interés del bono del tesoro de Estados Unidos (10Y) es una referencia importante, en la medida que se considera como una tasa libre de riesgo que provee una base a partir de la cual se estructuran las tasas de interés del resto de los países. De hecho, el Riesgo País (Embi+) es un indicador que muestra la sobretasa que paga la deuda de un determinado país respecto a la de Estados Unidos. Se entiende que el diferencial es causado por el mayor riesgo del país respecto a Estados Unidos, de allí el nombre.

**Monedas vs Dólar entre el 27/12/2017 y el 14/02/2018 - variación %**



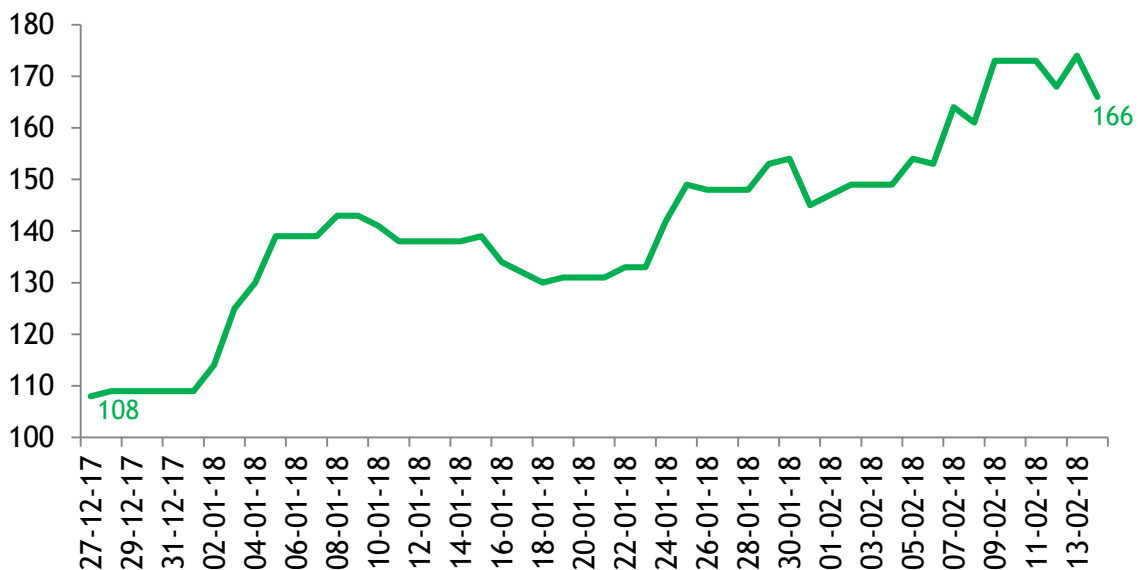
Fuente: Movimiento CREA sobre la base de Min. de Hacienda.

Así, es esperable una suba del riesgo país ante complicaciones financieras se traduzcan en una mayor aversión al riesgo que implican los bonos de países emergentes. A su vez, acceder



a financiamiento barato es clave para nuestro país siendo que el rojo fiscal (mayores gastos que ingresos del estado) se financia en gran parte vía endeudamiento. En ese sentido, las previsiones oficiales contemplan emisiones de deuda por US\$30.100 mill. a lo largo del año, lo que pone de relieve la importancia no sólo de acceder a una tasa de interés conveniente, sino también la importancia de estos flujos de fondos para la cotización del dólar. Sin embargo, lo que vemos nuevamente en este caso es un comportamiento diferente de Argentina en relación al resto de la región.

### Diferencia entre el riesgo país argentino y brasilero - puntos básicos



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de Min. de Hacienda.

Una forma de ver la diferente performance de Argentina en relación al resto de la región es observar la diferencia entre el riesgo país brasilero y el argentino. Habitualmente, se compara al riesgo país argentino con el brasilero, por ser otro país grande de la región que a su vez también tiene una macroeconomía con dificultades, entre ellas un abultado déficit público. En ese sentido, Argentina ha ido convergiendo desde 2016 hacia los niveles de riesgo brasileros, con una diferencia de 249 puntos básicos en promedio en ese año que paso a 144 puntos básicos en 2017. Sin embargo, como puede verse en el gráfico, en el marco del cambio de metas de inflación la brecha entre el riesgo argentino y brasilero pasó de 108 puntos básicos a 166 puntos básicos. Siendo que el contexto internacional, a priori, impactaría en ambos países de manera similar, la diferencia podría atribuirse a cuestiones en el plano local de ambos países, donde el cambio de metas probablemente afectó la confianza de los inversores en los activos argentinos. Vale decir que el Ministerio de Finanzas colocó US\$9.000 mill. De deuda el 4 de enero, cubriendo el 30% del programa financiero y logrando anticiparse en buena medida a la suba de tasas de interés que se dio posteriormente. Cabe destacar también que el Gobierno Nacional, se presume, es el actor más solvente de la economía, por su facultad para recaudar impuestos. Por este motivo, un aumento en la tasa de interés



pagada por el soberano podría traducirse en una suba de las tasas de interés que enfrenta el sector privado.

En línea con el comportamiento de los mercados accionarios globales, el Índice Merval, que agrupa a las principales empresas que cotizan en la bolsa porteña, que se retrajo 14,2% desde que inicio la caída del mercado accionario estadounidense, para luego mostrar recuperación a partir del 9 de febrero. No obstante ello, este canal es más bien acotado, porque el tamaño del mercado de capitales en Argentina es chico en relación al de la economía.

En conclusión, las consecuencias más importantes de las turbulencias en los mercados financieros estadounidenses fueron la suba del dólar y el encarecimiento del financiamiento externo. Sin embargo, como surge de la comparación con el resto de Latinoamérica, hubo factores locales (cambio en las metas de inflación, principalmente) que incidieron en esta dinámica y la potenciaron en relación a la región. Al margen de estos impactos de corto plazo, mayores tasas de interés en Estados Unidos están habitualmente correlacionadas con menores precios de las commodities y menores flujos de capitales a países emergentes. De todas formas, como vimos en la primera sección, las tasas de interés globales se encuentran todavía en niveles bajos en perspectiva histórica y parecería aún apresurado suponer un impacto rápido u significativo en estos frentes.





# MONITOR MACROECONÓMICO

## VARIABLES MENSUALES

Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	EMAE	0,4%	3,9%	2,9%	nov-17	Pesos Constantes
	Agro	EMAE -Sector Agropecuario	-	1,3%	4,6%	nov-17	Pesos Constantes
	Construcción	ISAC	-	14,5%	12,7%	dic-17	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	4,0%	19,1%	19,1%	ene-18	Toneladas
	Industria	EMI	-	0,3%	1,8%	dic-17	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	-34,3%	-18,3%	-18,3%	ene-18	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados	-	1,2%	-3,5%	nov-17	Pesos Constantes
	Consumo	EMAE - Consumo (inc. Mayorista)	-	5,5%	2,3%	nov-17	Pesos Constantes
	Consumo	IVA Real	-	14,9%	14,9%	ene-18	Pesos Constantes
Empleo y Salarios	Consumo	Confianza del Consumidor	4,7%	1,6%	1,6%	ene-18	Índice
	Nivel General	Empleo Privado Formal	0,1%	1,2%	0,6%	nov-17	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	1,4%	-0,9%	0,7%	nov-17	Miles de Trabajadores
Exportaciones	S. Pub.	Empleo Público Formal	0,2%	1,2%	1,2%	nov-17	Miles de Trabajadores
	Nivel General	Salario Privado Formal	-	3,2%	3,6%	nov-17	Pesos Constantes
	Nivel General	Exportaciones Totales	-	-2,4%	0,9%	dic-17	Millones de Dólares
	Nivel General	Productos Primarios	-	9,1%	-5,6%	dic-17	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Agrop.	-	-16,9%	-3,6%	dic-17	Millones de Dólares
Importaciones	Nivel General	Manufacturas de Origen Ind.	-	7,1%	11,2%	dic-17	Millones de Dólares
	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	3,6%	18,6%	dic-17	Millones de Dólares
	Nivel General	Importaciones Totales	-	16,7%	19,7%	dic-17	Millones de Dólares
Precios	Inversión	Bienes de Capital	-	0,2%	23,0%	dic-17	Millones de Dólares
	Consumo	Bienes de Consumo	-	18,9%	20,9%	dic-17	Millones de Dólares
Monetarias y Financieras		IPC Nacional	1,8%	-	25,0%	ene-18	Índice de Precios
		GBA	1,6%	25,4%	25,3%	ene-18	Índice de Precios
		Dólar Mayorista	7,5%	19,6%	19,6%	ene-18	Pesos por Dólar
		Índice Merval	19,8%	77,0%	77,0%	ene-18	Puntos Básicos
		Reservas	9,1%	47,6%	22,3%	ene-18	Millones de Dólares
Fiscales		Prestamos en Pesos	1,6%	16,6%	4,6%	ene-18	Pesos Constantes
		Prestamos en Dólares (S Privado)	2,9%	64,9%	11,2%	ene-18	Millones de Dólares
		Gasto Primario	-	5,9%	21,8%	dic-17	Pesos Corrientes
		Subsidios Económicos	-	-26,6%	-22,5%	dic-17	Pesos Corrientes
		Gasto Social	-	28,6%	36,7%	dic-17	Pesos Corrientes
		Gasto en Infraestructura	-	-24,8%	14,2%	dic-17	Pesos Corrientes
		Recaudación	-	-26,0%	20,2%	dic-17	Pesos Corrientes
	IVA Neto de Reintegros	-	38,1%	25,5%	dic-17	Pesos Corrientes	
	Ganancias	-	26,2%	22,7%	dic-17	Pesos Corrientes	
	Seguridad Social	-	21,5%	30,3%	dic-17	Pesos Corrientes	

## VARIABLES TRIMESTRALES

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	0,9%	4,2%	2,5%	III-17	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	2,9%	4,8%	III-17	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	-2,2%	4,2%	2,5%	III-17	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	5,1%	6,9%	5,2%	II-17	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	-30,0%	32,7%	54,6%	III-17	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	17,1%	37,6%	50,6%	III-17	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	19,0%	6,5%	17,7%	III-17	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	-20,9%	11,8%	25,6%	III-17	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.