

## DIC 2016

*Breaking on fluo* (2010) de **Marta Minujín**, una de las pioneras en la incursión de la acción en las artes plásticas. Bajo su consideración de que "todo es arte", se convirtió en el paradigma de su generación.



abelleira



INSTITUTO DE  
ECONOMIA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICÉN

FCE UNICEN  
ECONOMICAS

---

# Editorial

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

---

## INVESTIGADORES

SEBASTIÁN AUGUSTE  
(DIRECTOR)

ANA LEGATO  
CECILIA FUXMAN  
DANIEL HOYOS MALDONADO  
GUILLERMINA SIMONETTA  
MARÍA DEL CARMEN ROMERO  
MARIO RAVIOLI  
MARIO SEFFINO  
PATRICIA LAURA RÁBAGO  
SANDRO JOSÉ GUIDI  
SANTIAGO BARRAZA  
SEBASTIÁN RAMÓN  
SERGIO GUTIÉRREZ  
VERÓNICA BAZTERRICA

## INVESTIGADORES JUNIOR

BELÉN ARDITI  
LORENA LUQUEZ

## COLABORADOR

SANTIAGO LINARES

## SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

Estimados lectores

Estimados, se cierra un nuevo año del boletín y esperamos que haya sido de utilidad. Para nosotros es un gusto hacerlo, y saber que podemos aportar a la discusión, a que pensemos más en los temas importantes para el país.

Nos despedimos por este año y nos vemos de vuelta en febrero, esperamos que con buenas noticias, y que este nuevo año nos encuentre más unidos, sin grietas, trabajando todos por una Argentina mejor, con menos pobreza, más igualdad de oportunidades y más desarrollo sustentable.

Saludos cordiales Lo saluda cordialmente



**DR. SEBASTIAN AUGUSTE**  
Director Instituto de Economía

---

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a [instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto:instituto_economia@econ.unicen.edu.ar).

## Escriben en este número



**Dr. Sebastián Auguste**

Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires. Es Director del MBA de la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.



**Lic. Guillermina Simonetta**

Licenciada en Economía (UBA). Especialista en mercado de capitales (UBA-MERVAL-IAMC). Es Asesora y analista de mercados. Investigadora Visitante del Instituto de Economía, UNICEN.



**Dr. Daniel Hoyos**

Doctor en Economía (ESEADE) y Magister en Economía de Gobierno (UDES). Profesor Asociado del Departamento de Economía y Métodos Cuantitativos (UNICEN), Área de Especialización: Políticas Públicas.



**Mg. Jorge Alberto Othar**

Contador Público (UNICEN). Magister en Tributación (USAL). Director y Profesor del Departamento de Finanzas Públicas y Tributación (UNICEN)

## Sumario

### **P4 - Cierre de Año sin Segundo Semestre**

Por Sebastián Auguste

### **P6- La imposición a la renta cobra protagonismo**

Por Othar Jorge Alberto y Sebastián Auguste

### **P8- El impuesto a las ganancias, la voracidad fiscal y las agendas ocultas.**

Por Daniel A. Hoyos Maldonado

### **P11- Dólar en alza y mayor costo de endeudamiento: Dos variables que complican el contexto externo**

Por Guillermina Simonetta

### **P14- Usted pregunta, IECON responde**

### **P16- La coyuntura en gráficos**

### **P18- Cuadro de variables financieras al cierre del mes.**

# Cierre de Año sin Segundo Semestre

Por Sebastián Auguste

Este primer año cierra con desaciertos y logros del gobierno que preside Macri. Personalmente creo que se nota una intención de hacer las cosas mejor, de ser más profesionales, de ir ordenando la casa, algo que es muy importante a futuro. Interactúo por mi profesión con diversos niveles de gobierno y noto que hay un cambio de paradigma. Es cierto que la herencia recibida en lo económico era pesada, pero eso ya lo sabíamos el año pasado con lo cual no es una excusa. El contexto internacional no ayudó al país, con un Brasil complicado aún, precios de los commodities más bajos, tasas de interés más altas, y menos comercio.



<http://www.diariopopular.com.ar/notas/268677>

Si bien tengo muchas cosas para criticarle en lo económico, nada fue demasiado malo. Es muy frustrante que nos haya ido tan bien en el pasado haciendo las cosas tan mal, y ahora que se intenta hacerlo mejor, la cosa no arranca. La semana pasada estaba dando una clase a un grupo de alumnos australianos, contando un poco nuestra historia económica, y cuando iba enumerando nuestras decisiones en el siglo XX un australiano me paró y me dijo: no entiendo, porque aquí creen que estas políticas que son malas van a funcionar, porque insisten con cosas que no los ha llevado a ningún lado y no avanzan, porque no traen expertos del mundo o miran lo que hacen los países que les fue bien. Vaya que fue filoso el australiano. En el fondo a él, como a muchos extranjeros, les cuesta trabajo entender porque hacemos las cosas tan mal en lo económico o pasamos de ser la promesa económica del mundo a inicios del Siglo XX a ser un caso de mala praxis. La mejor respuesta que pude articular era que el votante promedio no entiende si una política está bien o mal salvo con el bolsillo, y si tomábamos buenas medidas pero estas no llegaban al bolsillo de la gente, la gente no va a entender que eso es bueno. Al revés, en nuestro país nos ha pasado que hemos tenido políticas muy malas en tiempos de bonanza y la gente cree que esas políticas son buenas. En ese sentido hemos tenido mala suerte.

Por eso me preocupa tanto que la economía no arranque y soy poco tolerante al error, o a la falta de acción, que creo que ha sido el principal error de este gobierno, que ha ido más lento de lo que me gusta. Si no logramos que la economía arranque estamos en problemas como país, y también puede darse una nueva reversión de políticas, como las que ya nos ha pasado tantas veces en el pasado.

La economía es compleja, y creo que el gobierno pecó de ingenuo o falta de experiencia. Tomemos un ejemplo. Se dijo que la obra pública iba a ser uno de los motores, pero hasta ahora se ha invertido demasiado poco como para reemplazar la caída del gasto en construcción del sector privado. Si hay financiamiento, como el que consiguió la provincia, ¿por qué entonces no se usó para hacer más obra? Porque no es soplar y hacer botellas. La Argentina prácticamente no había invertido nada desde 2011 en rutas, de hecho se ha empezado a ejecutar el plan de 2011 en 2016. Esto por un lado es una oportunidad, porque hay mucho para hacer, pero es también un problema, porque el país no está preparado para dar un salto en la producción de infraestructura. Por ejemplo, hoy YPF ya está a full en su producción de asfalto y no puede hacer más y falta piedra (que constituye al menos dos tercios de la capa asfáltica). Cuando se invirtió tan poco por tantos años no hubo desarrollo de proveedores, contratistas que puedan hacer obras de calidad, canteras que puedan picar piedra, o fábricas de asfalto. Estas no son cosas que se puedan importar porque es demasiado costoso. ¿Cómo entonces vamos a hacer caminos? No podemos. A Tandil le pasa algo parecido, si quisiera hacer más calles no puede, no tiene quién las haga. Algunos municipios del país ante la falta de asfalto han comenzado a hacer calles con baldosones de cemento, u hormigón, algo más caro y menos eficiente.

Peor aún, el país no tenía identificadas obras, ni están diseñadas. La etapa de prefactibilidad lleva tiempo. Esto ha sido un problema histórico del país. En el año 1999 trabajé para la Cámara Argentina de la Construcción que quería un plan nacional de infraestructura para poder empujar obra pública de escala y reactivar el sector. Me encontré con que al país le faltaban proyectos evaluados, y aunque sabíamos que había mucho por hacer, no había proyectos listos para poder lanzar. En esto se pecó de ingenuo y se pensó desde el libro de texto que si cae el consumo privado compenso con obra pública sin entender todos los cuellos de botella que hay en el sector público.

Algo similar pasó con el sector exportador, como ya hemos hablado en números anteriores. Le lleva tiempo reaccionar por más que haya aumentado su rentabilidad con la eliminación de retenciones. Ganar mercados en el exterior es una tarea que lleva tiempo, y la Argentina venía cerrándose cada vez más al mundo. Ahora se le da rentabilidad, pero hay que darle tiempo a que esto reacciones.

Mi deseo para este 2017 es que la economía arranque, para que le de aire al gobierno y pueda dedicarse a gobernar, en un país que hay muchísimo para hacer. Espero que aprendan rápido, que no pierdan de vista que fueron elegidos para todos los argentinos, que hay muchos que la están pasando mal, y que queremos más acción de parte de ellos. Que este 2017 venga con más trabajo, menos pobreza, más educación y más desarrollo.

# La imposición a la renta cobra protagonismo

Por Jorge Alberto Othar y Sebastián Auguste

La imposición a la renta (impuesto a las ganancias) ha cobrado un protagonismo legislativo y mediático impensado en otras épocas. Este es un impuesto que se usa en forma intensiva en los países desarrollados y que su principal atractivo pasa por la progresividad que se le puede dar en su diseño (cosa que es muy difícil en impuestos como el IVA). Como todo impuesto, no es perfecto y genera ciertas distorsiones en la economía, por lo que se debe diseñar con cuidado para minimizar estos efectos.

Los gremios en el país han venido pidiendo en forma sistemática que se suban los mínimos no imponibles para bajar la carga de este impuesto a los trabajadores. De hecho se ha argüido que el salario no es una ganancia y no debería estar

gravada por este impuesto. Este argumento es falaz, y tal vez confunde el nombre que le hemos dado en el país. En otros países se llama impuesto a los ingresos (income tax) que es más apropiado para lo que busca gravar el impuesto. En todo caso la discusión sobre si el mínimo es alto o no pasa por un análisis integrado de la presión tributaria y los aspectos de equidad horizontal (que los que están en condiciones económicas similares hagan el mismo esfuerzo fiscal).

Lo que ha pasado en el país es que históricamente se ha tomado la decisión que el impuesto a las ganancias empiece desde un mínimo elevado, lo que implica que sólo unos pocos pagan. En un país con alta informalidad esto puede tener sentido. La falta de ajuste por inflación desvirtuó este mínimo no imponible y muchas personas que no pagaban comenzaron a hacerlo. Esto se debió a la prohibición de los mecanismos automáticos de indexación impuesto en los 1990s y que llamativamente se mantuvieron en los 2000s cuando la Convertibilidad ya había dejado de existir, cosa que sólo se puede entender por el lado de la recaudación. Esto generó más recaudación pero también distorsiones y complicaciones, desvirtuando su diseño original. No es sólo un tema de pagar más, sino también que muchos aspectos de este impuesto como las deducciones, se desvirtuaron con algunos montos de deducciones fijadas por normas de hace casi veinte años, y una escala del impuesto vigente al presente para las personas físicas que lo aproxima a un impuesto proporcional.

Lo más positivo del proyecto de reforma es la búsqueda de una actualización automática de importes de algunas deducciones. Sin entrar en la discusión si el método escogido es el correcto,



<http://i1.mendoza.uncu.edu.ar/files/image>

lo bueno de la existencia de mecanismos automáticos es que introduce una sana práctica de naturaleza republicana que implica desvincular la recaudación tributaria de los humores políticos, y los constituye como una instancia técnica lo más alejada posible de una decisión de naturaleza discrecional.

El resto de las modificaciones huelen más a un nuevo parche a este impuesto. La neutralidad de las formas impositivas es una premisa teórica conceptual tendiente a que las consecuencias de las modificaciones tributarias tengan un efecto lo más cercano posible a los proyectados al momento de implementarlas. De la lectura del proyecto que tiene estado parlamentario no aparecen elementos de juicio que permitan apreciar una consideración sistemática en las reformas planteadas.

Los parches y modificaciones parciales introducidos en esta última y también en las anteriores modificaciones, no hacen más que poner de manifiesto la necesidad de una reforma abordada integralmente, que tenga en cuenta la discusión de los siguientes aspectos:

- La imposición a lo que se denomina “renta financiera” debe ser analizada correctamente, ya que se puede terminar gravando correcciones monetarias por efecto de la inflación, además que genera distorsiones económicas al desincentivar el ahorro en una economía que necesita ahorrar más para poder financiar mayor inversión.

- La equidad horizontal. Las escalas del impuesto aplicables a las personas físicas tienen que ser consistentes con otros tratamientos impositivos, para no terminar discriminando en el trato a los agentes económicos que ejercen su actividad de manera autónoma o favoreciendo a los que estén en el régimen simplificado de monotributo,

- Deben revisarse las deducciones y los topes

- Se debe tener en cuenta el efecto inflacionario en las unidades económicas que determinan resultados económicos distorsionados por la inflación. Con modificar los parámetros con el cual se determina el impuesto no alcanza, ya que la forma en la cual se determina la renta para una actividad productiva al no permitir el ajuste por inflación distorsiona la figura de renta sujeta a impuesto. Esto puede generar que muchas empresas terminen pagando una alícuota de este impuesto sobre su renta real muy superior al 35%.

- Las idas y vueltas respecto de la imposición sobre dividendos y resultados provenientes de la compra y venta de acciones.

- La adopción de mecanismos de exención/desgravación para rentas provenientes de jubilaciones similares a los que estuvieron vigentes para la cuarta categoría hasta fines del año 2015.

La sola posibilidad de una reforma tributaria debería entusiasmar a la sociedad en su conjunto, en la medida que la dispersión normativa actual le otorga a la estructura tributaria un caos de superposiciones y distorsiones que requiere un abordaje integral imprescindible. Sólo que ese trabajo de análisis debe ser hecho con un criterio de mediano plazo para no quedar entrampado en urgencias políticas. La actualidad, el pasado reciente, y el no tan reciente, no dan señales de que estén dadas las circunstancias para que se encare una reforma integral. Sería importante escuchar los aportes de la profesión respecto del tratamiento de una reforma tributaria encarada sistemáticamente, de modo tal de que la sociedad pueda identificarse con la decisión política de elegir las formas de imposición.

# El impuesto a las ganancias, la voracidad fiscal y las agendas ocultas.

Por Daniel A. Hoyos Maldonado

En los últimos días, la Cámara de Diputados aprobó un proyecto de ley que modifica la imposición sobre las jubilaciones y salarios. Para sorpresa de muchos, la media sanción correspondió a una iniciativa elaborada por una coalición opositora. Ahora, en vísperas del turno de la Cámara Alta, se han disparado las negociaciones con vistas a lograr un texto unificado. Veremos si, en las próximas horas, se logra el acuerdo necesario para aprobar una nueva norma que rija a partir de 2017.



<http://nexo-cdn.nexofin.com/archivos/2016/02/ganancias1.jpg>

Más allá del costado político de la situación, el diseño parcialmente aprobado ha generado una importante ola de preocupación, tanto en el gobierno como en los analistas, por el costo fiscal involucrado. De acuerdo con **estimaciones oficiales**, habría una diferencia entre ambos proyectos, en términos de **costo fiscal bruto**, de alrededor \$ 83 mil millones (\$133 MM vs \$ 50 MM). Sin embargo, estos cálculos podrían estar subestimando la recaudación efectiva de este tributo para el 2017, tanto por las hipótesis empleadas respecto al mercado laboral y la macroeconomía como por el tratamiento impositivo del consumo (IVA, créditos y débitos, combustibles, consumos específicos, entre otros) derivado de los recursos liberados del pago del impuesto a las ganancias.

Lógicamente, **dado el actual nivel del déficit fiscal, una pérdida de ingresos de tal magnitud complicaría aún más el panorama de las finanzas gubernamentales.**

Por su parte, los gobernadores, también, están inquietos, pues, este cambio legislativo no sólo afectaría la recaudación tributaria nacional sino que, también, mermaría su caja y la de los municipios, vía una menor coparticipación. Y es por esto que se han mostrado activos presionando a sus senadores.

Desde la perspectiva de los contribuyentes, este tributo se ha vuelto, paulatinamente, más gravoso. En efecto, el paso de los años ha arrojado un importante retraso en el ajuste de las deducciones aplicables y las escalas de imposición en comparación con la evolución de los salarios nominales.

En efecto, entre 2001 y 2015, las deducciones se incrementaron 477% y la escala del impuesto, 0%. Mientras que las remuneraciones nominales privadas promediaron un ajuste del 1.630%. Como consecuencia de este proceso, el número de contribuyentes creció en términos absolutos y la mayoría de ellos quedó alcanzado con la máxima tasa de este impuesto.

Según la AFIP, en 2001 determinaron impuesto a las ganancias 366.786 personas físicas. Y, luego de la reactivación a “tasas chinas”, en 2008, tributaron 457.377 personas. Un incremento de contribuyentes del 24,7%. Ahora bien, en 2014, sólo en el máximo tramo de la escala del gravamen se ubicaron 486.967 ciudadanos. Esta última cifra representó el 51% del total de contribuyentes de 2014. **En otras palabras, en sólo 6 años el padrón se duplicó y, figuradamente, la totalidad de los contribuyentes del 2008 pagaron la tasa máxima del impuesto.**

Resulta claro, entonces, **por qué la discusión sobre el impuesto a las ganancias es relevante y hoy ocupa el centro del escenario.**

**Pero, en mi opinión, tal despliegue de energía no se ha visto replicado en otras cuestiones fiscales de fondo.** Temas tales como la presión y estructura tributaria y la dimensión del gasto público, hoy, no tienen un lugar en la agenda política y, probablemente, tengan igual o mayor entidad que el tema que nos ocupa.

Una primera omisión tiene que ver con el costo de solventar el estado argentino. Actualmente, la presión tributaria, alcanza al 32.2% del PIB. Esto significa que 1 de cada 3 pesos producidos en el país se destina a financiar el gasto del gobierno.

**Pero, tal nivel de presión fiscal ¿es suficiente?... ¿es bajo o alto?**

La comparación internacional puede darnos una pista. Algunos pueden sentirse atraídos por compararnos con países tales como Dinamarca, Francia o Bélgica, donde este indicador promedia el 46%. Tomando este nivel como parámetro, la presión de Argentina luce baja.

Sin embargo, otros podrían opinar que nuestro indicador debería ser similar al de naciones como Suiza, Australia o Estados Unidos. En este caso, el promedio asciende al 27%. Por tanto, la presión tributaria argentina sería alta.

Como se puede advertir el resultado de este ejercicio dependerá del punto de referencia seleccionado. En todo caso, todos los países mencionados integran la OCDE – grupo que ostenta los mejores estándares de vida del mundo – cuyo indicador promedio es 34.3%, levemente por encima al de Argentina.

Dado tal escenario, un punto interesante sería interrogarnos sobre cuánto contribuye el impuesto sobre la renta personal al conjunto de la recaudación. Entre los seis países mencionados, Francia es el que exhibe la menor aportación (18.7%) mientras que Dinamarca la máxima (54.0%). En tanto, la OCDE promedia el 24.0%.

Argentina, por su parte, presenta **una participación relativa del impuesto sobre las rentas personales en la recaudación total de sólo el 10,5%.**

Entonces, ¿estamos frente a una contradicción? **El impuesto es claramente gravoso para sus contribuyentes y, al mismo tiempo, tiene una baja productividad recaudatoria.**

Pero... ¿Cómo podemos explicar este fenómeno?

La respuesta deberíamos buscarla en el alto nivel de informalidad de la economía argentina en comparación con los países citados. De esta manera, aquellas personas que se encuentran registradas dentro del sistema formal afrontan elevados tributos. A ello debemos sumar las distorsiones asociadas a la inflación ya comentadas. Al mismo tiempo, como este segmento de contribuyentes es acotado tenemos como resultado una baja “productividad” tributaria.

Aparentemente, la discusión respecto a la operación de este tributo va encaminándose a incorporar mecanismos de indexación que restarían discrecionalidad en el manejo las deducciones y escala del gravamen. Lo cual es una buena noticia (la mejor sería una baja real y sustancial de la inflación).

Pero, resuelto esto, **un mayor crecimiento y una menor informalidad ¿resolverían el problema?**

La respuesta a este interrogante no debemos buscarlo por el lado de los ingresos sino en los “números” del gasto público. Si observamos la historia fiscal argentina de las últimas décadas, se podrá concluir que existe un patrón ineludible: el déficit. A pesar de los cambios y de los “ajustes”, como en el caso de ganancias, los ingresos públicos siempre fueron insuficientes para cubrir el nivel de gasto operativo.

Y, para ello, dependiendo el momento histórico se vendieron activos, se incrementó la deuda pública o se recurrió al BCRA para financiar con emisión monetaria el gasto corriente excedente, como en los últimos años.

Con este panorama, en la típica lógica fiscalista, se llegaría a la conclusión que, dado el nivel de gasto público, debería incrementarse el nivel de presión tributaria. Si el gasto fuera inflexible a la baja, sólo restaría ajustar los ingresos... Un déficit persistente conduce a un escenario de insolvencia fiscal, aún, cuando a corto plazo existan fuentes de financiamiento disponibles, cualquiera ella sea. La historia argentina es reflejo de este fenómeno.

En realidad, un escenario como el actual sería la oportunidad inigualable para dejar de lado la premisa de que el gasto público es “inflexible” a la baja y que sólo hay “costo fiscal” en la “reducción” de impuestos. Aunque, como van los eventos, es una oportunidad que no será tomada en cuenta...

# Dólar en alza y mayor costo de endeudamiento: Dos variables que complican el contexto externo

Por Guillermina Simonetta

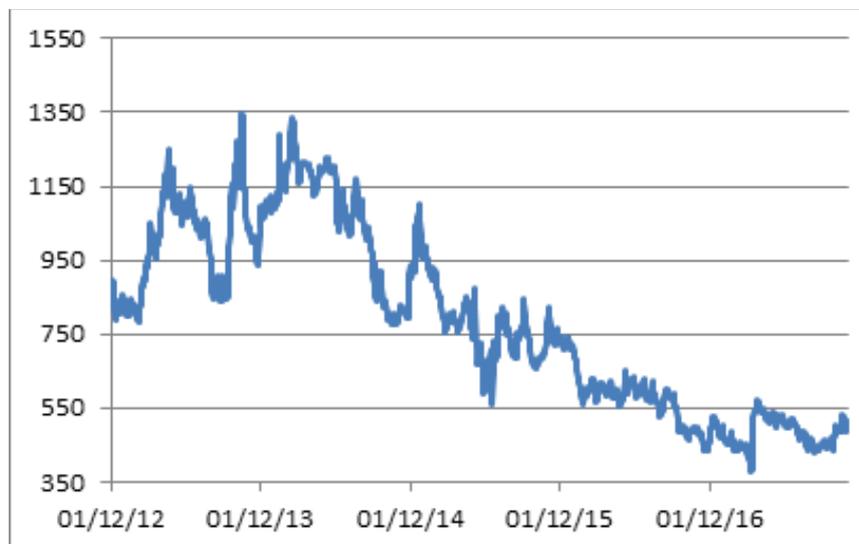
Antes de las elecciones en EE.UU. la Argentina podía emitir deuda a 6%. Las necesidades de financiamiento rondarían entre 40000/45000 millones de dólares en 2017, la mitad a colocar en el exterior, según cálculos de algunas consultoras. Sin embargo, la asunción de Donald Trump no sólo ha implicado un fuerte upside en las tasas de largo plazo en los Estados Unidos, poniéndole un piso a lo que de acá en adelante podría endeudarse Argentina colocando deuda en los mercados internacionales, sino que el efecto ha coincidido también con una suba de la prima de riesgo país.



<http://asisucedo.com.mx/sigue-al-alza-dolar/>

La medición del EMBI+ de J.P. MORGAN se ubica arriba de los 500 puntos básicos, y ha tocado 100 p.b. por arriba de los valores vistos en septiembre de 428 puntos y de 150 p.b. si consideramos el mínimo de abril de este año, nivel que no se observaba desde antes del estallido de la crisis subprime que derivó en el bear market del año 2008.

## EVOLUCION DE LA PRIMA DE RIESGO PAÍS DE ARGENTINA. MEDICION EMBI+ J.P. MORGAN



Desde el segundo trimestre de 2013 la dirección del spread de riesgo de nuestro país fue decreciendo desde niveles cercanos a 1330 p.b. hasta el mínimo de abril de este año. Y a pesar del cambio de gobierno parece difícil en el muy corto plazo que Argentina tenga una prima inferior a los 500 p.b, que adicionarían un 5% a lo que se considera la tasa libre de riesgo, que sigue siendo prácticamente la de los bonos del tesoro de estas unidos.

El cambio en el escenario internacional pone una piedra más en el camino al esquema de financiamiento argentino para 2017. Antes del triunfo de Donald Trump en Estados Unidos era posible colocar deuda a un 6% anual, pero post elección el costo subió y ya se ubica cerca del 8% anual para un plazo de diez años.

La tasa del bono de Estados Unidos a 10 años subió desde fines de noviembre desde 1,8% a 2,5%. Este incremento marca un nuevo marco de referencia para otros títulos en el mercado internacional, y, por lo tanto, suben también las tasas a las que podría conseguir deuda nuestro país.

## EVOLUCION DE LA TASA DE LOS BONOS DEL TESORO A DIEZ AÑOS DE EE.UU.



En principio, desde Hacienda sostuvieron que esperaban que se acomode la situación a este nuevo contexto internacional, tras los vaivenes en los mercados. No está aún previsto que la Argentina vuelva a emitir en los mercados internacionales, pero para el 2017 si consideramos valores de déficit primario y los vencimientos de deuda, Argentina tendría necesidades de financiamiento que no llegarían a poder cubrirse con el banco central, lo que ingrese por blanqueo, organismos internacionales y emisiones locales en pesos y Letes.

Dentro de los vencimientos de deuda pública en poder del sector privado, los principales habrá que afrontarlos durante el segundo trimestre: en abril habrá que gatillar usd 6540 del Bonar X, en mayo usd 2100 del Club de Paris y, en junio, usd 1000 millones del Global 17. Del total de obligaciones en dólares (en manos del sector privado), por usd 16.370 millones, unos usd 12.000 se concentran entre el cuarto y sexto mes del año.

Estos cambios de dirección de algunas variables de referencia nivel internacional suman elementos de incertidumbre para el año que se inicia Y es que los números de la macro argentina no logran suficientes brotes verdes. Como podemos observar en los gráficos y cuadros de coyuntura colocados en la sección final del presente newsletter los indicadores de actividad culminarán el año confirmando recesión, con bajas del índice de actividad cercanas al 5% en relación a un año atrás, y con rojos de dos cifras si tomamos en cuenta el sector de la construcción despachos de cemento, producción de autos y exportaciones a nuestro principal socio comercial. Por el momento uno de los respiros viene por parte de los commodities: los mercados agrícolas están resistiendo y los principales granos que exporta Argentina han mantenido sus precios de exportación (de hecho, Soja y Maíz se han valorizado, siguiendo para el caso de la oleaginosa la proyección evaluada en nuestro newsletter de noviembre en la sección de preguntas y respuestas). Además, la producción agrícola argentina del ciclo 2016/2017 tiene muchas chances de incrementar volúmenes (particularmente cereales).

Sin embargo, no se puede soslayar que la incertidumbre también seguirá presente en el mercado de granos. La llegada de Donald Trump a la presidencia de Estados Unidos ha generado algunos interrogantes respecto a los efectos que sus políticas podrían ejercer sobre los precios de las commodities. La preocupación reside en la relación negativa observada en los últimos años entre el valor del dólar (poder de compra) y los valores de las materias primas. Un dólar alto (fuerte respecto de otras monedas) se ha correspondido con precios más bajos (en dólares) de commodities y viceversa. La relación entre commodities y dólar se explica por dos canales de transmisión, uno de tipo real, monedas débiles en países emergentes complican sus importaciones (cae la demanda), otro de tipo financiero, vinculado a decisiones de cartera, la fortaleza del dólar está acompañada de tasas de interés altas en Estados Unidos, lo que incrementa el atractivo por activos y títulos públicos de ese país, disminuyendo la inversión en emergentes y en fondos vinculados a commodities.

Es por ello que el Gobierno debe ponerse al frente de una batalla que sigue, a los efectos de las políticas de la era kirchnerista se le suma un panorama internacional que por el momento luce incierto, con una Europa aun debilitada y vientos de proteccionismo, China con tasas de desaceleración de su crecimiento y desde el lado de la principal potencia mundial con un gran signo de interrogación sobre cuáles serán las primeras medidas que vaya tomando Trump y sus efectos financieros y reales. En lo local sumamos una gran pérdida de confianza por parte del gobierno y de confianza del consumidor, que dan cuenta de un fuerte descontento social resaltando especialmente errores de comunicación y disrupciones dentro del mismo partido que debilitan la imagen en tiempos claves.

## Usted pregunta, IECON responde

*Bienvenido a este espacio donde, no sólo podrá resolver sus dudas, sino que también podrá responder interrogantes que quizás tenga latentes por las preguntas de otros lectores.*

*Lo invitamos a enviarnos su consulta a [instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto:instituto_economia@econ.unicen.edu.ar) antes del 20 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas. Respetando su anonimato sólo se incluirá su nombre de pila.*

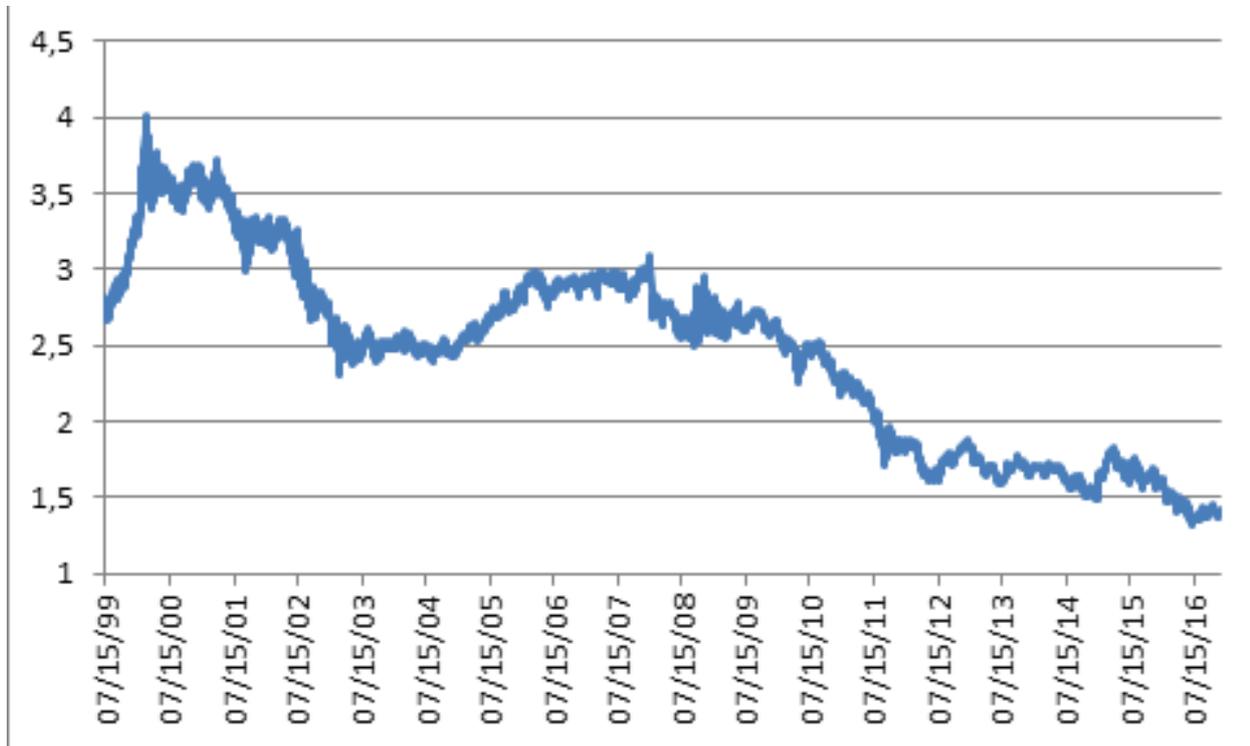


**ASofía:** *tras la asunción de Donald Trump, ¿ven alguna posibilidad de recuperación relativa de las acciones europeas frente a las americanas? ¿Qué impacto tendría en el ratio euro/dólar?*

**IECON:** Desde el 2000 pero especialmente desde setiembre de 2008 en plena caída de activos financieros hemos observado una tendencia de preferencia de los activos norteamericanos frente a los europeos en promedio, exceptuando el periodo comprendido entre marzo de 2003 y agosto de 2008, se puede observar en el gráfico que sigue el cociente entre los índices bursátiles Eurostoxx50 y el S&P500 que siguen un promedio de acciones de empresas europeas y norteamericanas. En julio, el ratio entre ambos índices encontró un valor mínimo de 1.315x, considerando el pico de 3.09x visto en el año 2008. La crisis financiera de 2008/2009 tuvo su inicio en los Estados Unidos, sin embargo el efecto contagio, la interrelación de mercados especialmente por las tenencias de activos en bancos y los problemas macroeconómicos en Europa que dejó a la luz el estallido del sector de deuda sub-prime impactaron en una reciente debilidad relativa de las acciones europeas.

El accionar de esta segunda mitad del año está dejando un sesgo de recuperación relativa del Índice Eurostoxx frente al promedio de 500 empresas americanas, pero aun esos rebotes son muy leves como para poder confirmar una suba de mayor envergadura. De hecho señalamos en comentarios previos que el ratio eurodólar corre riesgo de direccionarse hacia valores de paridad. Sin embargo, por el momento el cruce entre ambas monedas ha resistido en la zona de USD 1.05 y presenta algunas señales alcistas de cortísimo plazo que llevarían a mantener el esquema lateral de los últimos años.

**EVOLUCION DEL RATIO EUROSTOXX50/S&P500**



Para las siguientes semanas el sesgo se inclina a una recuperación relativa de los activos europeos y es factible que la recomposición de carteras que suele darse a fines y comienzos de año tome un impulso mayor al tener la incertidumbre Trump como factor adicional y estímulos monetarios que continúan en el viejo continente versus un acomodamiento de tasa de interés que ya ha empezado de hecho en Estados Unidos si seguimos la tendencia el rendimiento de bonos del Tesoro a 10, 20 y 30 años. La tendencia de fondo en este ratio de índices sigue siendo favorable a la potencia americana pero los direccionamientos de los últimos meses podrían apuntalar una recuperación relativa de acciones europeas y promover estabilidad en el ratio de monedas al menos en los primeros meses del año, siendo clave una continuidad de monitoreo del soporte de 1.05 dólares por euro en el cruce de divisas.

# La Coyuntura en gráficos

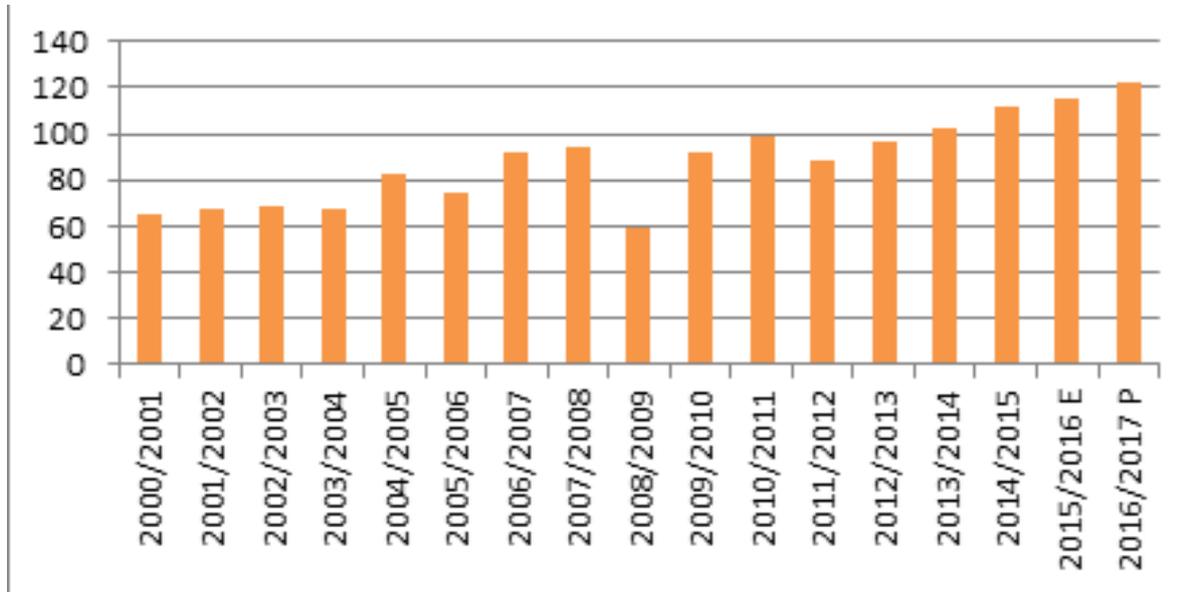
## EVOLUCIÓN EL DÓLAR MINORISTA EN ARGENTINA



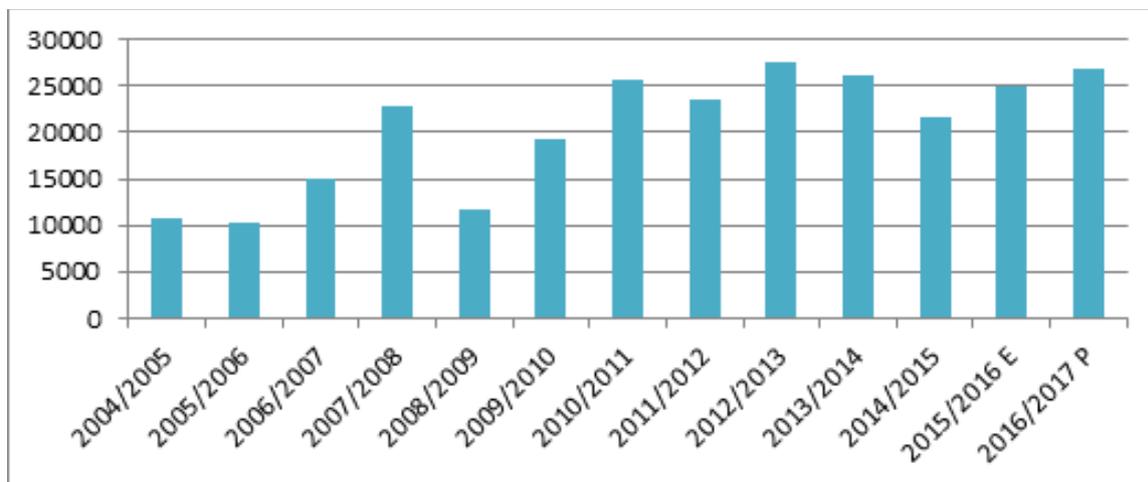
## INDICADORES DE ACTIVIDAD - VARIACIÓN INTERANUAL (%)

| INDICADORES DE ACTIVIDAD                    | 2016 I | 2016 II | 2016 III | Oct-16 | Nov-16 |
|---|--------|---------|----------|--------|--------|
| CONFIANZA DEL CONSUMIDOR UTDT               | 49.3   | 42.9    | 43.9     | 46     | 43.9   |
| CONFIANZA EN EL GOBIERNO UTDT               | 3      | 2.65    | 2.6      | 2.63   | 2.52   |
| RECAUDACION REAL ASOCIADA A CONSUMO INTERNO | -0.1   | -2.8    | -7.4     | -8     | -3.1   |
| INDICE DE ACTIVIDAD (OJF)                   | 0.96   | -3.8    | -4.1     | -4.7   | s/d    |
| INDICE DE PRODUCCION INDUSTRIAL (OJF)       | 2.9    | -4.8    | -4.9     | -5.7   | s/d    |
| PATENTAMIENTOS                              | 0.7    | 9.5     | 9.9      | 4.2    | 14.2   |
| PROD DE AUTOS                               | -20.5  | -12.9   | -15.9    | -16.4  | 3.3    |
| VENTAS DE GAS OIL                           | 0      | 2.3     | -1       | -7.9   | s/d    |
| DESPACHOS DE CEMENTO                        | -9.1   | -19.3   | -8.8     | -17.7  | 2.1    |
| INDICE CONSTRUYA                            | -3.6   | -18.9   | -18.4    | -19.7  | s/d    |
| ESCRITURAS CABA                             | 13.8   | 13.8    | 13.6     | 18     | s/d    |
| EXPO A BRASIL                               | -27.9  | -20.2   | -3.4     | -15.2  | 5.5    |
| IMPO DESDE BRASIL                           | -0.3   | 1.9     | 2.4      | -1.4   | 15     |

**PRODUCCIÓN AGRÍCOLA ARGENTINA - PROYECCIÓN CICLOS 2016/2017 EN MILLONES DE TONELADAS**



**INGRESOS BRUTOS DE PRODUCTORES. PROYECCIÓN CICLOS 2016/2017 EN MILLONES DE DÓLARES - Datos de datos MINAGRO y Bolsa de Cereales de Bs. As.**



## CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS

VALORES AL 14 DE DICIEMBRE DE 2016

| VARIABLES FINANCIERAS                         | AL 14/12/2016 | VARIACION YTD - 2016 |
|---|---------------|----------------------|
| DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA            | 16.15         | 20.43%               |
| DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)                     | 3.372         | -16.33%              |
| RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN         | 512           | 16.89%               |
| MERVAL (ARGENTINA)                            | 16918.41      | 44.91%               |
| DOW JONES (USA)                               | 19792.53      | 12.44%               |
| BOVESPA (BRASIL)                              | 61429.67      | 41.71%               |
| SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA | 376.17        | 17.50%               |
| MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA  | 138.48        | -1.95%               |
| TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA | 143.85        | -16.71%              |
| PETROLEO WTI -USD POR BARRIL                  | 51.04         | 37.80%               |
| ORO - USD POR ONZA                            | 1160.9        | 9.47%                |
| TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$          | 19.81%        | -27.29%              |
| TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$        | 18.78%        | -26.12%              |