



# **INFORME INTERNACIONAL EMBAJADA ABIERTA**

**Informe N°11  
14 de julio de 2017**

## **Contenidos**

**I - Los desacuerdos del G-20 y los próximos desafíos**

**II - Saltos y tendencia en la cotización del dólar**

## I - LOS DESACUERDOS DEL G20 Y LOS PRÓXIMOS DESAFIOS

El protagonismo que la cuestión comercial ha mostrado en la reciente cumbre del G20 en Hamburgo es el más intenso desde 2009, cuando comenzaron a evidenciarse los efectos de la crisis financiera global.

El proteccionismo fue uno de los grandes temas que sobrevoló la cumbre de mandatarios del G20, un hito anual que reúne a representantes de países desarrollados y emergentes y que en 2018 tendrá lugar en Buenos Aires.

La condena mayoritaria de países y organizaciones multilaterales al proteccionismo se vincula, naturalmente, con la orientación que se le asigna a la presidencia norteamericana que ejerce Donald Trump. Ciertamente, no se trata sólo de amenazas o acusaciones cruzadas. Estados Unidos evalúa restricciones a la importación de acero desde Europa y reclama permanentemente un ordenamiento comercial con China. A la vez, ya comenzó a desplegar la renegociación del tratado comercial de asociación con México y Canadá.

El gobierno de Trump sostiene que cuenta con argumentos que avalan sus prevenciones. Indica que a principios de este año persistían alrededor de 2500 medidas proteccionistas de otros países del G20 que afectan sus intereses, a pesar de los reiterados llamados del foro a liberalizar las prácticas comerciales.

De hecho, la declaración final aprobada por los países miembros luego de arduas negociaciones refleja la tensión del debate entre la mayoría de los integrantes del G20 y los Estados Unidos. Así, se expresó la voluntad de luchar contra el proteccionismo, pero apostando a un comercio “justo” y basado en reglas que habiliten la utilización de “instrumentos legítimos de defensa comercial”. Tal fue la demanda de la delegación norteamericana.

Pero su formulación abre las puertas a interpretaciones diversas, especialmente las que insinúan la posibilidad de una protección especial para la siderurgia norteamericana basada en razones de “seguridad nacional”, algo que no ocurría desde la Guerra Fría.

Un relevamiento de la Organización Mundial del Comercio deja en evidencia que el país que más apeló al sistema de solución de diferencias comerciales en ese ámbito multilateral desde su creación fue, justamente, Estados Unidos, con 112 casos sobre algo más de 500, seguido por la Unión Europea, Canadá y Brasil. Un monitoreo que en verdad es previo a la asunción de Trump.

Más allá de la turbulenta discusión global sobre el proteccionismo, la OMC admite que los países continúan introduciendo medidas de restricción al comercio global, aunque muestra alivio porque ese ritmo de adopción de limitaciones decreció en 2016 respecto de 2015. Es decir, el año último los países pusieron en marcha unas 15 medidas restrictivas por mes, mientras que en 2015 el promedio era de 20 medidas mensuales. Se trata de un moderado consuelo que dirige el foco de atención a un tema central y que fue reconocido por los líderes del G20: los beneficios del comercio internacional no alcanzaron por igual a todos los países y a todas las sociedades. Por el contrario, la estructura del comercio y la orientación de las inversiones a menudo dejaron una estela de marginación, concentración de la riqueza y amplios bolsones de pobreza y desocupación que deben ser enfrentados con políticas que impulsen un desarrollo global más inclusivo y equilibrado.

La Argentina será caja de resonancia de la discusión comercial en el plano internacional por cuanto será sede de la próxima Conferencia Ministerial de la OMC que se realizará en diciembre próximo. Este evento, junto con la organización de la cumbre del G20 en 2018 y la asunción de la presidencia de ese foro colocan al país en una posición de fuerte exposición en la vidriera internacional y le asignan una oportunidad inmejorable para influir en la agenda global con nuevos temas y concepciones que mejoren

las definiciones y sugerencias de políticas que viene realizando el G20 en los últimos años.

### **El cambio climático**

El desacuerdo con los Estados Unidos no sólo se evidenció en la cuestión comercial. La lucha contra el cambio climático fue en verdad un tema en el que las diferencias se expusieron con mayor crudeza. El gobierno de Trump ratificó su decisión de abandonar el compromiso de participación en el Acuerdo Climático de París y el resto de los miembros del G20 enfatizaron que las medidas y políticas trazadas en ese acuerdo son “irreversibles”. Más aún: el presidente de Francia, Emmanuel Macron - quien aspira a levantar su perfil en el plano internacional- anunció el llamado a una nueva cumbre mundial sobre el clima para diciembre próximo. Ese mes, entonces, habrá dos escenarios de disputa sonora con los Estados Unidos: la cumbre de la OMC y la reunión de París sobre el clima.

El telón de fondo de este nuevo encuentro del G20 sigue siendo la debilidad del crecimiento mundial y la distancia que muestra la recuperación económica en los países desarrollados y los emergentes. Políticas de austeridad siguen vigentes en muchos países en desarrollo y sus efectos no se podrán mitigar con renovadas convocatorias a la cooperación internacional que suelen resultar una fórmula reiterada en encuentros internacionales.

La nota distintiva de este encuentro, de cualquier modo, parece haber sido la redefinición del liderazgo global, por cuanto Estados Unidos decidió no ejercer ese mandato implícito, mientras otros jugadores, como China, Rusia y la Unión Europea mueven el tablero para suplir el papel que dejó vacante la gestión de Trump, cada vez más dirigida a tomar decisiones en función de la política doméstica.

## **Oportunidad regional**

En este contexto América Latina enfrenta un arduo desafío y a la vez una inmejorable oportunidad. La Cepal proyecta que los países de la región crecerán este año sólo 1,1%, una tasa modesta que en el caso de las economías más grandes de la región –como Brasil- es aún menor. El desafío será consolidar tasas de crecimiento sostenidas que provean respuestas ciertas a las demandas de amplios sectores de sus sociedades, a la vez que encontrar mecanismos que permitan profundizar la por ahora débil integración de sus economías y sistemas productivos.

La participación de la Argentina, Brasil y México en el G20 anticipa la oportunidad de coordinar estrategias para que los países de la región, y los emergentes en general puedan hacer escuchar su voz por encima de los debates tradicionales que ocupan al mundo desarrollado. La necesidad de profundizar mecanismos para un comercio global más equilibrado y justo; la urgencia de trazar políticas orientadas a evitar la pérdida de empleos frente al cambio tecnológico y la alternativa de obtener mayor participación en los organismos multilaterales deberían comenzar a ser discutidos con celeridad para consensuar posturas comunes de cara a las próximas negociaciones del G20.

## II- SALTOS Y TENDENCIA EN LA COTIZACIÓN DEL DÓLAR

- ° *La evolución de la cotización del dólar en Argentina despertó un importante debate respecto de las causas y efectos de sus movimientos recientes.*
- ° *En términos generales el salto reciente puede entenderse como un nuevo episodio, dentro de una dinámica general que combina períodos de estabilidad y apreciación real, con saltos discretos en la cotización frente a eventos de riesgo internacional.*
- ° *La suba del dólar responde a una combinación de factores domésticos e internacionales que se conjugaron para propiciar la suba de un nuevo escalón en la cotización.*
- ° *En el presente capítulo de este informe realizamos una revisión general de la evolución del dólar en Argentina tras la instauración del nuevo régimen cambiario, en vistas de intentar clarificar no sólo el reciente episodio, sino también algunas tendencias futuras.*

### **La tendencia de fondo: por la senda del atraso cambiario**

Tras el cambio de gobierno, Argentina modificó drásticamente su régimen cambiario al abandonar los controles de capitales. Se inició así, un esquema denominado de flotación, similar al de los principales socios de la región. Sin embargo, las particularidades de la coyuntura económica argentina, han generado que la cotización de la moneda local muestre una tendencia general a la apreciación.

En lo que va del año, el tipo de cambio nominal peso-dólar se devaluó un 6,6%, prácticamente la mitad del aumento que reflejó el índice de precios al consumidor en el primer semestre del año (11,8%).

La tendencia a la valorización que presenta en el mediano plazo el peso argentino responde a los efectos de dos pilares de la actual política económica: (i) los elevados requerimientos de deuda externa, y (ii) los altos tipos de interés establecidos como principal y casi exclusiva herramienta de política antinflacionaria.

Las crecientes colocaciones de deuda externa para financiar el déficit fiscal y externo de la economía argentina generan un importante flujo de ingreso de divisas que presiona sobre la oferta de dólares en el mercado local. Se trata de ventas que realiza el Estado Nacional para financiar sus necesidades de gasto corriente, presionando a la baja el tipo de cambio.

Por otra parte, el esquema de metas de inflación ha requerido hasta el momento tasas de interés elevadas dadas las dificultades para controlar los precios locales. El BCRA no ha logrado encausar la evolución de los precios en los márgenes establecidos por sus propias metas, por lo cual las tasas no sólo resultan elevadas, sino que a su vez se espera se sostengan por un tiempo en esos niveles.

Los elevados intereses pagados por el país funcionan como un atractivo para inversiones externas que en el corto plazo buscan capitalizar las diferencias de rendimiento de los activos locales (*carry trade*) y favorecen también la oferta de dólares en el mercado cambiario local.

La mencionada tendencia general a la apreciación del peso, forma parte del debate económico cotidiano. Diversos actores y analistas de la economía local se han pronunciado sobre la cuestión<sup>1</sup>.

### **Al ritmo del riesgo global**

Por fuera de la tendencia general a la apreciación, la cotización del dólar en Argentina ha seguido también un patrón de respuesta a eventos de incremento en la percepción de riesgo internacional. Se trata de un rasgo

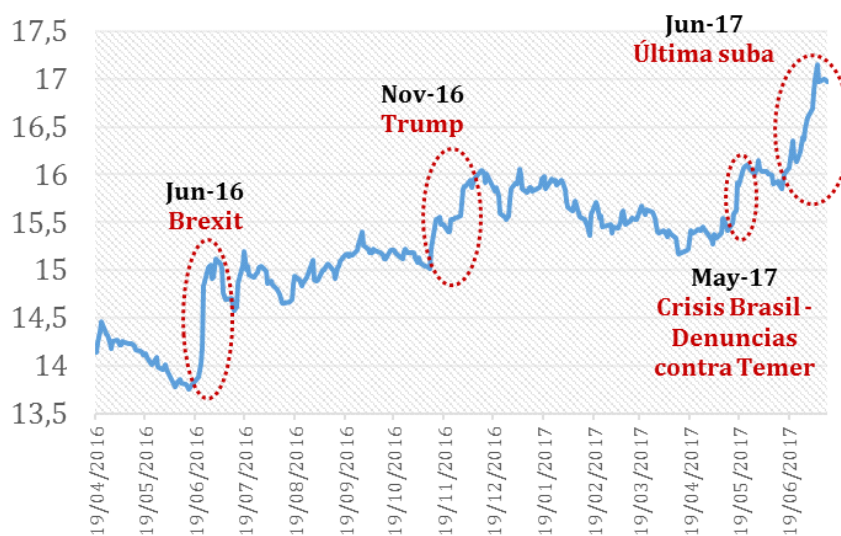
---

<sup>1</sup> Ver por ejemplo: <https://goo.gl/oMjBWA>; <https://goo.gl/FVnKKq>; <https://goo.gl/N4CJnw>; <https://goo.gl/RxvVoz>

distintivo de los esquemas de flotación cambiaria, que ha tendido a incrementar la vulnerabilidad externa de la economía local.

El incremento de la percepción de riesgo que acompañó a eventos tales como el referendo sobre la pertenencia del Reino Unido a la Unión Europea (Brexit) en junio de 2016, la elección de Donald Trump como presidente de los EUA en noviembre de 2016, las decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos de elevar los tipos de interés de referencia y los distintos episodios de la crisis política brasileña, trajeron aparejados saltos en la cotización local del dólar, que pueden observarse al analizar su evolución.

### Cotización del tipo de cambio de referencia peso-dólar



*Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de BCRA*

La cotización del dólar en el país, conjuga períodos de estabilidad cambiaria con pequeños escalones devaluatorios. A pesar de los saltos, la tendencia general continúa siendo a la apreciación real, ya que como se mencionó anteriormente el tipo de cambio se ha movido muy por debajo de la inflación.



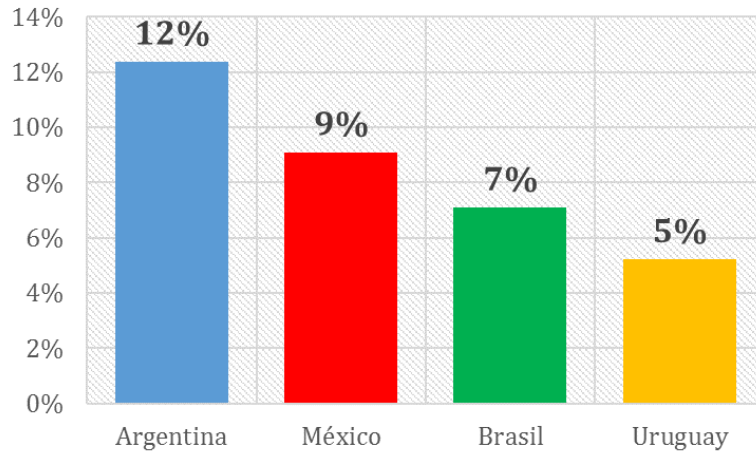
## **La reciente alza del dólar**

Desde el 13 de junio y hasta la fecha el valor del dólar en la Argentina se incrementó un (7%). El salto se explica por una combinación de factores locales e internacionales.

En el plano internacional, el mes de junio estuvo caracterizado por la elevación de la percepción de riesgo. La misma se vincula a: (i) la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de concretar una nueva suba de su tasa de interés de referencia; (ii) las convulsiones en el mercado accionario norteamericano en el contexto de los avances en las investigaciones sobre el denominado Rusigate; (iii) los efectos negativos que tuviera sobre las empresas tecnológicas globales la multa establecida por la Unión Europea a la empresa Google, y (iv) una nueva baja en el precio internacional del petróleo.

La combinación de estos sucesos dio lugar a una suba de los tipos de interés de los títulos del tesoro norteamericana a 10 años que funcionan como referencia de inversión libre de riesgo a escala mundial. Estas circunstancias afectaron de manera general a las economías emergentes en vistas de una posible elevación de sus costos de financiamiento externo. Aunque se generalizó la elevación de las primas de riesgo país de las economías de la región, tal como ocurrió en episodios anteriores, la sensibilidad de la Argentina continúa siendo superior a la de sus vecinos frente a coyunturas de riesgo internacional.

### % de cambio en el riesgo país entre el 13/06/17 y el 21/06/17



*Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Embi+ JP Morgan*

Por fuera de los factores externos, una serie de circunstancias se conjugaron también en el mercado local para impulsar la depreciación de la moneda.

Por el lado de la oferta de divisas, en las primeras semanas del mes de junio los exportadores de productos primarios comenzaron a retacear sus ventas debido a un escenario en el que la percepción de un relativo atraso cambiario se conjugó con una baja de los precios internacionales (el 22 de junio el precio de la soja alcanzó un precio mínimo de U\$S 332).

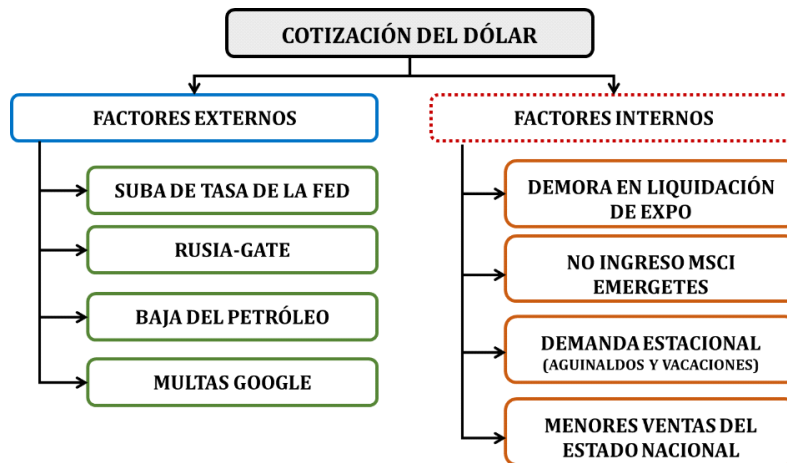
A su vez, las frustradas expectativas de reingreso de la Argentina a la categoría de mercado emergente dentro del índice MSCI, aportó a la salida de capitales en la última semana de junio.

Factores estacionales hacen que, en el mes de julio, el mercado cambiario local enfrente un incremento en la demanda de divisas como resultado del pago de aguinaldos y la adquisición de divisas para las vacaciones de invierno que realizan pequeños ahorristas. Por si fuera poco, la formalización de las candidaturas para las próximas PASO agregó su

tradicional cuota de volatilidad a la cotización de la divisa, impulsando también la dolarización en algunos jugadores de mayor envergadura.

Finalmente, las ventas de divisas por parte del Estado Nacional, se vieron reducidas en el período por el lanzamiento de un nuevo título en pesos que permitió postergar parcialmente la liquidación en el mercado local de los dólares recaudados por las colocaciones de deuda externa.

### Factores explicativos de los recientes movimientos cambiarios



*Fuente: Elaboración propia*

### Perspectivas para la cotización del dólar

El salto reciente observado en la cotización del dólar no difiere de episodios similares de los últimos tiempos. Se trata de correcciones que tras impulsar un salto o escalón, tienden a estabilizar los valores en un nuevo nivel (actualmente alrededor de los \$17 por dólar).

En la medida que los factores internacionales y locales comenzaron a disiparse, las fuerzas que vienen dominando el mercado cambiario en el mediano plazo han vuelto a imponerse.

La devaluación coincidió con una suba en el precio internacional de la soja, que ha favorecido la reaparición de las ventas de divisas por parte de los principales exportadores primarios.

A su vez, la decisión del BCRA de volver a elevar los tipos de interés ante las persistentes dificultades para controlar la inflación, funcionan como un atenuante para la demanda de dólares y un atractivo para el ingreso de capitales externos de corto plazo.

Las colocaciones de deuda realizadas tanto por el gobierno nacional como por gobiernos provinciales deberán comenzar a volcarse también en el mercado cambiario, favoreciendo la estabilización de la cotización en el nuevo nivel. En este sentido, cabe señalar que una mayor suba del tipo de cambio podría afectar la dinámica de precios de la economía, circunstancia que hace más probable la intervención de las autoridades económicas en el contexto de la campaña electoral.

El nuevo régimen cambiario parece haber consolidado un esquema a partir del cual los eventos de riesgo internacional abren una ventana de incertidumbre en la que se registran parciales correcciones en el ritmo de apreciación real de la cotización del dólar.

Aunque el proceso electoral puede incrementar la frecuencia y la envergadura de este tipo de episodios, cabe esperar que la tendencia general se mantenga en tanto perduren los factores estructurales que impulsan la apreciación real de la moneda (deuda+inflación).

Aunque el panorama global parece haberse relajado, las posibles turbulencias de la economía brasileña, inmersa en una profunda crisis política, depara noticias de impacto que deberán ser monitoreadas día tras día.