



Economía

# La marcha de la economía bajo la gestión de Alfonso Prat-Gay

NICOLÁS FERRER

El cierre del año 2016 coincide con la salida de una de las figuras más fuertes dentro del gabinete del Poder Ejecutivo, el ex-Ministro de Hacienda y Finanzas Alfonso Prat-Gay. En la siguiente nota realizamos un breve resumen de la evolución de la economía y las medidas tomadas por la cartera bajo su gestión.

## Principales medidas económicas

Empezando en orden cronológico, la primera medida destacable fue el abandono del régimen de control de cambios popularmente denominado 'cepo' cambiario. El proceso, cuya responsabilidad debe atribuirse en forma conjunta con el Banco Central de la República Argentina (BCRA), se logró sin mayores conflictos y sin dar lugar a una corrida contra la moneda. Ello fue posible a causa de una depreciación del 40% del tipo de cambio oficial (de \$ 9,8268 a \$ 13,7633 entre el 16 y 17 de diciembre de 2015) que lo dejó un 4% por debajo del valor del dólar en el mercado paralelo, el cual había caído progresivamente desde su máximo por encima de los \$ 16 registrado a mediados de octubre de 2015. Desde entonces el dólar se depreció durante los primeros dos meses del año para luego caer y no retomar su senda al alza hasta fines del primer semestre. En la segunda mitad del año, y particularmente desde las elecciones presidenciales de EE.UU., la divisa norteamericana se ha fortalecido considerablemente contra el peso, resurgiendo una amplia brecha en el mercado informal.





Una vez abandonado el restrictivo esquema cambiario, la siguiente parada en la agenda fue la normalización de los compromisos de deuda en poder de los denominados 'holdouts' o 'fondos buitres'. La resolución del conflicto encontró un primer avance sustancial con la presentación de una propuesta de pago realizada a principios de febrero que implicaba quitas del 27,5% al 30% sobre aquellos reclamos que poseían una sentencia firme y el pago de un 150% del capital original adeudado para quienes no lo hiciesen. La proposición fue aceptada por la mayoría de los tenedores; el juez Griesa levantó la medida cautelar que impedía el servicio de la deuda externa correspondiente a los canjes de 2005 y 2010; y el Congreso derogó las Leyes Cerrojo y de Pago Soberano, autorizando un pago de u\$s 11.684 millones a los acreedores.

Este acuerdo habilitó al gobierno a (y le generó la necesidad de) recurrir a los mercados internacionales de deuda para financiar sus obligaciones financieras. De acuerdo a información relevada por Reuters, desde diciembre de 2015 el gobierno nacional colocó títulos de deuda por no menos de u\$s 41 mil millones, \$ 219 mil millones y € 2.500 millones. El siguiente cuadro resume las principales emisiones realizadas durante el año:

**Emisión de deuda del Gobierno Nacional desde 12/15 al 12/16**

Emisiones en \$						
Concepto	Razón	Emisión	Vto.	Plazo	Cupón (%)	Monto Emitido (M)
Bono en u\$s 2022	Canje Letras	dic-15	dic-22	7	7,750	4.690
Bono en u\$s 2025	BCRA	dic-15	dic-25	10	7,875	4.510
Bono en u\$s 2027			dic-27	12	7,875	4.498
Bono en u\$s 2019			abr-19	3	6,250	2.750
Bono en u\$s 2021	Pago Holdouts	abr-16	abr-21	5	6,875	4.500
Bono en u\$s 2026			abr-26	10	7,500	6.500
Bono en u\$s 2046			abr-46	30	7,625	2.750
Bono en u\$s 2028	Recompra	jul-16	jul-28	12	6,625	1.000
Bono en u\$s 2036	Cupón PBI		jul-36	20	7,125	1.750
Bono en u\$s 2019	Sinceramient	ago-16	ago-19	3	-	560
Bono en u\$s 2023	o Fiscal		ago-23	7	1,000	
LETES en u\$s al 15/12						8.134
<b>Total Emisión u\$s</b>						<b>41.643</b>

Emisiones en \$						
Concepto	Razón	Emisión	Vto.	Plazo	Cupón (%)	Monto Emitido (M)
Bonar 2018		mar-16	mar-18	2	B + 2,75%	4.627
Bonar 2020		mar-16	mar-20	4	B + 3,25%	10.721
Bonac 2017		may-16	may-17	1	Lebac 90d	10.584
Boncer 2021		jul-16	jul-21	5	CER + 2,5%	14.995
Bono Tasa Fija 03/18		sep-16	mar-18	1,5	22,75	15.211
Bono Tasa Fija 09/18		sep-16	sep-18	2	21,20	25.000
Bono Tasa Fija 10/21		sep-16	oct-21	5	18,20	50.000
Bono Tasa Fija 10/23		oct-16	oct-23	7	16,00	22.767
Bono Tasa Fija 10/26		oct-16	oct-26	10	15,50	53.620
Boncer 20		oct-16	abr-20	4	CER + 2,25%	11.565
<b>Total Emisión \$</b>						<b>219.090</b>

Emisiones en €						
Concepto	Razón	Emisión	Vto.	Plazo	Cupón (%)	Monto Emitido (M)
Bono en € a 2022		oct-16	ene-22	5	3,875	1.250
Bono en € a 2027		oct-16	ene-27	10	5,00	1.250
<b>Total Emisión €</b>						<b>2.500</b>

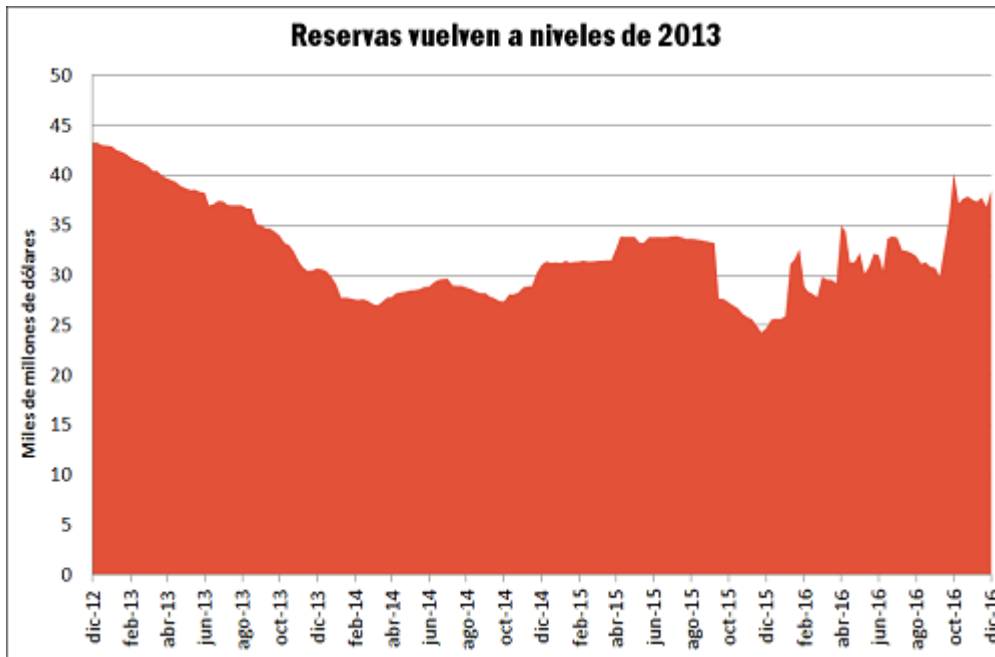
Fuente: @BCRMercados, en base a datos de Reuters.

Analizando el cronograma de emisiones surge un claro patrón, con el primer semestre del año acaparando el grueso de las colocaciones en moneda extranjera. Ello resultó ser positivo para Argentina a la vista de la reciente dinámica del mercado internacional de deuda, con el costo del endeudamiento eventualmente disparándose hacia las elecciones presidenciales norteamericanas.

Hacia la segunda mitad del año, con el programa monetario del BCRA mostrando las primeras señales de lograr reducir el ritmo inflacionario, el tesoro decidió recurrir a una herramienta inutilizada durante los últimos años: la emisión de renta fija en pesos a largo plazo. Entre los meses de septiembre y octubre se colocaron \$ 167 mil millones con títulos con vencimientos de entre un año y medio a diez años, estos últimos ofreciendo un rendimiento nominal del 15%, muy por debajo de los niveles de inflación actuales.

Las nuevas emisiones no representan en su totalidad un incremento del nivel de endeudamiento del gobierno, dado que la mayoría de las colocaciones fueron utilizadas para cumplir con compromisos pendientes. De acuerdo a información de la Secretaría de Finanzas, el total de deuda pública al 30 de septiembre del corriente ascendía a unos u\$s 264.623 millones, un incremento de un 4,2% (o u\$s 10.634 millones) con respecto a fines del año anterior.

La relativamente armónica salida del cepo cambiario y la entrada de fondos generada por el endeudamiento externo permitió recomponer las reservas internacionales del BCRA, cuyo valor en dólares se incrementó en alrededor de un 50% a lo largo del año para alcanzar sus niveles más altos en casi tres años.



Otro de los hitos de la gestión económica del año 2016 fue la sanción de la ley N° 27.260. La misma estableció la creación del Programa Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados, cuyo objetivo fue el ajuste de los haberes de aquellos jubilados con o sin juicios contra la ANSES. A su vez esta misma ley determinó el establecimiento de un nuevo Régimen de Sinceramiento Fiscal, coloquialmente conocido como 'blanqueo'. Éste permitiría a residentes realizar hasta el 31 de marzo de 2017 la declaración voluntaria de activos como ser tenencias moneda local o extranjera,





inmuebles y títulos valores entre otros. De acuerdo al carácter de los bienes, su valor, la modalidad de pago, y el momento de la declaración, la penalidad a pagar podía ir del 0% al 15%.

El propio ex - Ministro de Hacienda y Finanzas, con su renuncia ya anunciada, dio a conocer que al 26 de diciembre el número de declaraciones realizadas se encontraba en el orden de las 235 mil, con activos con un valor equivalente a u\$s 90 mil millones pasando a estar de vuelta en el circuito formal, un éxito bajo cualquier parámetro. El total acumulado habría resultado en una recaudación por multas equivalente a unos 82 mil millones de pesos, o cerca de un punto porcentual del PBI. Entre los activos declarados estarían unos 20 mil inmuebles correspondientes al mercado local y 18 mil localizados en el exterior con un valor de u\$s 1.733 millones y u\$s 3.551 millones respectivamente.

Por otro lado, también se deben señalar la corrección de precios relativos propia de la eliminación de restricciones y reducción de retenciones a la exportación de productos agropecuarios y la realización de ajustes al cuadro tarifario de servicios energéticos, esta última permitiendo reducir el impacto de los subsidios al sector sobre el déficit fiscal.

### La marcha de la economía durante 2016

A pesar de este paquete de reformas y en parte producto de los esfuerzos anti-inflacionarios del BCRA, el nivel de actividad económica se resintió sensiblemente durante 2016, y ni siquiera el mentado 'segundo semestre' logró revertir la situación. El siguiente cuadro resume algunas de últimas mediciones disponibles publicadas por INDEC.

## Indicadores de Actividad para 2016

	Período	Acumulado respecto a mismo período 2015
Producto Bruto Interno	III-Trim	-2,4%
EMAE <sup>1</sup>	oct-16	-2,6%
EMI <sup>2</sup>	nov-16	-4,9%
ISAC <sup>3</sup>	nov-16	-13,1%

@BCRmercados, en base a datos de INDEC.

<sup>1</sup> EMAE = Estimador Mensual de Actividad Económica.

<sup>2</sup> EMI = Estimador Mensual Industrial.

<sup>3</sup> ISAC = Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción.

Particularizando la situación de la industria de acuerdo a los resultados de la Encuesta Mensual Industrial correspondientes al mes de noviembre de 2016, podemos ver que los sectores más afectados han sido las industrias metálicas básicas (-14,8% acumulado) y el automotriz (-13% acumulado). En contraste, las industrias de sustancias y productos químicos (-1,1%) y alimenticia (-1,5%) lograron resistir mejor la recesión.





Si tomamos los datos correspondientes al IPC de San Luis para los primeros cuatro meses del año y los complementamos con los publicados por INDEC para lo que resta del año, vemos que la suba en el nivel general de precios acumularía un 31,7% al mes de noviembre, con una decidida baja en el ritmo inflacionario durante la segunda mitad del año. Hasta junio, la variación mensual promedio del nivel de precios había sido del 3,4%, mientras que desde entonces se ha reducido al 1,5%.

Finalmente, en lo que tal vez sea uno de los cuadros menos alentadores, el déficit fiscal no ha mostrado señal alguna de haberse reducido, con lo cual no podemos señalar un 'ajuste' fiscal como el responsable de la recesión. A Noviembre, el resultado primario del Sector Público Nacional acumulado para el año era negativo en unos \$ 300.083,6 millones, un 56,5% superior al registrado durante el mismo período. Si a ello adicionamos los ingresos y erogaciones en concepto de rentas, arribamos a un déficit financiero de \$ 281.318,8. Éste muestra un crecimiento del 68,9% particularmente gracias al fuerte incremento de las erogaciones realizadas en concepto de rentas pagadas sobre la deuda, que muestra un alza del 62,6% interanual.

