



Informe Económico Mensual



Instituto de Investigación

Nº 160 - Año 16 - 19 de abril de 2018

Escriben en este número: Gustavo Martín, Héctor Rubini, Eliana Scialabba y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

Inflación. El IPC Nacional aumentó 2,3% en marzo, acumulando 9,2% en el primer trimestre de 2018, la mayor desde el tercer trimestre de 2016.

LO QUE HAY QUE SABER

Preocupa la suba de precios. La aceleración de la suba de precios ha tornado no creíble la meta oficial de inflación de 15%. La mayoría de las encuestas de opinión muestra que la inflación, la inseguridad y el desempleo son las tres principales preocupaciones de la población.

Perspectivas para los próximos meses. Se espera una desaceleración de la suba de tarifas públicas para este trimestre. Sin embargo, no sería suficiente para revertir el sendero inflacionario en curso. Para 2018 se espera una inflación en torno de 23%-25%.

Deuda pública. Se observa un preocupante aumento tanto del nivel como de la tasa de crecimiento de la deuda del Gobierno Nacional. Frente a los cambios en las condiciones de los mercados internacionales, el mantenimiento de este ritmo de endeudamiento puede generar problemas de solvencia intertemporal.

Amenazas de guerra comercial entre EE.UU. y China: los aranceles de los EE.UU. a la importación de productos chinos fueron respondidos por China con aranceles contra productos estadounidenses y denuncias en la OMC. Se observa una actitud conciliadora por parte del gobierno chino, pero este enfrentamiento y los conflictos en Medio Oriente entre Occidente y Rusia han generado fuerte volatilidad en los mercados financieros.

Crecimiento de la economía mundial: en el primer trimestre de este año se han observado signos de desaceleración de la tasa de crecimiento en varias economías desarrolladas. Sin embargo, las perspectivas de largo plazo son optimistas. El FMI en su último Informe de la Economía Mundial elevó la tasa de crecimiento de la economía global de 3,7% a 3,9% para 2008 y 2019.

LO QUE VIENE

Ajuste de tarifas. Probable graduación de los ajustes de tarifas de gas y electricidad, a partir de la reacción de legisladores opositores al gobierno, y de las iniciativas políticas de la Unión Cívica Radical y de la diputada Elisa Carrió.

Lula, muy complicado. Un tribunal de Porto Alegre denegó al ex presidente Lula Da Silva el segundo recurso interpuesto para quedar en libertad, luego de ser detenido el pasado 7 de abril por un proceso en el que fue condenado a doce años y un mes de prisión por corrupción pasiva y lavado de dinero. Esto le impediría ser candidato para las elecciones presidenciales de octubre de este año, pero la decisión final la tomará el Tribunal Superior Electoral. En la última encuesta de Datafolha, Lula sigue al frente con una intención de voto en torno del 31%, inferior al 37% registrado en la encuesta de enero pasado.

Acercamiento entre EE.UU. y Corea del Norte: Los presidentes de ambos países estarían por confirmar una reunión personal que podría concretarse en junio o antes, en Suecia o Suiza. La noticia se conoció después de confirmarse una visita secreta del director de la CIA, Mike Pompeo, a Pyongyang en Semana Santa.

Decano Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Héctor F. Dama
Director Instituto de Investigación: Juan Massot - Editor del IEM: Héctor Rubini

Viamonte 1816 - C1056ABB - CABA - Argentina - (+54-11) 4811-5327 / 6052 / 7441
fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

PANORAMA DE ARGENTINA

TODAVÍA LEJOS DE LA ESTABILIDAD

Héctor Rubini

En el primer trimestre de 2018 la inflación se aceleró, alejándose de las metas oficiales de inflación. La mayoría de las encuestas de opinión presentan a la inflación, el desempleo y la inseguridad como los problemas prioritarios para la población.

El último mes no registró novedades relevantes en la economía real. La demanda de automotores sigue en suba, al igual que la inversión en obras públicas, pero el flojo desempeño exportador y el impacto inicial de la extraordinaria sequía en gran parte de las áreas cultivables, suman incertidumbre al sector privado.

Las políticas oficiales se mantienen sin cambio, a pesar de las subas del tipo de cambio, tarifas públicas y precios con demanda estacional. El efecto sobre el nivel de precios y su tasa de crecimiento -la inflación—ha echado por tierra las mínimas expectativas de cumplimiento de las metas oficiales de inflación¹.

Las autoridades no parecen dispuestas a modificar nada respecto del año pasado. El segundo semestre no asoma como de “lluvia de inversiones”, sino de una inflación no inferior al 1,5%-2% promedio mensual. **Las expectativas para abril son de una inflación de 2,4%, de modo que el primer cuatrimestre cerrará con una inflación acumulada de 9,2%. Para alcanzar la meta oficial de 15% en 2018 la inflación acumulada no debería superar 5,8% en los 8 meses siguientes**, algo imposible, aun bajo los supuestos más benévolos posibles.

Tanto el Relevamiento de Expectativas de Mercado como la mayoría de sondeos de consultoras, bancos y universidades privadas reflejan un ajuste hacia arriba de las proyecciones de inflación y de crecimiento para el resto del año. Para abril y mayo, y probablemente hasta julio, se espera que la inflación descienda a menos de 2% mensual. **De mantenerse el crecimiento de la oferta primaria de dinero entre 25% y 30% anual, y sin profundizar el todavía imperceptible recorte de gastos primarios de los últimos 5-6 meses, es prácticamente imposible esperar que no haya nuevas subas de precios.**

El calendario de ajustes de precios absolutos (y su impacto en precios relativos, ingresos reales y ajustes preventivos) no es muy alentador. Mayo y junio probablemente sean los meses de menor inflación, pero esa baja probablemente sea transitoria. En mayo se ajustarán las tarifas de agua, y en junio los combustibles. Julio acusará suba de precios estacionales, probablemente pasajes de larga distancia, y el impacto del gasto de los medio aguinaldos abonados en junio. Agosto y septiembre (a más tardar) son meses de ajustes de precios regulados (medicina prepaga, costo de transporte de pasajeros y fletes, telefonía celular, peajes, entre otros). De octubre a diciembre habrá nueva ronda de suba de precios por reajustes de tarifas públicas y traslado a precio de salarios. Con esta perspectiva, la inflación en 2018 cerraría entre el 23% y el 26%.

La oferta de bienes no pareciera tener perspectivas de “saltos” relevantes en exportaciones y en la actividad industria. En el caso del agro, las estimaciones de los grupos CREA arroja pérdidas de 5,2% en la producción de maíz temprano, 13,4% para maíz tardío, 8,6% en soja de primera siembra y 18,4% en soja de segunda. A esto se suman pérdidas de no menos de 12% de pasturas para la ganadería, y caídas en la producción de forrajes de al menos 28%. **Sólo para los casos de maíz y soja, las pérdidas estimadas respecto de lo estimado al inicio de la campaña 2017-18 sería de no menos de U\$S 2.600 millones.**

En este contexto y bajo un escenario en el que la presión impositiva de las provincias no ha disminuido, y en varios casos ha aumentado, sin un areducción del costo del crédito para las empresas pequeñas y medianas, y sin mejoras significativas del tipo de cambio real a pesar de la depreciación del peso en los últimos 4 meses, el potencial de aceleración del crecimiento es mínimo. Al menos para este año, el grueso de la inversión bruta fija cobraría impulso fundamentalmente por la inversión pública, si bien se sigue demorando la aprobación e inicio de proyectos financiados por el sistema de Participación Público Privada (PPP).

¹ Ver art. de Gustavo Martín en este IEM.

Igual esto no sería suficiente para compensar el efecto negativo de la sequía sobre la actividad y las exportaciones. Respecto del consenso de las estimaciones de crecimiento para este año, el shock climático restaría un punto de crecimiento, aun en presencia de un mayor impulso a la obra pública y de una gradual aceleración del crecimiento de Brasil. El FMI redujo su proyección de crecimiento para nuestro país de 2,5% a 2% para este año, en línea con la mayoría de las estimaciones del sector privado local. En cuanto a la estimación de inflación, elevó su pronóstico de 15% a 19,2%. Sin embargo, la mayoría de los pronósticos superan el 20%, como lo ha reflejado la última edición del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA.

El corto plazo asoma hacia un trimestre en el que se calmaría el mercado cambiario, gracias a la liquidación de divisas de la cosecha gruesa. Habitualmente el trimestre abril-junio es el más cómodo para el BCRA, y en este año, ante las expectativas de futuras subas de los precios de cereales y oleaginosas, se espera que el ingreso de divisas se distribuya más gradualmente en el tiempo.

Sin shocks ni sorpresas internas ni externas a la vista, la calma en el mercado cambiario, con cierta baja del dólar hacia \$ 20 o incluso valores levemente inferiores, podría observarse incluso hasta el mes de julio. Sin embargo, la misma probablemente sea transitoria. La política fiscal expansiva sigue siendo dominante, y frente a la perspectiva de subas de tasas de interés en el exterior, es de esperar que el Ministerio de Finanzas cumpla con su anuncio de no endeudarse en el exterior hasta el año próximo. Sin el ingreso de divisas vía emisión de deuda pública externa, la cotización del dólar puede mostrar mayor volatilidad en los últimos 4-5 meses del año. En un contexto de suba de precios puede complicar la expansión de créditos indexados, ya que **sería inevitable una suba de tasas de interés debido a varios factores:**

- a) la decisión del BCRA de aumentar la tasa de pasas a 7 días ante la insuficiente baja de la inflación,
- b) el aumento de la demanda de fondos en el mercado interno del Tesoro Nacional y de los gobiernos provinciales,
- c) la menor demanda de LEBAC por parte de inversores del exterior, debido a la aplicación del impuesto a la renta financiera.

Sobre este punto, cabe observar que la reglamentación de AFIP grava con Impuesto a las Ganancias y una tasa del 5% a las inversiones en títulos públicos, obligaciones negociables, cuotapartes de renta de fondos comunes de inversión, monedas digitales y todo otro título emitido en moneda nacional y sin cláusula de ajuste, a partir de un mínimo no imponible de \$ 66.917,91 anuales. Para las tenencias de títulos en moneda extranjera o con cláusula de ajuste, la alícuota es del 15%.

Bajo estas condiciones, y con el objetivo de las autoridades de asegurar la reelección presidencial en 2019, las autoridades seguirán manteniendo los lineamientos gradualistas de reformas de los últimos dos años. El sesgo expansivo de la política monetaria refleja la demanda de fondos de un fisco que no termina de ajustar las cuentas fiscales de manera significativa. El uso del dólar y los salarios como anclas nominales no ha sido totalmente efectivos, y la política monetaria y fiscal no son consistentes con una reducción contundente y permanente de la inflación. Si bien no la conflictividad y los reclamos sectoriales no van a cesar, **el gobierno se siente cómodo con miras a las elecciones del año próximo**. Los partidos de oposición, y en particular el Partido Justicialista, no logran una transformación interna que le permita diferenciarse de la experiencia kirchnerista. Tampoco han resuelto la visible crisis de liderazgo, agravada luego del resultado adverso en las elecciones legislativas del año pasado. Sin liderazgo definido, ni propuestas razonables ni creíbles, el camino a las elecciones presidenciales se presenta inequívocamente a favor del oficialismo.

En el corto plazo, además, asoma una buena noticia: la probable mejora de la calificación de Argentina por parte del banco Morgan Stanley, de país “de frontera” a “emergente”, lo que podría inyectar el ingreso de unos U\$S 5.000 M para compra de acciones de empresas argentinas. Un alivio para un año que no ha empezado bien en materia de inflación, y una administración que en materia de política fiscal sigue lejos de revertir el sendero que ha conducido a un déficit fiscal y cuasifiscal que se aproxima al 10% del PIB, y un déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos superior al 5% del PIB.

Un componente de este escenario es la debilidad para incentivar inversiones que permitan crear vacantes laborales de manera permanente. Si bien el desempleo cayó a 7,2% en el último trimestre de 2017, los datos de la “Cuenta de Generación del Ingreso e Insumo de Mano de Obra” del INDEC muestran que **el segmento de mayor incremento de empleos en 2017 fue el de trabajadores no asalariados, signo de una inequívoca precarización laboral, y de falta de flexibilidad financiera de no pocas empresas del sector privado:**²

² Ver http://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/cgi_04_18.pdf

CUADRO 1: PUESTOS DE TRABAJO, EN MILES.

Año	Puestos de trabajo	Asalariados registrados	Asalariados no registrados	No asalariados
2016	19.993	10.568	4.636	4.789
2017	20.296	10.663	4.696	4.937
Var. abs.	303	95	60	148
Var. %	1,5%	0,9%	1,3%	3,1%

Fuente: INDEC

No es de extrañar, por consiguiente, que las principales preocupaciones de la población sean, junto a la inseguridad física, la inflación y el empleo. Los números muestran claramente que lejos se está de un sendero de sólido crecimiento y estabilidad. Una realidad que de no revertirse, puede conducir a escenarios económicos y políticos muy difíciles de manejar, pero que requiere un programa que contemple una significativa baja de impuestos y gasto público, de la inflación y del costo de financiamiento. Algo que no luce factible en el corto plazo, y que parecieran ser temas prioritarios recién para la agenda del año 2020.

INFLABILIDAD DUJOVNE

Gustavo Martín

El gobierno no logra bajar la inflación, es más no parece comprender la naturaleza de la misma y pretende bajarla con anuncios y sin política fiscal ni monetaria. La meta de 15% en el año es incumplible y 2018 finalizaría con una inflación en el rango de 23-25% por lo menos.

*“La inflación es la demostración de tu incapacidad para gobernar”
 Mauricio Macri³*

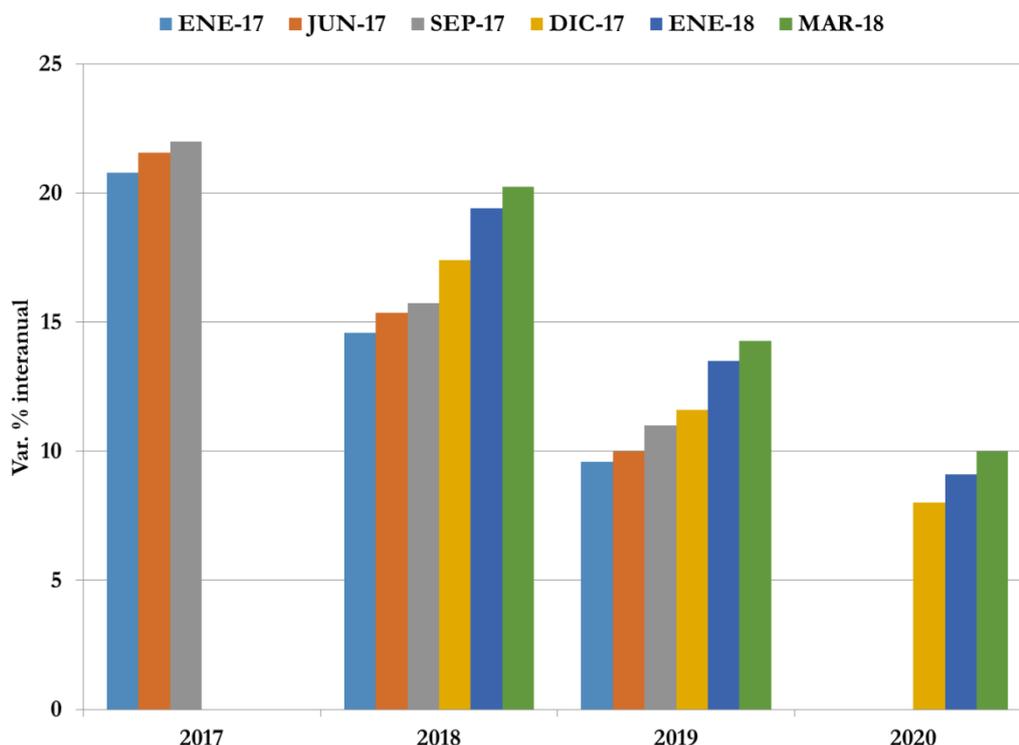
En enero de 2016 el entonces ministro de Hacienda, Alfonso Prat Gay, anuncia las metas de inflación para ese año y el siguiente, dichas metas de 20-25% y 12-17% no llegaron a cumplirse. Según las mediciones privadas tomadas por el Congreso, esta alcanzó 40,6% interanual en diciembre de 2016 y según la Ciudad de Buenos Aires, fue de 41%. En septiembre de 2017, cuando la inflación relevada por el Congreso acumulaba 17,5% en el año con 25,5% interanual, y la de CABA acumulaba 18,8% con 26,2% interanual, el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, ratificó la meta de Prat Gay y redefinió 2018 en un rango de 8-12%. Ese año la inflación finalizó en 24,8% interanual según el IPC Nacional del INDEC⁴ mientras que el IPC de CABA marcó 26,1% interanual en diciembre y una inflación promedio de 27,6%.

Si bien las autoridades esperan que las expectativas de los analistas, publicadas en el REM del BCRA, y las del público en general sean siempre de un sendero bajista de la inflación, la misma parece no cumplir dichas esperanzas. En marzo de 2018, la expectativa del REM es que la inflación finalice en 20,3%. El siguiente gráfico muestra las expectativas del REM a diciembre de los años 2017 a 2020 publicadas en los meses de referencia. Como puede observarse, si bien las expectativas son descendientes en los años siguientes, cada mes las mismas crecen en nivel.

³ <https://youtu.be/d6plREhdHxI>

⁴ La serie del IPC Nacional comienza en diciembre de 2016 = 100, por lo tanto no hay medición de la inflación de todo el año 2017.

GRÁFICO 1: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA EL MES DE DICIEMBRE DE CADA AÑO



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En contraste con estas expectativas, en diciembre de 2017, el ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, anunció con el acuerdo explícito del Jefe de Gabinete, Marcos Peña, y el tácito del presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, una **meta de inflación del 15% para el año 2018**.⁵

Según el INDEC, el IPC Nacional acumula a marzo de 2018 un 6,7% (44,4% de la meta en tres meses) y marcó una variación interanual de 25,4%. Cabe preguntarse en qué está pensando el actual ministro de Hacienda cuando ratifica dicha meta.

Suponiendo un 2,4% de inflación mensual durante abril⁶ (lo que representa un incremento de 0,3 puntos porcentuales respecto de las expectativas relevadas en el REM de marzo), y que luego la variación de los precios sería a tasa constante con un agregado de 1 punto porcentual por un incremento leve de tarifas en octubre, da como resultado que la misma **debería ser de 0,5% todos los meses para cumplir con la meta**. En este ejercicio, la inflación promedio del año que finaliza en 21,6%.

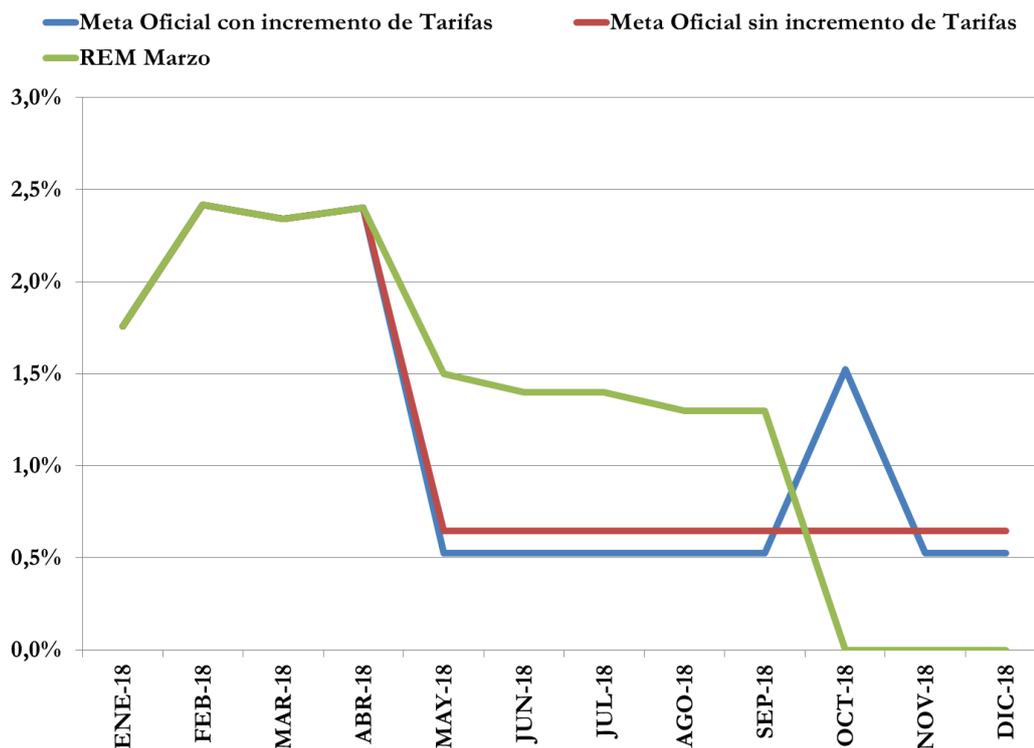
En un hipotético⁷ caso en que el gobierno decida no incrementar las tarifas en lo que resta del año, la tasa baja a 0,6% y la inflación promedio de 2018 sería de 21,7%. Si se utilizan las expectativas del REM de marzo (corrigiendo por el dato de marzo de 2,4%), hasta septiembre de este año y si la inflación del trimestre restante fuese de 0% por mes, la misma marcaría 17% interanual en diciembre y **promediaría en 23,7% para todo el año**.

⁵ <http://www.ambito.com/918148-inflacion-dujovne-admite-mal-trago-de-marzo-pero-ratifico-meta-del-15>

⁶ Según expectativas de diferentes consultoras recogidas en distintos medios.

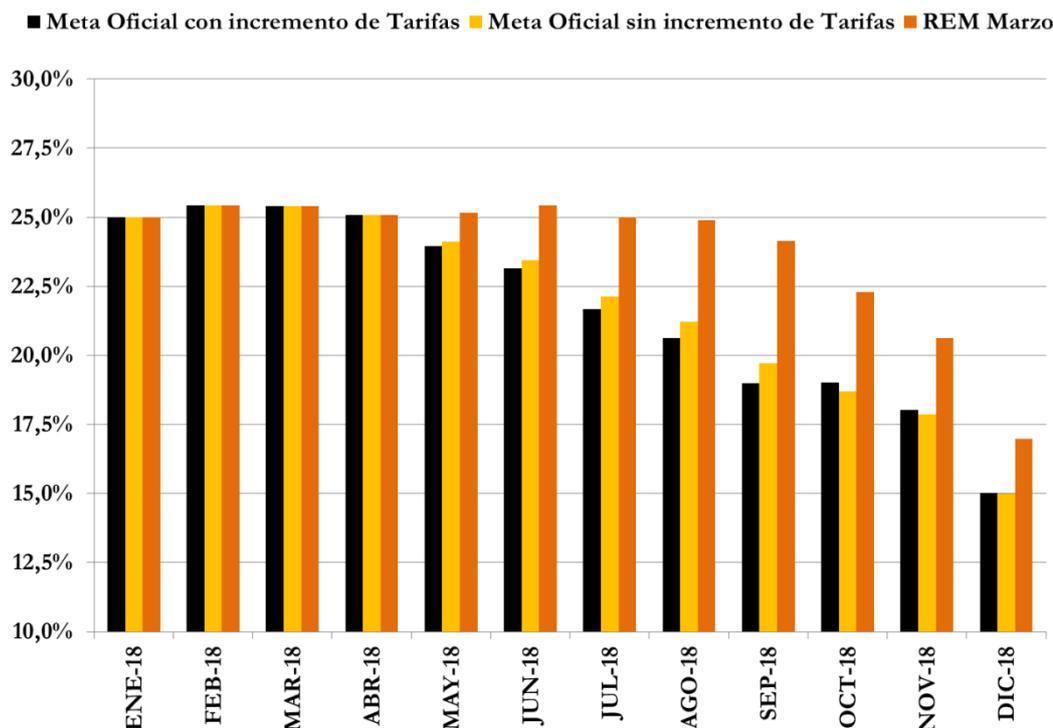
⁷ Hipotético ya que al existir un cronograma de audiencias públicas para incrementar las tarifas este caso se analiza sólo para mostrar la imposibilidad de cumplir la meta propuestas.

GRÁFICO 2: PROYECCIÓN DE INFLACIÓN MENSUAL CON META 15% EN DICIEMBRE DE 2018



Fuente: elaboración propia en base a INDEC BCRA

GRÁFICO 3: PROYECCIÓN DE INFLACIÓN ANUAL CON META 15% EN DICIEMBRE DE 2018.

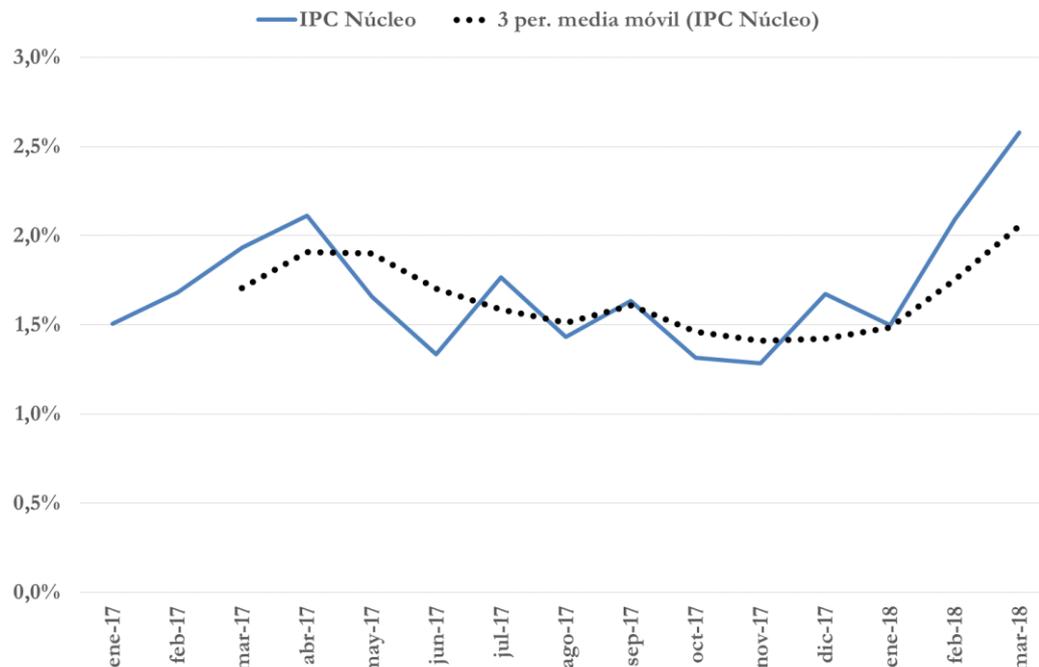


Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA

A todas luces, es evidente que la meta de 15% interanual en diciembre de este año planteada por Dujovne no es factible. Es más, en lugar de resultar una guía para las expectativas parece un planteo caprichoso de alguien que o bien subestima la inteligencia del resto o pretende que mágicamente se solucione este problema.

Con una combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas, el gradualismo no revierte el déficit de modo que por definición es expansiva, y la tasa de crecimiento de la base monetaria no baja del 30% interanual, resulta evidente que no hay una clara visión de cómo bajar la inflación. Por caso, la medida de inflación núcleo, lejos de bajar continúa su ascenso.

GRÁFICO 4: INFLACIÓN NÚCLEO



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

De esta manera, la inflación continúa alejándose de la meta, en el REM de marzo la expectativa a diciembre de este año se había elevado de 19,9% en febrero a 20,3%. Ya con el dato de marzo publicado y una expectativa de 2,4% mensual para abril es muy probable que el pronóstico del REM en abril vuelva a elevarse. Si bien el BCRA mantuvo su tasa de interés de política monetaria en los últimos 4 meses, la misma tarda meses **en tener efecto sobre la variación de los precios** con lo que no es esperable que sólo con políticas de tasa y sin bajar la emisión ni reducir el déficit fiscal se logre cumplir o al menos estar cerca del objetivo planteado.

En definitiva, este gobierno muestra cierta incapacidad o falta de voluntad para realizar los cambios de política necesarios para bajar la inflación. De esta manera, la variación del IPC de este año no bajaría de 23-25% en por lo menos los próximos dos años, lo que continúa atentando contra el desempeño económico y el bienestar de los ciudadanos.

DEUDA PÚBLICA Y SOLVENCIA: ¿HAY MARGEN PARA SEGUIR ENDEUDÁNDOSE?

Eliana Scialabba

Se observa un preocupante aumento tanto del nivel como de la tasa de crecimiento de la deuda del Gobierno Nacional. Frente a los cambios en las condiciones de los mercados internacionales, el mantenimiento de este ritmo de endeudamiento puede generar problemas de solvencia intertemporal.

1. Contexto

Con la llegada de Cambiemos al poder, y luego del acuerdo con los *holdouts*, el interés (y la preocupación) por la deuda pública y su sostenibilidad ha resurgido, dado que al moderar la emisión monetaria en concepto de adelantos transitorios, con destino al financiamiento del déficit fiscal, el Ejecutivo ha debido recurrir al endeudamiento, tanto interno como externo, a fin de cubrir la brecha entre ingresos y gastos del Tesoro.

Sin embargo, el acelerado crecimiento de la deuda pública obedece a la continuidad del déficit fiscal: en 2017, la brecha negativa entre ingresos y gastos del sector público totalizó \$ 404.142 M o 3,9% del PBI, mientras que el “rojo” fiscal, el cual incluye los servicios de deuda pública, alcanzó los \$629.050 M (6,1% del PBI). De esta forma, los intereses de la deuda alcanzaron el nivel más alto en los últimos diez años, tanto en millones de pesos como en participación relativa en el PBI (\$224.907 M y 2,2% del PBI).

2. Evolución del endeudamiento

Si bien ya pasó más de un cuarto del año, aún no se encuentran disponibles los datos consolidados de crédito público para el año 2017, y desde la Oficina Nacional de Crédito Público, dependiente del Ministerio de Finanzas nos han informado que a la fecha se encuentran trabajando para publicarlos a la brevedad.

Por lo tanto, el análisis se realizó en base a la última información oficial publicada, correspondiente al tercer trimestre de 2017, actualizada con la información brindada el Ministerio de Finanzas a la Comisión Bicameral de Seguimiento y Control de la Gestión de Contratación y Pago de Deuda⁸.

Según lo informado por el ministro, el stock de deuda pública bruta⁹ alcanzó a fin de 2017 los US\$320.934 M, equivalente al 56,6% del PBI. Con estas cifras, durante el año pasado el stock de deuda se incrementó US\$45.488 M, y desde 2015 acumula un alza de US\$80.269 M.

De los US\$320.934 M de stock de deuda, el 51,8% correspondió a financiamiento proveniente de privados y organismos multilaterales, y el 48% restante a deuda corresponde a intra-sector público (entes públicos descentralizados como la Anses, el BCRA y el Banco Nación) lo que muestra un cambio en la tendencia de los años previos: en 2015 el 42,8% del stock correspondió a deuda colocada con los privados y organismos y el 57,2% restante fue financiada intra-sector público, mientras que en 2016, el resultado fue del 47,3% y 52,7% respectivamente.

Del 16,5% del incremento interanual del stock de deuda pública de 2017, el endeudamiento con el sector privado y organismos se incrementó un 27,7%, mientras que intra-sector público la expansión fue del 6,5%.

¿Qué indica este cambio de tendencia en el origen de los fondos financieros? Un incremento en la deuda pública neta, o deuda en mano de los privados y organismos multilaterales, la cual requiere un acuerdo de refinanciamiento o “roll-over” (la deuda intra-sector público es de renovación automática).

CUADRO 2. STOCK DE DEUDA PÚBLICA

	2015	2016	2017
En millones de US\$			
Con privados y organismos	102.932	130.174	166.268
Intra sector público	137.733	145.272	154.666
Total	240.665	275.446	320.934
Como % de la deuda pública			
Con privados y organismos	42,8%	47,3%	51,8%
Intra sector público	57,2%	52,7%	48,2%
Variación % interanual			
Con privados y organismos		26,5%	27,7%
Intra sector público		5,5%	6,5%
Total		14,5%	16,5%

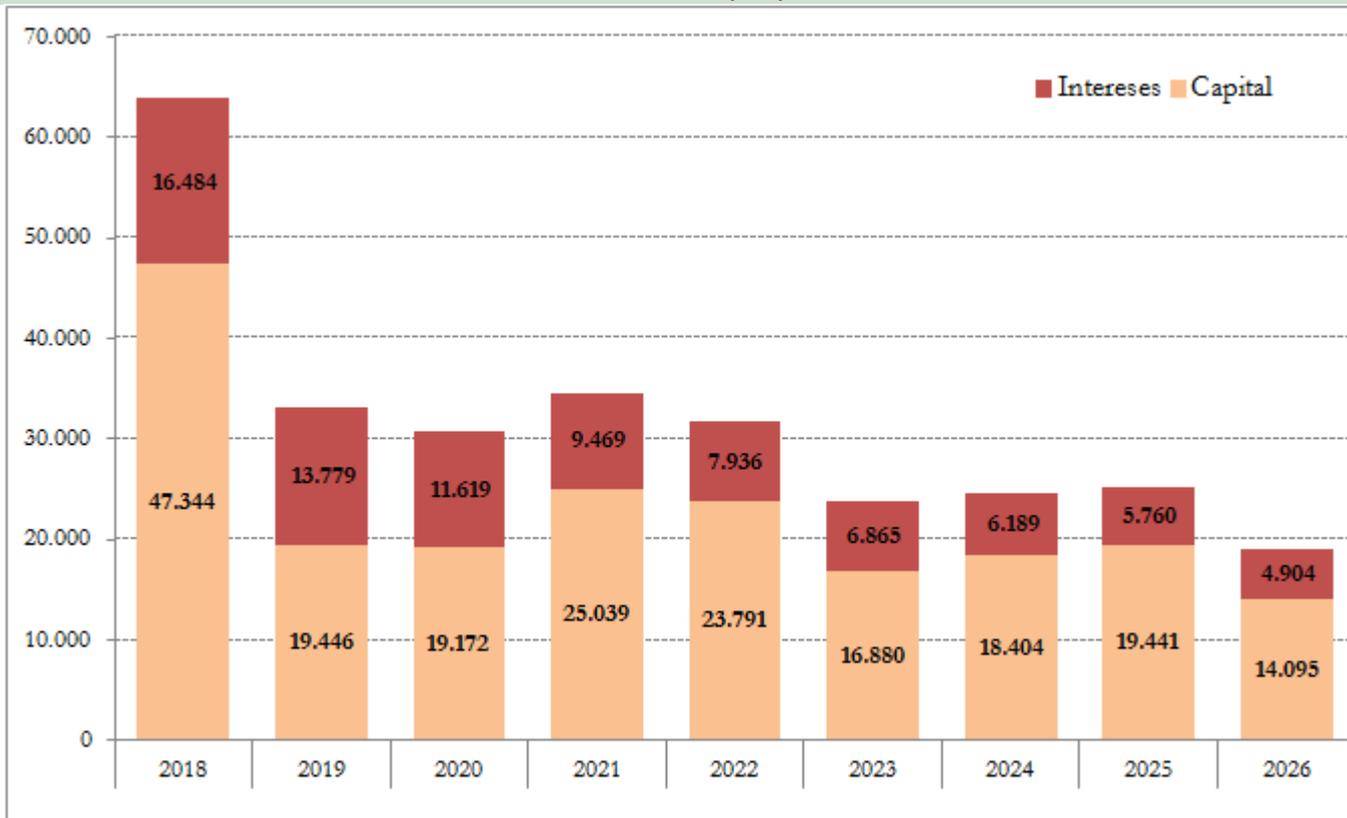
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas y Presentación al Congreso

⁸ Disponible en https://www.minfinanzas.gob.ar/wp-content/uploads/2018/04/Presentacion_Congreso.pdf

⁹ Este stock de deuda no incluye lo que adeudan las provincias, el 12% del PBI de deuda del Banco Central en concepto de LEBACs y otros en pesos y moneda extranjera y los US\$14.000 M que aún se adeudan del cupón PBI.

Analizando el perfil anual de vencimientos de capital e interés de la deuda de la administración central, de acuerdo a la última información disponible, durante 2018 vencen US\$63.827 M (US\$47.344 M de capital y US\$16.484 de intereses), lo que representa aproximadamente el 16% de los servicios de la deuda pública.

GRÁFICO 5. VENCIMIENTOS DE CAPITAL E INTERESES DE LA DEUDA DE LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL (1)
 – MILLONES DE US\$ AL TIPO DE CAMBIO 30/09/2017



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

(1) No incluye estimación del pago eventual por los Valores Negociables Vinculadas al PBI.

En el transcurso de este año, el 41% de los vencimientos (US\$26.180 M) corresponden a Títulos Públicos, el 27,9% (US\$17.838 M) a Adelantos Transitorios BCRA, el 22,2% (US\$14.175 M) a Letras del Tesoro y el 8,8% restante (US\$5.635 M) a Préstamos.

En el caso de los Títulos Públicos, los vencimientos de 2018 representan el 7,94% de los servicios de deuda en este concepto, mientras que para Préstamos la cifra alcanza al 15,12%. En tanto, la deuda intra-sector público (Letras del Tesoro y Adelantos Transitorios BCRA) vence casi en su totalidad, pero dado el carácter de la misma, su renovación será automática y pasará a “engrosar” la deuda pública de los próximos años.

A su vez, sin considerar la deuda contraída a partir del tercer trimestre de 2017, los vencimientos de deuda se mantendrán por encima de los US\$30.000 hasta 2023, representando alrededor del 8% de los servicios.

**CUADRO 3. VENCIMIENTOS DE CAPITAL E INTERESES DE LA DEUDA DE LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL (1)
 – MILLONES DE U\$S AL TIPO DE CAMBIO 30/09/2017**

Tipo de acreedor	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027/ 2117 (3)	TOTAL
Títulos públicos	26.180	25.741	27.838	31.741	29.310	21.668	22.619	23.365	17.309	103.907	329.678
% del total de servicios (2)	7,94%	7,81%	8,44%	9,63%	8,89%	6,57%	6,86%	7,09%	5,25%	31,52%	81,55%
Letras del Tesoro	14.175	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.175
% del total de servicios	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,51%
Letras en Garantía	-	47	208	219	219	225	225	225	225	2.905	4.499
% del total de servicios	0,00%	1,04%	4,63%	4,87%	4,87%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	64,59%	1,11%
Préstamos	5.635	6.635	2.745	2.547	2.198	1.852	1.748	1.611	1.465	10.833	37.269
% del total de servicios	15,12%	17,80%	7,37%	6,83%	5,90%	4,97%	4,69%	4,32%	3,93%	29,07%	9,22%
<i>Organismos internacionales</i>	<i>2.479</i>	<i>2.247</i>	<i>2.104</i>	<i>1.937</i>	<i>1.678</i>	<i>1.504</i>	<i>1.442</i>	<i>1.315</i>	<i>1.188</i>	<i>8.497</i>	<i>24.393</i>
<i>Organismos oficiales</i>	<i>2.499</i>	<i>3.728</i>	<i>306</i>	<i>314</i>	<i>280</i>	<i>260</i>	<i>250</i>	<i>240</i>	<i>222</i>	<i>698</i>	<i>8.797</i>
<i>Préstamos garantizados</i>	<i>263</i>	<i>68</i>	<i>72</i>	<i>47</i>	<i>47</i>	<i>47</i>	<i>47</i>	<i>47</i>	<i>47</i>	<i>1.093</i>	<i>1.775</i>
<i>Banca comercial</i>	<i>47</i>	<i>17</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	-	-	<i>69</i>
<i>Otros acreedores</i>	<i>234</i>	<i>228</i>	<i>234</i>	<i>241</i>	<i>184</i>	<i>33</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	-	<i>1.157</i>
<i>Pagarés</i>	<i>112</i>	<i>346</i>	<i>25</i>	<i>9</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>545</i>	<i>1.078</i>
Adelantos Transitorios BCRA	17.838	803	-	-	-	-	-	-	-	-	18.641
% del total de servicios	95,69%	4,31%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,61%
Total Deuda Pública	63.827	33.225	30.791	34.508	31.727	23.745	24.592	25.201	18.999	117.645	404.261
% del total de servicios	15,79%	8,22%	7,62%	8,54%	7,85%	5,87%	6,08%	6,23%	4,70%	29,10%	100,00%

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

(1) No incluye estimación del pago eventual por los Valores Negociables Vinculadas al PBI.

(2) Como porcentaje del total de los servicios proyectados (capital más interés) para el período 01/10/2017-31/12/2117.

(3) A partir del año 2050 el total de servicios corresponde al Bono del Tesoro Consolidado 2089 y al Bono Internacional USD 2117.

Por otra parte, al tercer trimestre de 2017 el 70% de la deuda pública estaba nominada en moneda extranjera (representando el 37,4% del PBI), lo que enciende señales de alarma: desde la depreciación cambiaria que comenzó el 28 de diciembre del año pasado, el peso de la deuda sobre el PBI se incrementó en 4 puntos del PBI solo por la variación del tipo de cambio.

Si bien las presentadas estimaciones como % del PBI son indicadores que permiten comparar niveles de deuda entre países, hay que considerar que este ratio no permite una visión más amplia del problema:

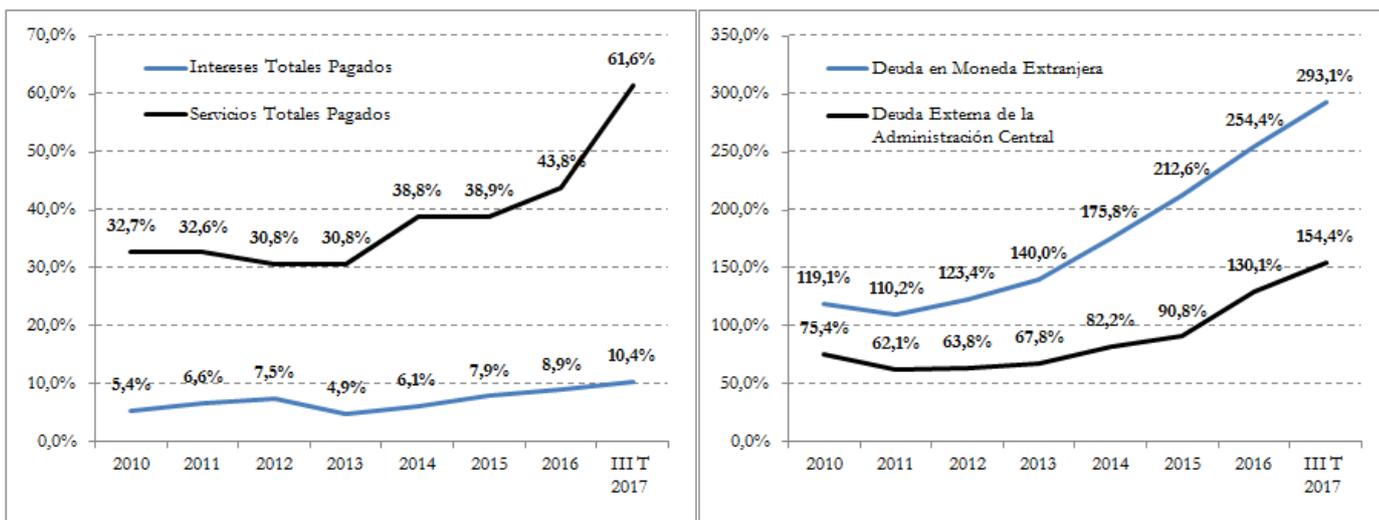
1. El PBI es una variable flujo que representa el nivel de producción de un año, mientras que la deuda pública es un stock: lo que se produce en un año no tiene relevancia con un acumulado a 99 años, y en situaciones de ratio similar al actual, la economía argentina ha tenido crisis de deuda. Como caso opuesto, Japón finalizó 2017 con una deuda pública del 253% del PBI y tiene valores por encima del 200% desde 2009, sin entrar en una crisis.
2. Por otra parte, el PBI es una variable medida en moneda doméstica y una alta proporción de la deuda pública (casi tres cuartos) se encuentra nominada en moneda extranjera. En este punto, el ratio se ve fácilmente alterado por movimientos en el tipo de cambio, aun cuando no se modifiquen el nivel de producción ni el stock de deuda.
3. En vez de analizar la relación deuda / PBI, es más relevante analizar la relación entre servicios de deuda y los recursos tributarios, con el fin de analizar si la economía genera recursos suficientes para hacer frente a los intereses. Durante 2017, los intereses totales pagados representaron el 10,4% de los recursos tributarios; mientras que los servicios totales pagados totalizaron el 61,6% de los mismos, presentando en ambos casos, un fuerte incremento en la participación.
4. En el caso de la deuda externa, analizar el ratio de los servicios de deuda pública en relación al resultado de las exportaciones o el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, considerando si el sector externo genera las divisas necesarias para pagar los intereses.

Al tercer trimestre de 2017, la deuda en moneda extranjera era equivalente al 293,1% de las exportaciones (casi tres veces por encima de los valores de 2010), mientras que la deuda externa de la administración central representaba el 154,4% de las ventas al exterior, doblando la participación de 2010.

GRÁFICO 6. CARGA DE LA DEUDA Y DE SUS SERVICIOS (2010 – IIIT 2017)

**A: INTERESES Y SERVICIOS TOTALES PAGADOS
 COMO % DE LOS RECURSOS TRIBUTARIOS**

**B: DEUDA EXTERNA DE LA ADMINISTRACIÓN
 CENTRAL COMO % DE LAS EXPORTACIONES.**



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

3. *Sostenibilidad de la deuda*

Sin un rumbo definido en materia fiscal y monetaria, la estrategia del Ejecutivo es seguir endeudándose, tratando de llegar a las elecciones de 2019. De acuerdo a la información del Ministerio de Finanzas, al final del primer semestre del 2015, la deuda pública bruta del sector público nacional (SPN), en términos del PBI, era de 41,8%, mientras finalizó 2017 representado el 56,6% de la producción.

Si bien hasta la actualidad, para los mercados financieros internacionales Argentina es un "país de frontera"^{10/11}, el acelerado crecimiento del nivel de endeudamiento de los últimos años ha puesto en duda el cambio de calificación a "economía emergente", tal como se viene estimando desde hace ya un tiempo.

¿A qué se debe esto? Las calificadoras de riesgo y los acreedores en general, analizan la sostenibilidad intertemporal (a largo plazo) de la deuda: es decir, se busca conocer el nivel de deuda pública máxima que el Tesoro podrá solventar de aquí en adelante, dados los resultados macroeconómicos y a la tasa de interés que se endeuda, y la capacidad de repago estimada que pueda generar la economía.

Una restricción intertemporal de presupuesto sencilla plantea que el valor permanente y sostenible de la suma del resultado primarios ajustado (por servicio de deuda) y de los ingresos por señoreaje debe ser igual a la tasa de interés real neta de crecimiento, por el nivel máximo de deuda.

De esta forma, las erogaciones de cada período se ubicarán por debajo del interés real acumulado sólo en la medida en que el crecimiento económico permita que la relación deuda / PBI permanezca sin cambios bajo nuevos préstamos; lo que también implica que en un análisis dinámico, la evolución del ratio deuda / PBI a través del tiempo se mantenga estable.

Según el Ministerio de Finanzas, en su Informe N°108 a la Honorable Cámara de Diputados, estima que el ratio de deuda total / PBI de 2018, 2019 y 2020 se ubicará en el 58,7%, 61,1% y 63,6% del PBI, respectivamente; mientras que la proporción de deuda privada más organismos multilaterales se incrementará del 31,1% del PBI en 2018 al 34,3% y 37,3% en 2019 y 2020. Esto implica que la tasa de crecimiento de la deuda pública se ubicará en los próximos tres años por encima de la expansión del nivel de actividad.

¹⁰ Lo que implica que los compradores de deuda no le posibilitan alcanzar un ratio deuda-PBI demasiado elevado.

¹¹ El 29 de noviembre Moody's subió la calificación de B3 a B2 con perspectiva estable, el 30 de octubre del pasado año Standard & Poor's la calificó B+ y el 11 de julio Fitch la puso en B (con panorama positivo).

Por lo tanto, si se asume que el incremento en el déficit fiscal es permanente, el gobierno no tendrá otra alternativa que emitir dinero o tomar deuda; y una vez que la deuda se empieza a acumular, el endeudamiento puede tender a crecer a velocidad creciente, generando un problema de solvencia a nivel intertemporal.

4. Consideraciones finales

El desempeño del Tesoro está generando fuertes presiones para el incremento del nivel de endeudamiento, engrosando el abultado stock de deuda pública.

Asimismo, se observa que el Gobierno no se encuentra generando recursos genuinos (tributarios, exportaciones y de cuenta corriente de balanza de pagos) para hacer frente a las obligaciones financieras que tiene por delante en el mediano y largo plazo.

En un complejo escenario internacional, con las tasas de interés internacionales incrementándose, con una potencial crisis comercial entre los Estados Unidos y China y un conflicto armado en Siria, que podría derivar en una guerra, los capitales revertirían el flujo de los países menos estables como la Argentina, generando un evento *sudden stop*, que podría agravarse en caso que los agentes externos vieran inviable la estrategia de política de endeudamiento

El Gobierno quiere llegar lo mejor posicionado posible a 2019, pero en el contexto actual, solo puede actuar en el muy corto plazo, ya que un cambio estructural con el objetivo de resolver definitivamente el problema implicaría enfrentar el problema del déficit fiscal.

Por otra parte, el *trade off* entre emisión y endeudamiento parece estar diluido en un escenario de déficit fiscal por encima del 6% del PBI, ya que las divisas que ingresan vía cuenta capital de la balanza de pagos son adquiridas por el BCRA: si bien no emite base monetario contra bonos del Tesoro (adelantos transitorios), inyecta liquidez en el mercado vía compra de divisas, que luego deben ser quitadas de circulación a través de venta de LEBACs, incrementando el nivel de endeudamiento (cuasifiscal).

Por más que la gestión macrista quiera ocultar el problema mostrando números de metas de resultado primario cumplido, no solucionar el problema fiscal considerando la carga de intereses de la deuda implicaría que los costos incurridos en la (fallida) política antiinflacionaria habrán sido en vano, debido a que la postergación del ajuste fiscal en el corto plazo requerirá un mayor ajuste en el futuro, ya que la carga de servicios de deuda obligará al Tesoro a generar un superávit primario mayor al de los últimos dos años.

PANORAMA INTERNACIONAL

CRECE LA INCERTIDUMBRE

Jorge Viñas

Las amenazas de guerra comercial entre EE.UU. y China, y los conflictos en Medio Oriente entre Occidente y Rusia generaron fuerte volatilidad en los mercados financieros. A su vez, en el mundo desarrollado se advierten incipientes señales de desaceleración del ritmo de crecimiento económico en el primer trimestre de 2018.

1. Entre las amenazas de guerra comercial y la escalada del conflicto en Siria

Los mercados financieros internacionales no han logrado restablecer la tendencia positiva que sostuvieron hasta fines de enero. Si bien no han registrado otro episodio de abrupta caída como la que sufrieron a principios de febrero, desde entonces los principales mercados han mantenido un comportamiento errático, con frecuentes cambios de dirección bruscos y con algunos picos de alta volatilidad. Los temores a una aceleración de la inflación y a una suba de tasas más rápida por parte de la nueva conducción de la Fed, que habían sido los factores que impulsaron la corrección a principios de febrero, se han aplacado en gran medida. Sin embargo, los mismos han sido reemplazados por las amenazas de guerra comercial a gran escala y los conflictos geopolíticos en torno a Medio Oriente que enfrentan a Occidente con Rusia, como factores de volatilidad e incertidumbre.

En el transcurso del último mes, el avance de la agenda proteccionista de Donald Trump ha provocado crecientes tensiones comerciales a nivel global. La medida inicial del gobierno de EE.UU. de aplicar tarifas a la importación de acero y aluminio, enfrentó las quejas y reclamos de sus socios comerciales, mucho de los cuales luego fueron exceptuados, mientras que China anunció medidas compensatorias moderadas. Hasta ahí, todo parecía dentro de carriles razonables. Sin embargo, Trump redobló la apuesta y anunció el 3 de abril la aplicación de tarifas a la importación de productos de China por un valor de u\$s 50.000 millones anuales. Aquí ya el conflicto alcanzaba otra dimensión y se circunscribía específicamente a EE.UU. y China. La respuesta de China no se hizo esperar demasiado. Al día siguiente anunció la aplicación de tarifas a importaciones de EE.UU. por un monto equivalente, incluyendo productos agrícolas como la soja. A lo que Trump replicó afirmando que estaba analizando tarifas sobre importaciones por u\$s 100.000 millones adicionales.

En este contexto, se generó una fuerte expectativa en torno al discurso que daría el 10 de abril el Presidente Xi, dado que podría endurecer las represalias contra EE.UU., llevando el conflicto a un estadio más virulento. **Sin embargo, Xi mostró un tono conciliatorio, no introdujo tarifas adicionales sino que, por el contrario, anunció algunas medidas de liberalización del comercio, especialmente en el sector automotriz. La postura no beligerante del líder chino trajo un fuerte alivio a los mercados financieros, que reaccionaron favorablemente tras el discurso.** De todos modos, las señales provenientes de ambos bandos siguen siendo contradictorias, por lo que no se puede descartar un recalentamiento del conflicto.

Si bien a esta altura parece improbable que las tensiones comerciales entre las dos economías más grandes del mundo no dejen secuelas en términos de reducción del intercambio e impacto negativo en el nivel de actividad de los respectivos países, todavía los incentivos de ambos lados están inclinados a evitar una guerra comercial a gran escala. Del lado de EE.UU., es muy difícil que el Congreso esté dispuesto a avalar un endurecimiento adicional de la postura de Trump, mientras que el lobby empresario también ejercería una creciente presión en el mismo sentido, sobre la premisa de que en una guerra comercial abierta, los costos de las represalias superan ampliamente los beneficios sectoriales de aquéllos beneficiados por las medidas de protección. Del lado de China, a pesar del rebalanceo de los motores de la economía hacia la demanda interna que está llevando a cabo el gobierno del Presidente Xi, la demanda externa, especialmente de EE.UU. sigue siendo un componente fundamental, por lo que una interrupción abrupta de este canal puede tener un efecto destabilizador sobre el crecimiento económico chino. Salvo que EE.UU. se ponga demasiado agresivo, China debería tener margen para mostrarse flexible en la negociación bilateral.

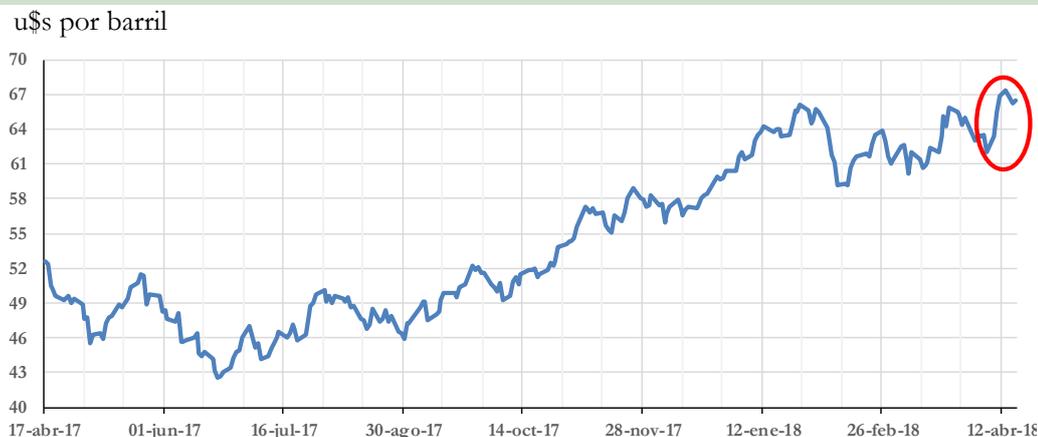
Hasta ahora, las únicas medidas con vigencia son las tarifas al acero y aluminio por parte de EE.UU. y las medidas compensatorias adoptadas por China, con un impacto marginal en términos de volumen de comercio bilateral y de nivel de actividad en ambos países. La aplicación efectiva de las tarifas adicionales de EE.UU. sobre importaciones de China por u\$s 50.000 millones, así como las represalias de China por el mismo monto, dependen de la resolución de una disputa planteada ante la OMC, lo que puede llevar varios meses en dirimirse (no antes de principios de octubre). En caso de que lleguen a efectivizarse, ya el impacto sería más significativo, aunque todavía moderado. En caso de que EE.UU. avance con la amenaza de las tarifas adicionales sobre importaciones por u\$s 100.000 millones, que abriría la puerta a un conflicto mayor, con un costo superior a 1% del PIB en el caso de EE.UU. Además del impacto directo, hay que contemplar el potencial impacto negativo sobre la confianza de empresarios y consumidores, lo que podría llevar a un efecto aún más adverso sobre el nivel de actividad.

En forma paralela a la escalada de las disputas comerciales entre EE.UU. y China, el recrudecimiento de la crisis de Siria en Medio Oriente agregó un nuevo condimento a las crecientes tensiones entre EE.UU. y sus aliados con Rusia. Dichas tensiones abarcan diversos aspectos: diplomático, bélico y económico. El asesinato por envenenamiento de un espía ruso por parte de agentes rusos en el Reino Unido propició la expulsión de diplomáticos rusos de EE.UU. y del Reino Unido. Luego, continuó con la sanción de magnates, empresas y aliados clave del presidente de Rusia Vladimir Putin. Finalmente, llegó la decisión de Trump de ejecutar un ataque con misiles en Siria, cuyo objetivo era destruir las instalaciones de fabricación de armas químicas en ese país, que recientemente fue acusado de atacar con armas químicas a los rebeldes y a la población civil.

La posibilidad de que la crisis derive en un enfrentamiento bélico generalizado, en una región geopolíticamente tan sensible como Medio Oriente, constituye otro factor de riesgo e incertidumbre global. Una guerra en Medio Oriente siempre lleva a un salto en los precios del petróleo, que a su vez tiene implicancias macroeconómicas negativas tanto en materia de inflación como de crecimiento de la economía mundial. En los días previos al ataque misilístico, cuando Trump ya venía preanunciando algún tipo de acción militar contra el régimen de Asad, el precio del petróleo WTI alcanzó el nivel más alto desde 2015, al tocar u\$s 67,75 por barril el 13 de abril (véase el **Gráfico 7**). Pero luego del ataque con misiles

perpetrado durante el último fin de semana con los mercados financieros cerrados, no se produjo ninguna escalada adicional: no hubo respuesta de los propios sirios ni de sus aliados rusos, más allá de algunas quejas formales y amenazas veladas, al mismo tiempo que al haberse declarado el operativo como “exitoso” por parte de EE.UU. y sus aliados, no requeriría acciones adicionales por el momento. El hecho de que por ahora haya quedado como un hecho aislado trajo alivio a los mercados financieros, que abrieron el lunes 16 de abril con un tono positivo.

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO WTI – 1ER. CONTRATO FUTURO



Fuente: Bloomberg

Pero aun sin llegar al conflicto bélico, las sanciones económicas sobre el *establishment* político y económico de Rusia pueden tener repercusiones significativas en los mercados financieros y en la economía mundial. Por ejemplo, una de las empresas sancionadas es Rusal, uno de los principales productores de aluminio del mundo. La prohibición de colocar su producción en el mercado internacional representa una abrupta reducción de la oferta mundial, lo que ha inducido un fuerte salto en el precio internacional del aluminio, que acumula una suba del 20% en lo que va de abril. Alguna especulación en el mismo sentido se formó en torno a las materias primas agrícolas, aunque en este caso con fundamentación mucho menos sólida. También se generaron dudas respecto a la validez de los pagos de la deuda rusa a extranjeros, lo que provocó una fuerte ola de desconfianza y salida de capitales del mercado doméstico ruso, que derivó en una abrupta depreciación del rublo, de más del 8% desde principios de abril. No debe soslayarse que Rusia es un país relevante dentro del universo de mercados emergentes, y que eventualmente una crisis financiera provocada por una fuga de capitales podría tener algún efecto contagio hacia otros países de dicho grupo.

Por el momento, prevalece la percepción de que, tanto en materia de guerra comercial como de tensiones geopolíticas, “la sangre no llega al río”, por lo que los mercados financieros respiran con alivio y, al cierre del lunes 16, los principales mercados de acciones se encuentran en los niveles más altos luego del derrumbe de principios de febrero. Pero por detrás de estos factores de riesgo que han acaparado todos los titulares en el último mes, los datos económicos en los países desarrollados empiezan a mostrar algunas señales contradictorias.

2. EE.UU.

Desde fines de 2017, el foco principal de atención en la economía de EE.UU. ha estado en la evolución de la inflación, especialmente tras la incipiente aceleración que registró en enero de 2018. Al respecto, los indicadores más recientes no han traído ninguna sorpresa, aunque han confirmado que la inflación subyacente se ha movido un escalón hacia arriba. En efecto, tanto la inflación minorista total como la medición subyacente registraron una variación interanual en línea con las proyecciones del consenso según Bloomberg, pero en ambos casos mostraron un incremento respecto al mes anterior: de 2,2% a 2,4% para la inflación minorista total, y de 1,8% a 2,1% para la inflación subyacente, que alcanzó el nivel más alto desde febrero de 2017. Sin embargo, este salto obedece principalmente a temas relacionados con la base de comparación de 2017¹², más que a una aceleración anormal de los precios en el último mes. Adicionalmente, el componente salarial del reporte de empleo de marzo, los ingresos laborales promedio por hora, también mostró una evolución en línea con lo esperado, sin dar señales de aceleración: la variación interanual se ubicó en 2,7%, dentro del rango de 2,5% a 2,8% en que se ha mantenido desde fines de 2017.

¹² En marzo de 2017 la medición subyacente había registrado una variación mensual negativa (-0,1%), una rareza que no se daba desde enero de 2010.

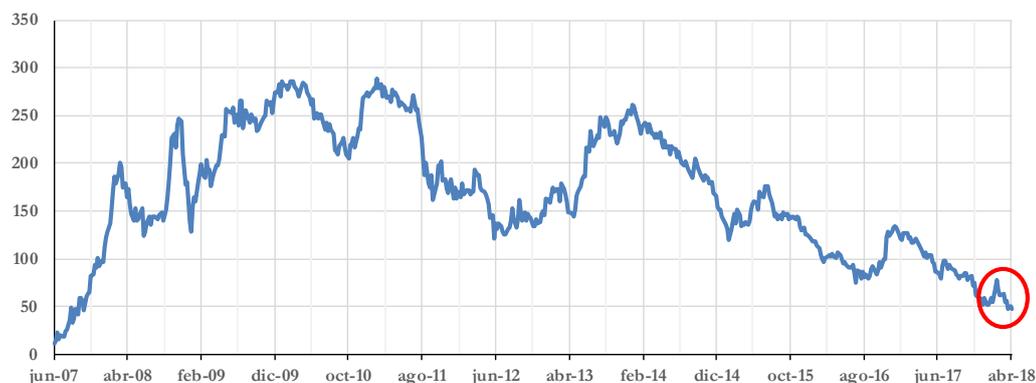
De esta forma, por el momento el escenario inflacionario se desarrolla dentro de parámetros previsible, por lo que la Fed puede proseguir con su estrategia de suba gradual de tasas. Las expectativas de mercado, implícitas en la cotización de los futuros de tasa de Fondos Federales, apuntan a que la próxima suba de 25 puntos básicos (p.b.) en la tasa de Fondos Federales se producirá en la reunión de junio. Para fin de año, el escenario más probable es que se completen tres subas de 25 p.b. para llevar la tasa de referencia al rango de 2%-2,25%, aunque se asigna una probabilidad significativa, superior al 30%, de que la Fed realice un cuarto movimiento alcista antes de cerrar 2018.

En cambio, donde hubo alguna sorpresa fue en los datos de actividad económica en los primeros meses de 2018, especialmente por la desaceleración que ha evidenciado el consumo. Tras crecer a un ritmo de 4% anualizado en el cuarto trimestre de 2017, se esperaba que la fortaleza de los indicadores de empleo, el incipiente repunte en las mediciones salariales, sumados al aliciente de la reforma tributaria recién aprobada, brindarían al consumo un impulso suficiente para sostener el ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2018. Sin embargo, el sorpresivo freno en las ventas minoristas en enero y febrero, con solo una recuperación parcial en marzo, ha reducido las proyecciones de crecimiento del consumo para el primer trimestre de 2018 a 1,7% anualizado. En la misma dirección, el dato de creación de empleo de marzo resultó decepcionante, ya que se crearon 103.000 nuevos puestos de trabajo, frente a los 188.000 esperados según el consenso de Bloomberg, y un promedio mensual de 196.000 en los 6 meses anteriores.

Por el momento, la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre según el consenso de Bloomberg se mantiene en 2,8% anualizado, pero algunos analistas han comenzado a reducir sus proyecciones a un ritmo más cercano al 2%. Todavía está por verse si la desaceleración del consumo se trata de una cuestión transitoria o tiene carácter más duradero.

La combinación de expectativas de que la Fed prosiga con la suba de tasas, las señales de desaceleración del primer trimestre y los temores por el efecto de las tensiones comerciales y los conflictos geopolíticos detallados en el punto anterior, está dando como resultado que la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. continúa aplanándose. En efecto, el diferencial entre las tasas del bono a 10 años y el bono a 2 años se redujo a 44 p.b. al cierre del 16 de abril, un nuevo mínimo del actual ciclo económico y el nivel más bajo desde octubre de 2007 (véase el **Gráfico 8**).

GRÁFICO 8. EE.UU. DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO DE BONOS A 10 AÑOS Y 2 AÑOS (P.B.)



Fuente: Bloomberg

3. Eurozona

En la economía de la Eurozona, la desaceleración del primer trimestre ha sido más pronunciada que en EE.UU. Tras promediar en el segundo semestre de 2017 un crecimiento del PIB de 2,6% anualizado, un desempeño más que satisfactorio para los estándares de la región, a principios de 2018 las encuestas de actividad y los primeros indicadores económicos apuntaban a que el crecimiento del primer trimestre podía superar el 3% anualizado. Si embargo, desde entonces los datos económicos empezaron a debilitarse y la encuesta de actividad PMI Composite registró una caída significativa (véase el **Gráfico 9**). Como consecuencia, el crecimiento del PIB del primer trimestre se ubicaría por debajo del 2% anualizado.

GRÁFICO 9. EUROZONA. EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI COMPOSITE



Nota: El nivel de índice de 50 marca la división entre expansión y contracción de la actividad

Fuente: Bloomberg

Al igual que en el caso de EE.UU., en la Eurozona también el freno inesperado en el consumo sería la causa principal de la desaceleración de la actividad. Al respecto, una de las razones que podría explicar este comportamiento débil del consumo es el factor climático, ya que Europa atravesó un invierno más crudo que lo habitual. Eso da margen para pensar de que se trata de una desaceleración transitoria. Más aun cuando los fundamentos que sostienen la expansión de la demanda interna continúan mostrándose sólidos. El crédito continúa expandiéndose a ritmo sostenido, mientras que el desempleo sigue disminuyendo rápidamente. En febrero, la tasa de desempleo cayó 0,1% a 8,5%, un punto por debajo del mismo mes del año anterior, y un nuevo mínimo del actual ciclo económico.

4. Japón

En el caso de Japón, también se observa un fenómeno similar, con una fuerte desaceleración de la demanda interna que puede llevar al PIB del primer trimestre a un crecimiento cercano a 0%. También en este caso, el clima desfavorable parecería haber jugado un rol clave, por lo que no se descarta que también se trate de una situación transitoria.

Pero un factor que podría afectar la confianza de empresarios y consumidores y conspirar contra un fortalecimiento de la actividad económica hacia adelante, es el escándalo político desatado en torno al Primer Ministro Abe. Acorralado por numerosas acusaciones de favorecer a empresarios amigos, Abe enfrenta una fuerte caída en los niveles de aprobación de su gestión. Según la encuesta conducida por Nippon TV el domingo 15 de abril, la popularidad del primer ministro descendió al 26,7%, el mínimo desde que ocupa el cargo. Adicionalmente, a lo largo de la historia, niveles de apoyo de un primer ministro inferiores al 30% han estado asociados con recambio en el liderazgo del partido gobernante. En este caso, Abe debe enfrentar en septiembre una elección interna por el liderazgo de su partido, el LDP, que hasta hace poco se pensaba que ganaría con comodidad y ahora está en riesgo de perder. En caso de que el escándalo siga creciendo y Abe se vea forzado a renunciar antes de septiembre, debería llamarse a elecciones parlamentarias generales para erigir un nuevo primer ministro. Hay que tener en cuenta que Abe es considerado como el mentor principal del programa de estímulo económico conocido como *Abenomics*, que impulsó la recuperación económica de Japón en los últimos años, por lo que su salida intempestiva del poder generaría incertidumbre sobre el futuro económico de Japón.

NOTA ESPECIAL

EL INDEC: HACIA UNA REFORMA INCIERTA¹³

El pasado 26 de marzo, la periodista Liliana Franco publicó en el diario *Ambito Financiero* un proyecto de reforma del INDEC del Ministerio de Hacienda, alternativo al elaborado por la actual conducción de dicho instituto. Como lo han señalado varios colegas la semana pasada, sorprendió que ese ministerio haya dedicado tiempo y recursos a la elaboración de un proyecto alternativo al de la conducción del INDEC, cuyos esfuerzos, en cambio, cuentan con el aval de organismos internacionales.

Del contenido del proyecto de Hacienda que se conoció en algunos sitios web (y no desmentido por ningún funcionario de dicho ministerio) lo más cuestionable es la subordinación del INDEC a un Consejo Nacional de Información Estadística de 7 funcionarios políticos a ser presidido por el Secretario de Política Económica del ministerio de Hacienda. **Una cartera que, por su misión y funciones, no es el más indicado para conducir un ente de este tipo. De hecho, la jefa de la Dirección de Estadísticas de la OCDE, Martine Durand, afirmó en Buenos Aires al asistir al 50° Aniversario del INDEC, que el Instituto no debería depender más del Ministerio de Hacienda¹⁴.**

Las suspicacias se han visto fortalecidas por los cuestionamientos al proyecto de Hacienda por parte del Movimiento pro Recuperación del INDEC “Lucía Vera”, y se resumen en los siguientes puntos:

- a) subordina el INDEC a un nuevo organismo oficial (¡otro más!), integrado por usuarios de la información producida por el INDEC,
- b) los nombramientos de los integrantes de dicha comisión no estarían sujetos a concursos de oposición inobjetable,
- c) no provee garantías de respeto estricto al secreto de estadística.

La versión del proyecto de Hacienda que ha circulado online muestra no pocos flancos débiles. Algo que sorprende es el artículo 9) que prevé un “acceso privilegiado” a informes y publicaciones estadísticas “por parte de los integrantes del Sector Público Nacional, previo a la publicación general establecida”, con “carácter limitado, controlado y será hecho público por la agencia que otorgue el privilegio”. Pero los mecanismos de control y límites no fueron definidos, y **dicho acceso queda vedado a los institutos provinciales**. Algo que deja abiertas las puertas a filtraciones y difusión de “anticipos” de manera irrestricta por miembros del citado Consejo. Los artículos 10) y 11), a su vez no son suficientemente precisos en cuanto a revisiones metodológicas. Ergo el artículo 13) sobre tratamiento de datos faltantes, suena a fraseología abstracta, al igual que la instrumentación de lo previsto sobre uso de la información pública y sus documentos (art. 16).

En cuanto al secreto de estadística, no es del todo clara la instrumentación de lo previsto en el art. 23. El mismo prevé una futura normativa reglamentaria sobre “seguridad e integridad de la información” de los organismos del Sistema Estadístico Nacional. Sin embargo, **nada prevé respecto de la copia de esa información parte por parte de quienes estén a cargo de dicho Sistema y su uso posterior para actividades privadas en caso de renuncia o remoción de sus cargos**. Por el contrario, para el personal a cargo de la recolección y procesamiento de la información primaria el art. 25 prevé sujetarlas a un “reglamento de ‘Obligaciones específicas en materia de secreto estadístico y reserva metodológica’”, no así a los miembros del citado Consejo.

Con respecto a la formulación de programas y planes de alcance nacional, el proyecto de Hacienda quita dicha atribución al INDEC, y se lo transfiere al citado Consejo. El art. 38 prevé que los productos incluidos en el Plan del Consejo serán auditados por el propio Consejo, y no prevé auditorías externas, aparte de las esperable por parte de la Auditoría General de la Nación. A su vez, el mecanismo de sanciones a diversos tipos de infracciones (arts. 40 a 42), luce algo “light”, al igual que las evaluaciones externas del art. 68, que parecieran ser no vinculantes.

En cuanto a las atribuciones del nuevo Consejo (art. 52), las de los puntos 1 a 4, parecen más propias del Director del INDEC. A su vez, las de los puntos 5 a 7 prevén recomendaciones metodológicas no vinculantes sumadas a tareas de

¹³ En base a nota del autor publicada en *El Economista*, el 3 de abril de 2018.

¹⁴ Ver Iglesia, María (2018): “Durand: El IPC del INDEC está bien, pero no es grandioso, debe mejorar”, *El Cronista Comercial. Suplemento de Finanzas*. También en <https://www.cronista.com/economiapolitica/Durand-El-IPC-del-Indec-esta-bien-pero-no-es-grandioso-debe-mejorar-20180130-0033.html>

supervisión y “certificación” de los “procesos de producción” de los demás miembros del Sistema Estadístico Nacional. De facto el Consejo sería quien concentre el poder de aprobar o rechazar lo producido por el Director del INDEC, con total discreción. Algo fortalecido por el punto 15 que le asigna al Consejo la potestad de dictarse su propio Estatuto y reglamentos, sin sujeción a nada. Más aún, en las reuniones de ese hipotético Consejo, el Director del Indec puede participar con voz, pero sin voto. En definitiva, queda reducido a ser un mero director administrativo y su permanencia en el cargo dependerá de las preferencias de los ocasionales miembros del nuevo Consejo, quienes a su vez no serían nombrados por concurso de antecedentes. Algo **en las antípodas a lo que se observa en otros casos como el del Reino Unido**. Además, el art. 48 se prevé que se reunirá con un quórum de 4 miembros, y en caso de empate el representante del ministerio de Hacienda tendrá doble voto. ¿En base a qué? Nadie lo sabe.

En definitiva, las vulnerabilidades del proyecto de Hacienda no son pocas:

- no fortalece los mecanismos de control de la información ni de preservación del secreto de estadística, devalúa el INDEC a una mera agencia administrativa,
- lo subordina a un Consejo de funcionarios provenientes de agencias sin incumbencia alguna en materia de gestión de sistemas estadísticos,
- excluye toda participación de los institutos provinciales de estadística y censos.

En principio Jefatura de Gabinete enviaría al Congreso un mix entre este proyecto y el elaborado por la conducción del INDEC. Es de esperar que dicha versión corrija los puntos débiles aquí señalados. Caso contrario, **de aprobarse este borrador, no será más que una reforma efímera que en pocos años deberá ser sustituida por otra ley totalmente diferente que consolide, y no debilite, la autonomía del INDEC y la confianza en su información estadística.**

INDICADORES

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18
Precios															
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,6%	2,1%	2,4%	2,7%	1,4%	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	2,0%	1,6%	2,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,5%	2,2%	2,5%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%
Indicadores Fiscales															
Ingresos Totales Var. % a/a	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	24,3%	28,3%	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%
Gastos Primarios Var. % a/a	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	25,6%	22,9%	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%
Expectativas de Inflación (UTDT)															
<i>Mediana</i>	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
<i>Media</i>	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2
Confianza del Consumidor (UTDT)															
<i>Indice</i>	44,5	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0	42,5	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8
<i>Var. % m/m</i>	-1,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%
<i>Var. % a/a</i>	-17,7%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%

Indicador	Enc-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18
Indicadores de Actividad															
EMAE (INDEC) Var. % a/a	1,6%	-2,1%	2,0%	0,4%	3,8%	4,9%	4,3%	3,7%	3,4%	4,9%	4,0%	3,0%	4,1%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,1%	-1,0%	1,3%	-0,8%	0,9%	0,7%	-0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%	0,6%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-2,0%	-7,9%	1,2%	0,5%	5,5%	4,6%	5,9%	5,5%	4,2%	4,7%	2,7%	-1,9%	1,9%	8,5%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,6%	-5,0%	5,5%	-1,2%	0,9%	-0,3%	1,3%	-0,4%	-0,1%	-0,4%	0,9%	-1,3%	1,0%	1,5%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,1%	-9,3%	-0,5%	-2,8%	5,7%	5,2%	5,9%	3,1%	5,5%	2,8%	1,1%	0,4%	1,1%	8,6%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-1,2%	0,1%	-0,7%	0,6%	1,5%	0,3%	1,6%	-1,6%	1,1%	-1,2%	-0,3%	1,4%	0,1%	1,4%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	19,0%	16,6%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-6,9%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-9,1%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	2,4%	-0,3%	15,7%	11,1%	9,4%	16,9%	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%
Indicadores del Sector Externo															
Exportaciones en USD	4.289	3.899	4.564	4.863	5.490	5.150	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	4.767	4.294	n/d
<i>Var. % a/a</i>	11,1%	-5,4%	3,2%	2,9%	2,7%	-2,2%	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	11,1%	10,1%	n/d
Importaciones en USD	4.341	4.116	5.474	4.975	6.066	5.900	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	5.197	n/d
<i>Var. % a/a</i>	7,3%	2,2%	16,0%	12,5%	23,7%	14,9%	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	26,3%	n/d
Saldo Comercial en USD	-52	-217	-910	-112	-576	-750	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	-969	-903	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	204	205	199	194	196	195	206	196	198	199	201	201	203	213	217
<i>Var. % a/a</i>	13,2%	12,9%	7,1%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%	9,3%