

## Informe Económico Mensual

Instituto de Investigación

Nº 164 - Año 17 - 14 de agosto de 2018

Escriben en este número: Eloy Aguirre, Gustavo Martín, Nadina Mezza, Héctor Rubini y Eliana Scialabba.

### EL DATO DEL MES

**Tipo de cambio.** El dólar cotizó el 13/08 a más de \$30. Se espera cierta estabilidad en el corto plazo, luego del anuncio de medidas orientadas a reducir la brecha fiscal, y la sustitución del endeudamiento del BCRA en LEBAC por nueva deuda pública bajo la forma de Letras del Tesoro.

### LO QUE HAY QUE SABER

**El Gobierno y la crisis.** La crisis cambiaria recrudesció el último viernes. Las altas tasas de las LEBAC mantuvieron a raya al tipo de cambio durante julio, pero ayer el Gobierno decidió canjear a los bancos las LEBAC en cartera por pasivos del BCRA a 7 días (LELIQ) o a 1 año (NOBAC), y eliminar gradualmente el stock de LEBAC.

**Inflación.** La inflación medida por IPC se mantiene en niveles elevados. Con las subas en curso y futuras en combustibles, tarifas públicas y precios regulados, y sin considerar eventos extraordinarios, la expectativa para este año se encuentra al menos en el 32%, "techo" previsto en el acuerdo con el FMI.

**Actividad en caída.** Los últimos indicadores del INDEC muestran una caída en la actividad industrial y la desaceleración de la construcción. Si bien la crisis cambiaria ha contribuido a la reducción de las importaciones, la balanza comercial de junio cerró con un déficit de U\$S 382 M.

**Inversión en descenso:** Según el Indicador Mensual de Formación de Capital Fijo USAL, la inversión bruta interna fija ingresó en una fase recesiva en marzo de este año. La misma continúa en curso y la caída en la formación bruta de capital fijo continuará, probablemente, durante varios meses más.

**EE.UU. en guerra comercial abierta.** La administración Trump sigue adoptando medidas proteccionistas para "disciplinar" a China y otros países. Por ahora la economía estadounidense crece sin una fuerte suba de tasas de interés, pero en el largo plazo, no se podrán evitar las consecuencias negativas sobre el crecimiento de la economía global, el comercio y la buena convivencia entre países.

**China en desaceleración:** Luego de que el PIB chino creciera 6,9% en 2017, se espera una desaceleración a 6,6% para 2018 y 6,4% para 2019, debido a la adopción de una política crediticia más restrictiva y a la guerra comercial con EEUU.

### LO QUE VIENE

**Argentina y el FMI.** Se espera que el próximo mes el FMI apruebe el cumplimiento de las metas de política económica del gobierno argentino. Sin embargo, el desembolso de U\$S 3.000 M por parte del organismo no sería suficiente para una categórica estabilización del mercado cambiario.

**Presupuesto 2019.** Se acelerarán las negociaciones entre el Gobierno, y los legisladores y gobernadores provinciales de la oposición para consensuar una Ley de Presupuesto 2019 en línea con los recortes de gasto acordados con el FMI. La crisis cambiaria, la recesión, la inflación, la evolución del "Cuaderno-Gate" y el anuncio de la eliminación del "Fondo Sojero" complicarán las negociaciones a tal efecto.

**Elecciones en Brasil:** La campaña electoral ingresa a su etapa final. Todavía no se sabe si las autoridades electorales rechazarán o no la inscripción o no de Lula Da Silva (en prisión). El ex presidente lidera las encuestas de opinión, seguido del ultraderechista Jair Bolsonaro, y la progresista Marina Silva.

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

### 2019.. ¿AÑO PERDIDO?

*Héctor Rubini*

---

**La aceleración de la inflación y la caída de la actividad y el empleo están deteriorando las condiciones de vida de cada vez más hogares. La suba del tipo de cambio y del riesgo país reflejan las dudas sobre la capacidad del Gobierno de cumplir las metas comprometidas con el FMI.**

---

#### *a. Escenario político: demasiado efervescente*

El escenario político y la formación de expectativas mantenían una razonable calma en la segunda quincena de julio. El documento del FMI del 13 de julio dio lugar a ciertos debates sobre ajustes de gasto y la suspensión (descartada por el presidente Macri) de la baja mensual de retenciones sobre las exportaciones de soja. Sin embargo, el escenario político se vio afectado por una serie de episodios que han generado creciente incertidumbre sobre los márgenes de maniobra del oficialismo para superarlos.

El debate del proyecto de ley de despenalización del aborto, culminó la semana pasada siendo rechazado por el Senado de la Nación. El mismo fue acompañado por una fuerte defensa mediática que dio lugar hasta a incidentes en la calle. Sin embargo, esto no tuvo un acompañamiento homogéneo por parte del oficialismo. En la Cámara de Diputados contó con el voto a favor de 42 diputados de Cambiemos y el voto en contra de 65 diputados de dicho bloque. En el Senado, 8 legisladores de Cambiemos votaron a favor, y 10 votaron en contra. En términos políticos el ministro de Salud Rubinstein no ha quedado en una posición del todo cómoda luego de su visible defensa de dicho proyecto de Ley.

A esto se sumó a otro dolor de cabeza para el oficialismo: la denuncia de aportantes apócrifos (“truchos”) a la campaña del oficialismo en la Provincia de Buenos Aires para la elección de medio término del año pasado. El origen fue una denuncia periodística que ha generado tres investigaciones judiciales en torno al financiamiento de dicha campaña, la eventual comisión de los delitos de lavado de dinero, falsificación de instrumento privado y robo de identidad.

Sin embargo, la investigación más resonante, es la del “Cuaderno-Gate”. Un grupo de periodistas del diario La Nación presentó a la Justicia fotocopias de cuadernos con notas de Oscar Centeno, ex chofer de Roberto Baratta, quien fue Secretario de Coordinación del Ministerio de Planificación durante el kirchnerismo. La información consignada revela con precisión, nombres, lugares y fechas de entregas de bolsos de dinero de empresarios a funcionarios del Gobierno Nacional entre marzo de 2005 y noviembre de 2015. La sucesión de testimonios llevó en dos semanas de investigaciones a un saldo de 40 imputados (uno de ellos prófugo), 14 detenidos (7 de ellos son empresarios), y 11 personas que han declarado acogiéndose al régimen de “arrepentido”. Esta semana se debatirá en el Senado si se vota el desafuero de la ex presidente Cristina Fernández de Kirchner para allanar su oficina en el Senado y su departamento en Capital Federal.

El avance de la investigación se en los empresarios líderes de la construcción y de las obras públicas que han cerrado negocios con todos los gobiernos hasta la actualidad (quienes en los años '80 fueron conocidos como “la patria contratista”). La angustia en no pocos de ellos tiene su justificación: la investigación del juez Bonadío sigue avanzando a medida que recolecta evidencia y testimonios, de modo que es totalmente incierto lo que resta por descubrir, y determinar su impacto político y económico final.

#### *b. El escenario macro sigue sin cambios*

**Los ruidos políticos exacerbaron la incertidumbre respecto del futuro rumbo de una economía que se encuentra en recesión, y con una inflación que cerraría en 2018 entre 32% y 35%.** Luego de la aceleración de junio por la suba del tipo de cambio, se espera que el IPC de julio que publicará mañana el INDEC, pero no muy alejada del 3%. Agosto, a su vez registraría una inflación de al menos 3%, ante las subas en precios de combustibles, tarifas eléctricas, medicina prepaga, transporte de pasajeros y peajes. En septiembre se podría observar una sustancial baja, a pesar de subas de productos estacionales, pero habrá audiencias públicas respecto de las tarifas del gas, en que las autoridades autorizarían una suba del 25%.

En los mercados financieros se observaba que uno de los pilares del programa del FMI es el recorte de subsidios a empresas de servicios, y por ende, **nuevas subas de tarifas públicas, lo cual es incoherente con la meta de**

**inflación de 32%. También es contradictorio que el aparente propósito del BCRA de considerar el uso de agregados monetarios como instrumento, mientras de facto se sostienen tasas de interés en extremo elevadas.**

Otra fuente de “ruido” fue la insistencia de economistas afines al oficialismo promoviendo suspender la baja de retenciones a las exportaciones de granos de soja, justo después de una sequía que ha liquidado las posibilidades de crecimiento para este año y de que el precio en Chicago cayera a U\$S 299/ton. dos semanas atrás. Desde entonces oscila en torno de U\$S 300/ton, y con perspectivas de nuevas bajas. A esto se sumó la contradicción entre el discurso de varios ministros afirmando que no va a contraerse el gasto en obras públicas, cuando su reducción es una de las bases del ajuste fiscal prometido al FMI. Más aún, **el viernes pasado se publicó la Decisión Administrativa 1648/18 del 09/08/18 de Jefatura de Gabinete que modificó el cálculo de recursos por \$1.834,2 M y autorizó un aumento de gasto público por \$ 9.682,9 M. Esta última, a su vez, resulta de aumentar el gasto corriente de \$ 9.856,2 M, junto a una baja del gasto en capital por \$ 173,3 M.**

Con una estanflación en sus inicios, dudas sobre la consistencia y viabilidad del acuerdo con el FMI, y sin grandes perspectivas en los mercados externos, se consolidaron las expectativas negativas sobre la actividad económica y las de mayor inflación. La demanda de dólares no cedió y tampoco la caída de las reservas internacionales (brutas) del BCRA:

- a) Entre el pico del 11 de enero pasado (U\$S 63.906 millones) y el 24 de abril, un día antes del inicio de la crisis cambiaria, el BCRA perdió reservas a razón de U\$S 46 millones promedio por día.
- b) Entre el 25 de abril y el 21 de junio, un día antes del ingreso de los casi U\$S 15.000 del FMI, cayeron a razón de U\$S 324 millones por día.
- c) Después del aporte del FMI, y hasta el pasado 8 de agosto, la caída promedio diaria de reservas no se detuvo: continuó a razón de U\$S 178 M, más del triple de la velocidad pre-crisis.

*c. Hacia el “viernes negro” (10/08/18)*

El BCRA ha tratado de alinear su política a lo acordado con el FMI, apuntando a tratar de reducir el pasivo en Letras del BCRA (LEBAC) y el activo en Letras Intransferibles del Tesoro. Para profundizar el giro hacia la contracción de la base monetaria, la emisión de dinero atada al rescate de LEBAC fue captada por el Tesoro vía Letras duales (cotizan en dólares, pero se cancelan en pesos, a tipo de cambio variable) y Letras del Tesoro en dólares (LETES). El resultado neto para los bancos es una sustitución de sus LEBAC por LETES.

El miércoles pasado se renovaron Letras a 6 meses por U\$S 430 millones el 54% del vencimiento a esa fecha (la expectativa en el mercado era una renovación de al menos el 85% del stock vencido). La tasa para las nuevas Letras fue de 4,99% anual, mientras que la de la licitación anterior había sido de 3,65%. **Sin aumento del stock de LETES, entre agosto de 2018 y junio de 2019 se acumulan vencimientos por U\$S 14.550 millones.** Si sobre ese total el porcentaje de renovación es de aproximadamente el 50%, requerirá al menos U\$S 4.623,5 M a captar dentro o fuera del país, aun cumpliendo con las metas del FMI. Esto generó dudas sobre la política cambiaria: frente a una futura mayor demanda de dólares, impulsada por el propio gobierno, **se anunció una reducción de las subastas del BCRA de dólares del Tesoro a U\$S 25 M por día. Pero tanto el martes 7 como el miércoles 8 debió vender U\$S 50 M diarios**

A su vez, otras señales de alerta habían aparecido un día antes:

- 1) el Merval registró la peor baja en un mes y medio (-3,8%) a pesar de la publicación de algunos balances favorables como el de YPF, y en Nueva York cayeron los ADR argentinos y los bonos del gobierno,
- 2) no cayó bien en el mercado la noticia del inicio de una investigación de la Comisión de Defensa de la Competencia a la empresa Acindar por supuestas conductas anticompetitivas,
- 3) tampoco las relacionadas con los avances en la investigación del “CuadernoGate”,
- 4) se publicaron de informes de consultoras con proyecciones de inflación para este año de 35%, que obligarían a negociar un waiver con el FMI.

La plaza operó también en baja el miércoles y varias consultoras ya observaban que después de los bonos de Turquía, la deuda argentina era la que más había caído en lo que va de este año. El jueves la plaza local siguió demandando dólares, afirmándose el precio del billete por encima de \$28, **pero la peor noticia vino del exterior: la calificadora Fitch sostuvo que Argentina es uno de los países más vulnerables a shocks externos por su déficit**

fiscal, sus necesidades de financiamiento externo, la dolarización de la economía y su alta inflación. Los títulos cayeron en Nueva York y el riesgo país superó los 630 puntos básicos.

**El viernes 10 de agosto, ante la devaluación de la lira turca, se desplomó la cotización de los bonos argentinos: el riesgo país se escapó hasta 711 p. b., cerrando a 700 p.b.** La demanda de dólares repuntó y algunos bancos ofrecían \$30 desde las 11: 00 AM. El impacto del salto a \$30 hizo que en algunos momentos no se consiguiera cotización para el dólar en el mercado “blue”. La fuente del miedo ahora provenía de otra fuente: la escapada del riesgo país, y las dudas sobre la capacidad de pagos del gobierno argentino. El BCRA perdió reservas internacionales por U\$S 650 millones.

Los días sábado y domingo la lira turca siguió depreciándose, y si bien el FMI habría autorizado aumentar la oferta de dólares al BCRA, el dólar abrió ayer a la suba, superando los \$300 desde la apertura de los mercados. Finalmente cerró a \$30,72, aunque al mediodía un banco de primera línea exhibía un tipo de cambio vendedor superior a los \$31. El call money se disparó a 70%, la TIR de las LEBAC a 2 días saltó a 60%, y la de las LEBACa 37 días a 49%. **Las reservas del BCRA cayeron ayer en U\$S 253 millones, acumulando una pérdida de U\$S 1.068 millones en una semana.**

Después del mediodía de ayer, el BCRA y el ministerio de Hacienda anunciaron una serie de medidas para reducir el stock de LEBAC cuya efectividad se verá en realidad a partir de mañana. Al cierre de este informe el dólar había descendido luego de conocerse tres decretos del Poder Ejecutivo para lograr un ahorro fiscal de \$12.500 M en lo que resta de este año y \$ 53.000 M en el próximo: suspensión por 6 meses de la baja de las retenciones a las exportaciones de aceite y harina de soja, reducción en un 66% de los reintegros a las exportaciones y eliminación del Fondo Solidario de Soja que permitía financiar a provincias y municipios con el 30% de las retenciones a las exportaciones de soja. Un elemento más de incertidumbre, dado su carácter sorpresivo, en línea además con la percepción general de las últimas semanas: **no hay esperanza de reformas estructurales ni de un genuino plan de estabilidad y crecimiento, al menos hasta 2020.**

Al cierre de este informe la cotización de bonos y acciones rebotaba en sentido positivo, pero el riesgo país disminuyó apenas a 710 puntos básicos. Es claro que la estabilidad macro dependerá de la capacidad del Gobierno para administrar un ajuste fiscal conflictivo con estancamiento, baja credibilidad y poco atractivo para la inversión extranjera directa. La crisis no ha terminado, y tiene final abierto.

## **DÓLAR, TASAS Y EL FMI: EL VOLCÁN SIGUE EN ACTIVIDAD**

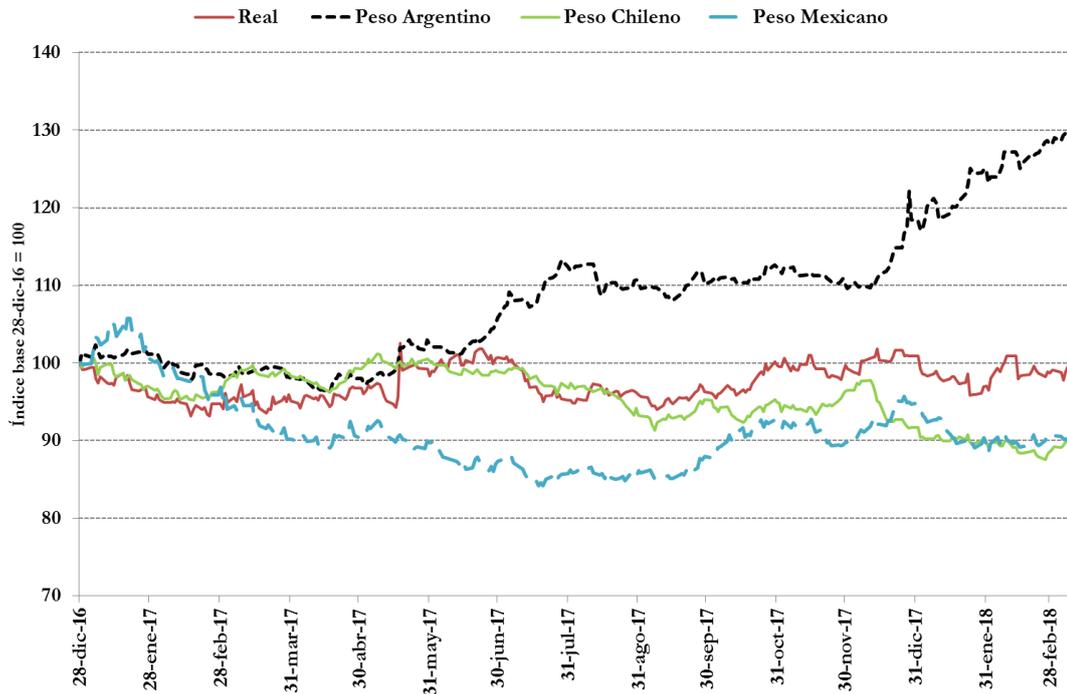
*Gustavo Martín*

**La crisis cambiaria aún no finaliza y recrudeció el último viernes por debilidades en los frentes externo e interno. Las altas tasas de las LEBAC mantuvieron a raya al tipo de cambio durante julio, pero ayer el Gobierno decidió canjear a los bancos sus LEBAC en cartera por pasivos del BCRA a 7 días (LELIQ) o a 1 año (NOBAC), e iniciar la eliminación gradual del stock de LEBAC en circulación.**

Luego de una breve calma cambiaria durante el mes de julio, la falta de resolución definitiva a los riesgos cambiarios provocó una nueva corrida que llevó la cotización del dólar (vendedor) por encima de los \$ 30 en el mercado minorista a \$ 29,925 el mayorista y a \$34,2 al futuro con vencimiento en diciembre de este año. La corrida tiene evidentemente motivaciones externas como internas. Mientras que el resto de las monedas de la región parecen capear los movimientos internacionales debido a la crisis en Turquía, el peso argentino sigue mostrando un comportamiento diferenciado. En particular, lo que vuelve más riesgoso a Argentina y genera estragos en el frente cambiario es el déficit fiscal, que sumando provincias alcanzaría el 7,5%, y el de cuenta corriente, que rondaría el 4% del PIB hacia fin de año.

Si bien durante julio se amplió la oferta de dólares gracias a la reducción en la posición general de cambios de los y las subastas de dólares del gobierno (se utilizaron parte de los USD 7.500 M, la mitad de lo que el FMI prestó al gobierno para contener el valor de la divisa) la confianza apenas se ha restablecido. Los datos a junio del Balance Cambiario del BCRA muestran que de no ser por el préstamo del FMI, la pérdida de reservas habría alcanzado los USD 8.000 M.

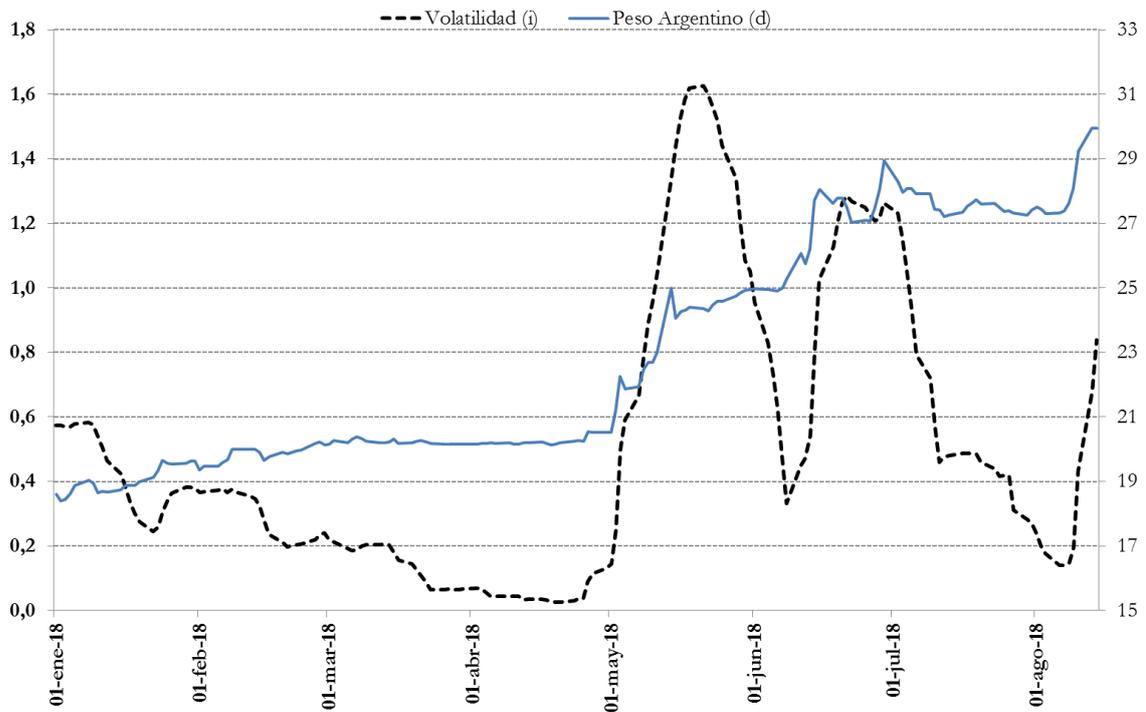
**GRÁFICO 1: MONEDAS LATINOAMERICANAS BASE 29-DICIEMBRE-16=100**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

El siguiente gráfico muestra como la volatilidad del tipo de cambio se disparó durante los meses de mayo y junio y luego cayó a valores todavía por encima de marzo y abril cuando se avecinaba la crisis cambiaria. Luego en agosto se observa el fuerte incremento en la misma.

**GRÁFICO 2: TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y VOLATILIDAD (20 DÍAS)**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Dada la alta volatilidad del dólar el BCRA incrementó las tasas de interés de las LEBAC en el mercado secundario para volver más atractivas las tenencias de pesos. De esta manera, llevó las tasas de las LEBAC más cortas por encima del 60%, y accesoriamente elevó los encajes a en 5 puntos porcentuales hacia mitad de julio resultando en un aumento generalizado de las tasas en pesos.

Si bien el tipo de cambio se apreció un 3,5% desde el 2 de julio hasta el 3 de agosto, la tasa de las LEBAC en el mercado secundario no baja del 50%. Ello implica dos cosas, que la cotización del dólar tiene un piso relativamente alto en torno de los \$27, y que una baja repentina en la tasa de interés solo llevaría a una depreciación abrupta de la moneda. Es más, el BCRA decidió el día martes 7 cambiar el foco de su política monetaria implementando como tasas de referencia la tasa de las LELIQ<sup>1</sup> a 7 días que solo pueden ser operadas por entidades financieras. **Asimismo, 13 de agosto se suscitaron varios cambios más entre ellos el Comité de Política Monetaria (COPOM) se reunió fuera de fecha de manera extraordinaria y elevó el tipo de interés de las LELIQ de 40% anual a 45%. Es más, El COPOM se comprometió a no disminuir el nuevo nivel de tasa de política monetaria al menos hasta octubre. Asimismo, desde el BCRA en conjunto con el Ministerio de Hacienda se anunciaron medidas adicionales.**

En primer lugar, se anunció, en sus palabras, un reordenamiento de los instrumentos de política monetaria para cancelar el stock de \$ 529.000 M en LEBAC de los cuales aproximadamente la mitad se encuentran en manos de bancos. El reordenamiento no es más que un cambio casi compulsivo de un instrumento financiero por otro. De esta manera, se procederá a ofrecer en cada licitación de LEBAC un monto menor al vencimiento en cada una sólo podrán suscribir entidades no bancarias. Así, en la subasta del 14 de agosto el Banco ofrecerá un máximo de \$ 230.000 M de LEBAC contra un vencimiento estimado de \$ 330.000 M en manos de entidades no bancarias. El monto ofrecido de LEBAC se reducirá en cada licitación posterior hasta eliminar el stock completamente.

En segundo lugar, se ofrecerán a las entidades bancarias nuevos instrumentos financieros como las NOBAC (Notas del BCRA) a un año y LELIQ a 7 días que serán el principal instrumento de esterilización del BCRA.

En tercer lugar, se dispuso que **los bancos sólo puedan participar en las licitaciones primarias de LEBAC por cuenta y orden de terceros no bancarios.**

Cuarto, las entidades bancarias no podrán vender sus LEBAC remanentes en el mercado secundario a entidades no bancarias. De este modo o bien se las quedan hasta el vencimiento o acceden a cambiarlas por otros instrumentos del BCRA.

En consonancia, el Ministerio de Hacienda anunciará en estos días un calendario de licitaciones de **LETES en pesos** que incorpore colocaciones en las fechas donde haya un vencimiento de LEBAC siendo la primera licitación el día miércoles 14 de agosto. También aclaró en un comunicado que sus necesidades de pesos se encontraban satisfechas por lo que no vendería más dólares al mercado. Ante posibles temores de una corrida más acelerada por dichos **anuncios el BCRA aclaró que asegurará la disponibilidad de dólares para garantizar el funcionamiento del mercado de cambios mediante es más el martes 14 del corriente se subastan USD 500 M.**

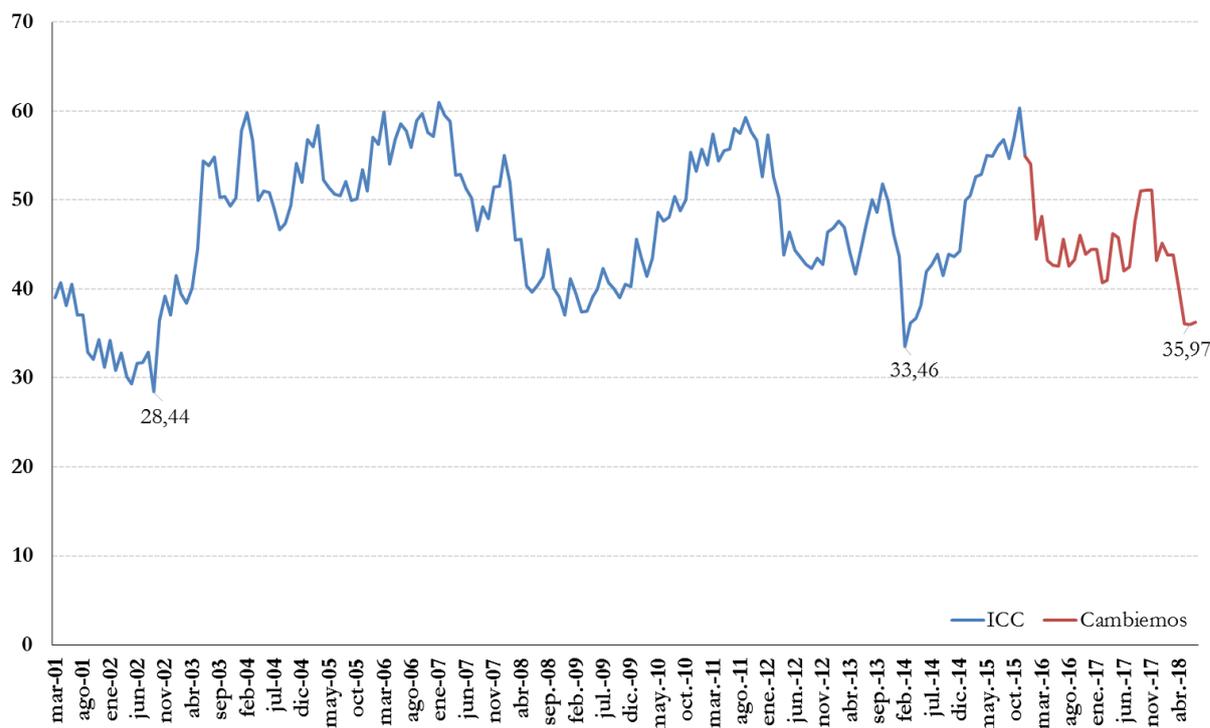
De esta manera, el gobierno espera que luego de culminado el programa de cancelación de LEBAC, los únicos tenedores de instrumentos del BCRA, es decir de LELIQ y NOBAC serán los bancos del sistema financiero local. EL FMI emitió un comunicado el día 13 del corriente en apoyo a estas medidas.

No obstante ello, y aunque dicho programa tenga éxito, para comenzar una baja en las tasas de interés y reactivar la economía sin por ello afectar el tipo de cambio, **es necesario que el gobierno arregle sus desequilibrios a saber: el déficit fiscal (que genera presiones inflacionarias y por lo tanto de apreciación real que más tarde se convierten en presiones devaluatorias nominales) y el de cuenta corriente (para evitar presiones devaluatorias vía fuga de divisas) por un lado, y la inflación por otro (para poder bajar la tasa de interés sin generar incentivos a la dolarización de carteras).**

---

<sup>1</sup> Ver <https://ideasdespeso.com/2018/01/26/las-leliq-el-nuevo-instrumento-del-bcra-para-administrar-las-condiciones-de-liquidez/>

### GRÁFICO 3: ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: elaboración propia en base a UTDT

### ECONOMÍA REAL: EN RECESIÓN

*Eliana Scialabba*

**Los últimos indicadores del INDEC muestran una caída en la actividad industrial y la desaceleración de la construcción. Si bien la crisis cambiaria ha contribuido a la reducción de las importaciones, la balanza comercial de junio cerró con un déficit de U\$S 382 M.**

#### 1. Contexto

La economía real continúa en retroceso. De acuerdo a datos agregados, el nivel de actividad se contrajo fuertemente en mayo. Sin embargo, datos del mes de junio confirmaron que al efecto de la sequía sobre el agro, se sumaron la contracción de la industria y el menor dinamismo de la construcción, indicando que la economía transitará en el tramo recesivo lo que resta del año.

**Con respecto a la construcción, se espera aún una mayor contracción, debido al parate de la obra pública, en un esquema de ajuste de gasto de capital, y a la volatilidad cambiaria.** A su vez la suba del tipo de cambio comenzó a hacerse sentir en el sector externo: las importaciones sufrieron su primera contracción interanual en 19 meses, reduciendo el déficit comercial. Sin embargo, dada la menor producción de productos primarios, las exportaciones no pudieron capitalizar el incremento cambiario.

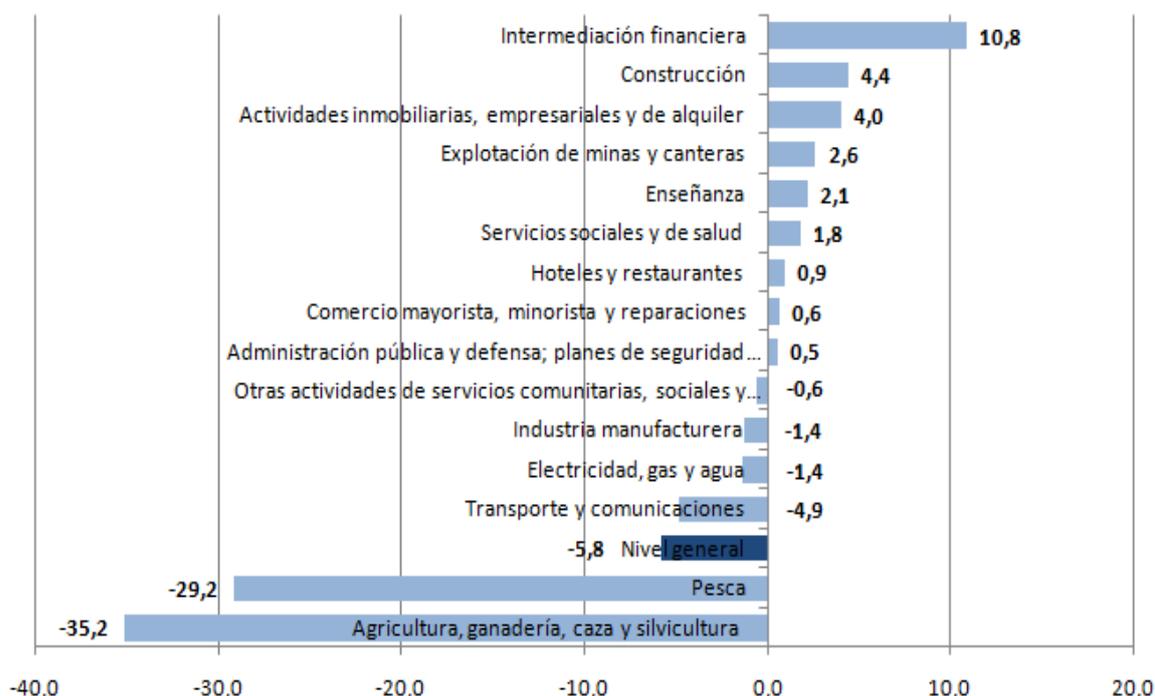
En un escenario donde el mercado, de acuerdo a datos del REM, espera una mayor inflación (31,8%) y tasa de interés (40%) que la proyectada en junio, se intensificará el desempeño negativo de la economía real. Este relevamiento indica una contracción del 0,3% para todo el año, debido a los ajustes a la baja para el segundo semestre. Este menor nivel de actividad en un escenario de inflación conduce al empobrecimiento de la población y a mayor conflictividad social.

2. *Actividad: agro, industria y construcción*

A nivel agregado, de acuerdo a los datos del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del mes de mayo, se observa que la actividad se contrajo un 5,8% i.a., ligado fundamentalmente a la contracción del 35,2% del sector agropecuario, mientras que respecto al mes anterior el EMAE se contrajo un 1,4%, acumulando en los primeros cinco meses relevados una caída del 3,1%.

La contracción interanual del agro, azotado por la sequía, tuvo una incidencia negativa de 5,76 puntos porcentuales, por lo que explica casi la totalidad de la caída del nivel de actividad del mes. Sin embargo, varios sectores se ubicaron en terreno negativo, tal como se observa en el siguiente gráfico.

**GRÁFICO 4. ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA.  
 VARIACIONES % INTERANUALES, POR SECTOR DE ACTIVIDAD. MAYO DE 2018**



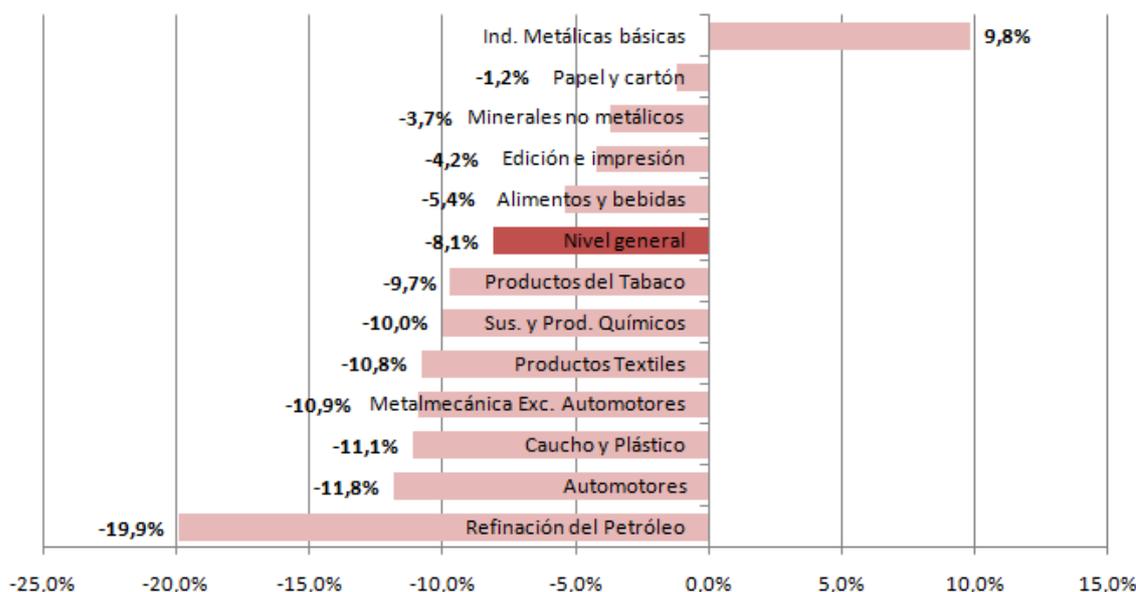
Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Por otro lado, el Estimador Mensual Industrial (EMI) de junio mostró una caída de 8,1% i.a., mientras que en lo que va del año acumula una expansión del 1%. De los 12 sectores que conforman el indicador, 11 registraron caídas. La mayor se observó en el sector refinación de petróleo (19,9% i.a.), seguido por automotores (11,8% i.a.) y caucho y plástico (-11,1% i.a.).

En terreno positivo, solo se ubicó la producción de las industrias metálicas básicas (9,8% i.a.). La producción de neumáticos se contrajo un 17,6% i.a., en línea con el desempeño del sector automotriz, uno de los más afectados por la crisis cambiaria. A su vez, las ventas de vehículos 0 km en julio se contrajo un 17,4% i.a., según datos de la Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina (ACARA).

Productos alimenticios y bebidas, sector con mayor peso relativo (22% del total), se contrajo un 5,4% i.a., explicado por las contracciones de molienda de cereales y oleaginosas (-10,7% i.a.), carnes blancas (-11,8% i.a.), bebidas (-11,2% i.a.), yerba mate y té (-12% i.a.) y lácteos (-1,8% i.a.), mientras que se expandió la producción de carnes rojas (+5,9% i.a.) y de azúcar y productos de confitería (+18,3% i.a.).

**GRÁFICO 5. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL.  
VARIACIONES % INTERANUALES, POR SECTOR DE ACTIVIDAD. JUNIO DE 2018**



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

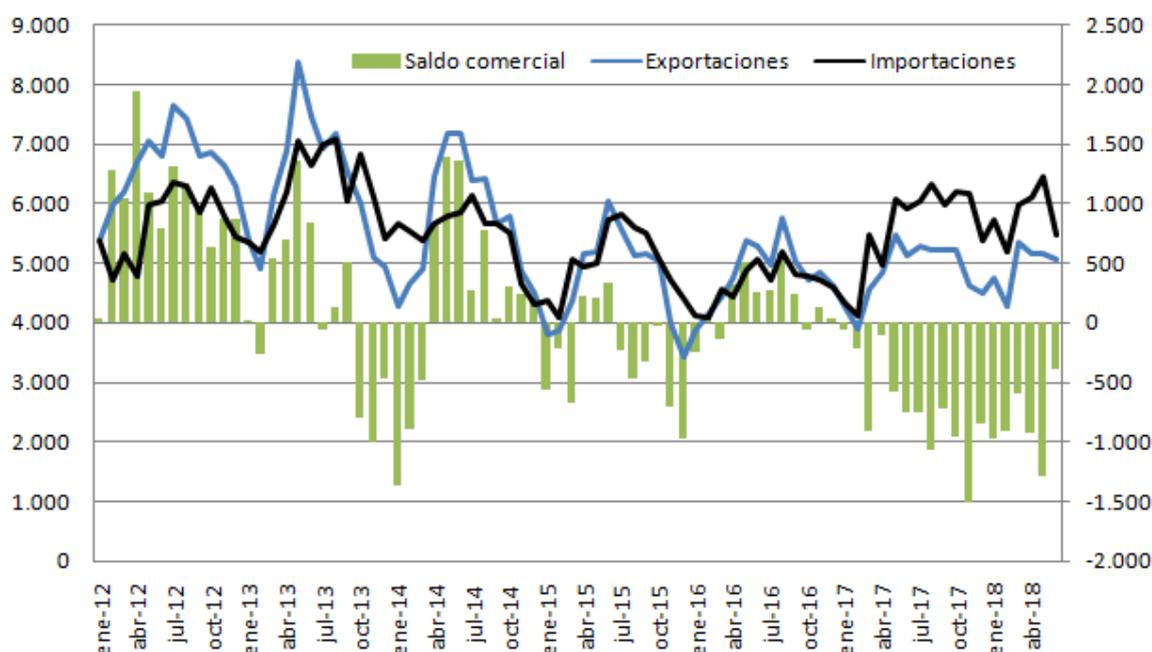
A su vez, la construcción, sector que fuera un grana impulsor de la actividad en 2017, se contrajo un 0,1% i.a. en junio, de acuerdo a datos del Indicador Sintético de la Actividad de Construcción (ISAC). En tanto, respecto a mayo, la actividad aumentó apenas 0,5%, acumulando una caída del 3,1% en los primeros seis meses del año. Por otro lado, de acuerdo a datos del ISAC, los permisos para la ejecución de obras privadas cayeron un 8,5% i.a. en los primeros seis meses del año.

### 3. Sector externo

El incremento del tipo de cambio comenzó a tener efectos sobre el desempeño del sector externo. De acuerdo al Intercambio Comercial Argentina (ICA), durante el mes de junio las compras al resto del mundo presentaron la primera contracción interanual en 19 meses, al totalizar USD 5.458 millones, un 7,5% por debajo del dato del mismo mes de 2017, mientras que las exportaciones sumaron USD 5.076 millones, lo que representó una caída del 1,4% i.a. De esta forma, el déficit comercial se contrajo a USD 382 millones, un tercio del “rojo” comercial promedio de 944 millones a mayo de 2018, lo que llevó a que se contraiga un 49,1% respecto al mismo mes del año anterior.

Analizando el desempeño desagregado, la caída de las exportaciones se explica por la caída del 25,7% i.a. de las ventas de productos primarios, que totalizaron USD 1.148 millones. En tanto, los envíos de manufacturas de origen agropecuario (MOA) se incrementaron un 3% i.a., las de origen industrial (MOI) un 10,4% i.a. y los combustibles y energía un 96,2% i.a.

**GRÁFICO 6. INTERCAMBIO COMERCIAL ARGENTINO. EN MILLONES DE USD**



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

En tanto, respecto a las compras al resto del mundo se observa la contracción de casi todos los rubros, excepto el de bienes intermedios, que aumentó un 4,1% i.a. Las caídas fueron lideradas por: bienes de capital (16,9% i.a.), vehículos (15% i.a.), resto (11,5% i.a.) y piezas y accesorios (10,3% i.a.).

**CUADRO 1. INTERCAMBIO COMERCIAL ARGENTINO. JUNIO DE 2018**

	Millones de USD	Variación % interanual
<b>Exportaciones</b>	<b>5.076</b>	<b>-1,4%</b>
Productos primarios	1.148	-25,7%
MOA	1.934	3,0%
MOI	1.791	10,4%
Combustibles y Energía	204	96,2%
<b>Importaciones</b>	<b>5.458</b>	<b>-7,5%</b>
Bienes de capital	947	-16,9%
Bienes intermedios	1.619	4,1%
Combustibles y Lubricantes	738	-6,2%
Piezas y accesorios	1.041	-10,3%
Bienes de consumo	632	-8,8%
Vehículos	458	-15,0%
Resto	23	-11,5%
<b>Saldo Comercial</b>	<b>-382</b>	<b>-49,1%</b>

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

En un escenario donde, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA se espera una mayor inflación (31,8%) y tasa de interés (40%) que la proyectada en junio, se intensificará el desempeño negativo de la economía real. Este relevamiento indica una contracción del 0,3% para todo el año, debido a los ajustes a la baja para el segundo semestre. **Este menor nivel de actividad con inflación al alza profundizará el embrecimiento y la precarización laboral, incrementando la conflictividad de los sectores más organizados (sindicatos, agrupaciones sociales).**

## PANORAMA INTERNACIONAL

### EE.UU. EN GUERRA COMERCIAL ABIERTA

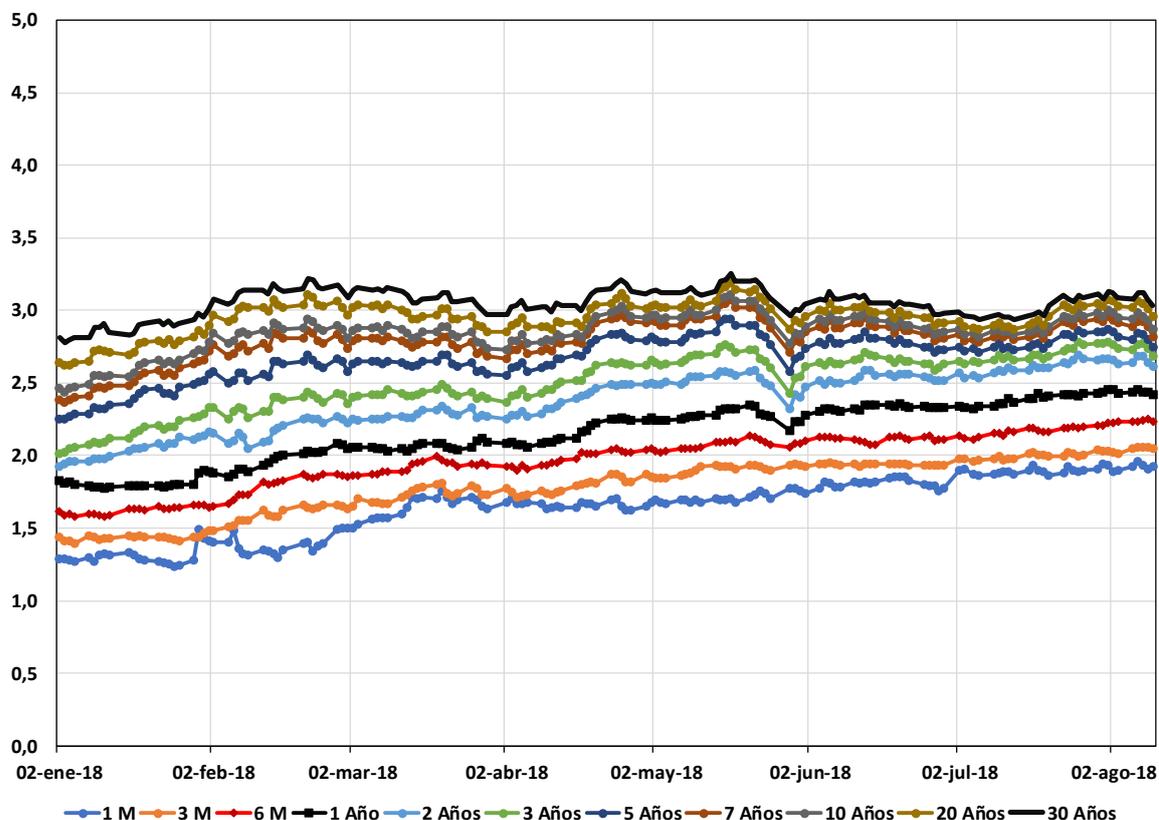
Héctor Rubini

**EE.UU. sigue adoptando medidas proteccionistas para “disciplinar” a China y otros países. Por ahora la economía estadounidense crece sin una fuerte suba de tasas de interés, pero en el largo plazo, no se podrán evitar las consecuencias negativa sobre el crecimiento de la economía global, el comercio y la buena convivencia entre países.**

El escenario mundial se sigue moviendo según la dinámica que le imprime Donald Trump. El presidente de los EE.UU. sigue insistiendo con la política comercial y de seguridad como los dos instrumentos centrales de su accionar política. Los buenos números de actividad económica y de empleo le han permitido sostener que ya se está en un período de crecimiento sostenido. El propio secretario del Tesoro Steven Mnuchin afirmó la semana pasada que cree que la economía estadounidense ya está en un período de crecimiento sostenido de al menos 3% por 4-5 años. Los datos a fin de junio muestran que la economía ha crecido en el segundo trimestre 4,1% interanual, el consumo privado aumentó 4,0% y la Reserva Federal ha mantenido la tasa de Fondos Federales por ahora sin cambios.

De todas formas, los mercados siguen esperando dos subas para el segundo semestre, que en definitiva, no tendrían gran impacto en las tasas de interés. La evolución en lo que va del año sugiere una tendencia hacia subas cada vez menores en las tasas cortas, y el mantenimiento de las tasas más largas en niveles no mucho mayores a los actuales, aun en presencia de presiones inflacionarias algo mayores hacia fin de año. El gráfico siguiente muestra además que no se ha observado en lo que va del año ninguna suba espectacular como la mencionada en no pocas ocasiones por funcionarios de nuestro país:

**GRÁFICO 7. TASAS INTERNAS DE RETORNO (% NOMINAL ANUAL) DE LA DEUDA EMITIDA POR EL TESORO DE LOS EEUU (30 DÍAS A 30 AÑOS)**



Fuente: Departamento del Tesoro de los EE.UU.

La retórica belicosa de Trump, se traduce iniciativas proteccionistas y de sanciones a países considerados como amenazantes, o procadores de algún “daño” a la economía estadounidense. Además, en las reuniones con sus pares europeos ha insistido con que incrementen el aporte al gasto militar de la OTAN al 4% del PIB, y por otro lado ha mantenido una reunión con Putin en aparentes buenos términos., aunque Moscú aplicó la semana pasada aranceles adicionales sobre importaciones de los EE.UU. como represalia a sus gravámenes sobre importaciones de acero y aluminio

El rumbo elegido por la administración Trump seguirá siendo el de priorizar objetivos de seguridad y de supremacía militar mundial, y de empleo y actividad interna. Para ello, el instrumento económico preferido, seguirá siendo el de una política comercial confrontativa. Las principales medidas de Washington y sus réplicas en los últimos dos meses fueron las siguientes:

- **15 de junio de 2018:** La Casa Blanca anunció la aplicación de un arancel de 25% sobre importaciones chinas por las prácticas desleales de la República Popular China relacionadas con la transferencia de tecnología estadounidense y acusaciones de robo de propiedad intelectual. Este arancel entrará en vigencia el 6 de julio de 2018 y se aplicará a 818 posiciones hasta cubrir un total de importaciones por **U\$S 34.000 M**. La Oficina del Representante de Comercio anunció que está en estudio la aplicación de aranceles sobre otro grupo de 284 productos importados de China por un total de **U\$S 16.000 M**. Esas 1.102 posiciones arancelarias en su mayor parte son bienes de sectores industriales beneficiados con el programa estatal “Made in China 2025” de política industrial (robótica, tecnologías de la información y las comunicaciones, maquinaria industrial, industria aeroespacial, automotriz, nuevos materiales). No se incluyen posiciones de la industria textil, de confecciones ni de la mayoría de la maquinaria textil, ya comprendida en la lista de abril pasado para la aplicación de represalias. Ese mismo día el Ministerio de Comercio de la República Popular China anunció la aplicación como represalia, de un arancel de 25% sobre importaciones de 114 productos estadounidenses por **U\$S 34.000 M** gravando entre otros, a soja, automóviles y frutas. También anunció que el arancel sobre otros **U\$S 16.000 M**, será respondido con un impuesto a las importaciones de Estados Unidos de igual monto, que abarcará, entre otros a productos químicos, combustibles y aparatos de uso médico.
- **19 de junio de 2018:** El Presidente Trump anunció que ordenó al Representante de Comercio que identifique importaciones desde China por hasta **U\$S 200.000 M** para aplicar un arancel de 10% en respuesta a la decisión china de aumentar los aranceles sobre exportaciones estadounidenses por U\$S 50.000 millones. Además, se aplicarán siempre que China se rehúse a modificar sus prácticas y amenazó con aplicar otro arancel adicional sobre posiciones arancelarias por otros U\$S 200.000 M de importaciones chinas como represalia si las autoridades de Beijing decidieran volver a aumentar sus aranceles. Dado que en 2017 las importaciones desde China ascendieron a U\$S 505.000 millones, esa última medida incluiría a productos textiles y confecciones. Ese día, la Oficina de la Casa Blanca de Política Comercial e Industrial emitió un informe sobre las políticas del gobierno chino que amenazan la seguridad nacional y económica de los EE.UU. Allí se detallan más de 50 leyes, políticas y prácticas para poner en práctica el programa “Made in China 2015” y la política industrial basada en adquirir tecnologías y propiedad intelectual del resto del mundo.
- **1º de julio de 2018:** El Congreso extendió la Autoridad de Promoción del Comercio (“fast track”) a la Administración Trump por tres años.
- **4 de julio de 2018:** la Unión Europea aprobó (25 votos a favor, 3 abstenciones, ninguno en contra) la aplicación de un arancel y una cuota (“*tariff rate quota*”) a las importaciones de acero.
- **5 de julio de 2018:** La Unión Europea anunció el inicio de acciones legales contra los EE.UU. en la OMC, y aprobó el aumento de aranceles adicionales determinado por la Comisión Europea el 31 de mayo<sup>2</sup>.
- **6 de julio de 2018.** La agencia de aduanas de EE.UU. informó que se aplicarán aranceles de importación del 25% a 818 posiciones arancelarias provenientes de la República Popular China que totalizan importaciones por unos U\$S 34.000 millones. En el mismo día el gobierno chino anunció la aplicación de una “medida espejo” sobre igual monto de importaciones estadounidenses sin mayor detalle, pero previamente anticipó que entre esos bienes gravará, entre otros, a carne de cerdo, automóviles y granos de soja. El Ministerio de Comercio de China también presentó una queja ante la OMC por las medidas adoptadas por los EE.UU. La Oficina del Representante del Comercio informó la puesta en vigencia hasta el próximo 9 de octubre de un proceso de

<sup>2</sup> El aumento de aranceles por posición arancelaria se encuentra publicado online en: [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2018/may/tradoc\\_156909.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2018/may/tradoc_156909.pdf)

pedido de exclusión del arancel a productos chinos en algunos casos restrictivos, y a pedido del importador estadounidense interesado.

A su vez, el gobierno de **Rusia** anunció la aplicación de aranceles entre 25% y 40% sobre productos importados de EE.UU. como represalia por los aranceles aplicados por la Administración Trump a las importaciones de aluminio y acero. Los bienes gravados por el gobierno ruso son, entre otros, maquinaria vial, excavadoras, herramientas para la industria metalúrgica y la minería, y fibra óptica.

- **10 de julio de 2018:** La Oficina del Representante de Comercio anunció la aplicación de un arancel de 10% sobre importaciones provenientes de China por U\$S 200.000 millones, en base a una investigación relacionada con restricciones injustificadas y discriminatorias contra bienes de origen en EE.UU. (sección 201 de la Ley de Comercio de 174)., la reciente represalia china al arancel de EE.UU. sobre importaciones de acero y aluminio, y prácticas comerciales desleales de la Rep. Popular China. La medida se aplica sobre 6.000 posiciones arancelarias comprendiendo, entre otros, textiles, sombreros y gorras, ropa de cuero, guantes, carteras, bolsos, bolsas de mimbre. Sin embargo, la lista no incluye confecciones, mantelería, ni calzado. No se dio a conocer la fecha de entrada en vigencia, pero la Oficina del Representante de Comercio anunció que recibirá comentarios y sugerencias hasta el 17 de agosto de 2018. También ha convocado a una audiencia pública para el 20 de agosto de 2018 y aceptará comentarios finales hasta el 31 de agosto de 2018. Se espera que entre la medida entre en vigencia en alguna fecha posterior, probablemente en septiembre de 2018.

El Presidente Trump manifestó **que está dispuesto a gravar con un arancel de 10% las importaciones de productos chinos por otros U\$S 200.000 millones. En ese caso la medida se extendería a más de 10.000 productos importados de China, aproximándose a casi el 90% de las exportaciones chinas a EE.UU. en 2017.**

- **12 de julio de 2018:** La Administración Trump está interesada en negociar un acuerdo de libre comercio con una nación sub-Sahariana, pero no especificó cuál es.
- **16 de julio de 2018:** La Oficina del Representante de Comercio inició acciones en la OMC contra República Popular China, la Unión Europea, Canadá, México y Turquía en respuesta a las represalias aplicadas contra Estados Unidos por los aranceles a las importaciones de aluminio y acero.
- **18 de julio de 2018:** La Comunidad Europea confirmó el arancel adicional de 25% sobre 23 productos de acero cuando las importaciones superen el promedio de los últimos tres años. Se exepuaron las provenientes de Noruega, Islandia y Liechtenstein, pero grava importaciones con origen en Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Malasia, Moldavia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Macedonia, Turquía, Ucrania, Emiratos Árabes Unidos y Vietnam. La medida tiene vigencia por 200 días<sup>3</sup>.
- **24 de julio de 2018:** La Casa Blanca anunció un programa de ayuda de emergencia a los productores agrícolas a abonar a partir de septiembre por **U\$S 12.000 M** en compensación por el impacto sobre los precios agrícolas de los aranceles de China, México y otros países en represalia contra las medidas recientes de Trump. El objetivo sería político: lograr el control del Senado en las elecciones de noviembre, que podría definirse por escaso margen con los votos de estados agrícolas como Missouri, Indiana y Dakota del Norte.
- **25 de julio de 2018:** Reunión en Washington entre funcionarios del área de Comercio de EE.UU. y de la Comisión Europea. Se acordó que la Unión Europea aumentará “inmediatamente” sus compras de soja estadounidense, y que EE.UU. estudiará la revisión de los aranceles aplicados al acero y al aluminio de origen europeo. Acordaron un período de 120 días de negociaciones sobre los aranceles fijados por la Unión Europea como represalia a los EE.UU., y el aumento de las importaciones europeas de soja y gas natural de origen estadounidense. Durante dicho período el gobierno de EE.UU. no fijará aranceles adicionales a la importación de autos de origen europeo. La Unión Europea sigue gravando las importaciones de autos estadounidenses con un arancel de 10%, y EE.UU. mantiene el 2,5% sobre autos europeos, 25% sobre pick-ups de origen europeo<sup>4</sup> y otros mayores sobre otros bienes. **El informe final se emitirá a fin de noviembre, dos semanas después de las elecciones de medio término en EE.UU.** Si bien ambas partes manifiestan estar comprometidos con lograr converger a un arancel cero para el comercio bilateral de bienes manufacturados, en realidad es incierto el resultado de estas negociaciones.
- **3 de agosto de 2018:** En la semana el presidente Trump dio a conocer que concretará la amenaza de aumentar los aranceles a importaciones de productos chinos por **U\$S 200.000 M** a 25%, y no a 10% como había anunciado el 19 de junio. El gobierno chino anunció que responderá con aranceles entre 5% y 25% sobre las

<sup>3</sup> Ver [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2018.181.01.0039.01.ENG&toc=OJ:L:2018:181:TOC](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2018.181.01.0039.01.ENG&toc=OJ:L:2018:181:TOC)

<sup>4</sup> En el caso de las pick-ups europeas, en EE.UU. vienen pagando un arancel de 25% desde 1963, año en que EE.UU. fijó ese gravamen en represalia contra los aranceles fijados entonces por la Comunidad Económica Europea sobre las importaciones de pollos.

importaciones de 5.207 posiciones arancelarias de origen estadounidense, fundamentalmente de bienes originados en productos agroindustriales y minerales de estados que han apoyado electoralmente a Trump, y que suman un total de exportaciones a China por U\$s 60.000 millones.

- **6 de agosto de 2018:** El gobierno de Rusia pone en vigencia el anuncio de un mes atrás. En respuesta a los aranceles de EE.UU. al aluminio (10%) y acero (25%), Moscú impuso aranceles entre 25% y 40% a la importación desde EE.UU. de equipos viales, máquinas para la industria hidrocarburífera, procesamiento de metales, perforación de rocas y varios tipos de fibra óptica.
- **7 de agosto de 2018.** El Departamento de Comercio anunció que extiende el arancel de 25% del 6 de julio a otras 279 posiciones arancelarias provenientes de la República Popular China, extendiendo dicho arancel ahora a un total de **U\$S 50.000 M** de importaciones chinas. Al igual que en julio, la justificación es la aplicación de una respuesta a las políticas, acciones y prácticas atribuidas al gobierno chino en materia de transferencia de tecnología, derechos de propiedad intelectual y la innovación, que según el Departamento de Comercio son “poco razonables, discriminatorias y perjudican comercialmente a los EE.UU.”
- **13 de agosto de 2018:** El Presidente Trump anuncia la duplicación de las alícuotas de los aranceles a las importaciones de acero y aluminio desde Turquía, provocando una crisis cambiaria en ese país, con impacto en Argentina.

La secuencia de medidas de estos últimos dos meses muestra claramente un lanzamiento ofensivo contra la República Popular China y el resto del mundo para que subordinen sus políticas a las prioridades de la Casa Blanca. Un camino en extremo peligroso, y que desde el inicio parece subestimar las reacciones del resto del mundo y sus inevitables consecuencias negativas sobre el comercio exterior, el crecimiento económico global, y la buena convivencia entre países.

## CHINA EN DESACELERACIÓN

*Eloy Aguirre*

---

**Luego de que en 2017 el PIB chino creciera 6,9% en 2017 se espera una desaceleración a 6,6% para 2018 y 6,4% para 2019, debido a la adopción de una política crediticia más restrictiva y a la guerra comercial con EEUU.**

---

### *1. Guerra comercial con EE.UU.*

El conflicto comercial entre EEUU y China continúa sin pausa. El 6 de julio de 2018 los EEUU aplicaron un arancel del 25% a la importación de 818 productos industriales y de base tecnológica provenientes desde China. Se estima que el valor total de estos productos ascendería a U\$S 34.000 M anuales.

Las autoridades chinas respondieron con la misma moneda, un arancel del 25% a 545 productos de EEUU entre los que se encuentran soja, acero, autos, carne de cerdo y otros productos por el mismo valor de U\$S 34.000 M. Asimismo, el 10 de julio EEUU anunció la aplicación de un arancel del 10% sobre importaciones provenientes de China por U\$S 200.000 M, en base a una investigación relacionada con restricciones injustificadas y discriminatorias contra bienes de origen en EE.UU. En respuesta el Ministerio de Comercio de China anunció de llegar a 5.200 productos norteamericanos con aranceles que irían desde el 5% hasta el 25%, por un valor total de U\$S 60.000 M.

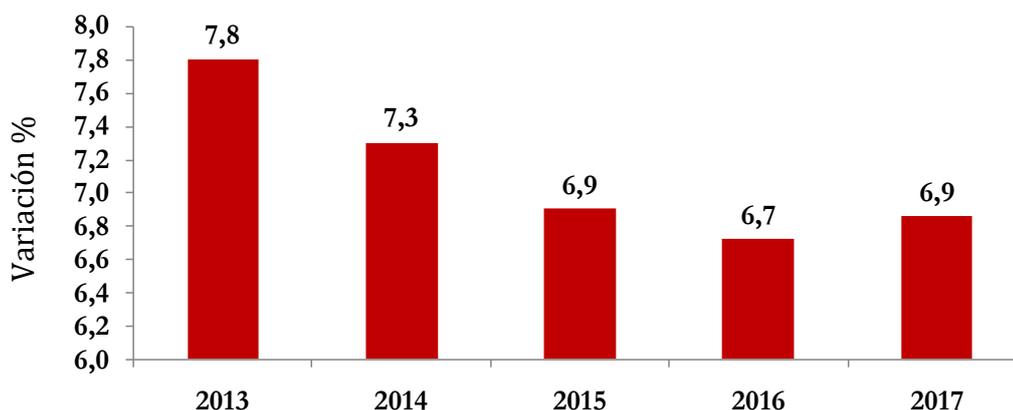
Además, el pasado 16 de julio el gobierno chino presentó ante la Organización Mundial del Comercio (OMC) una denuncia en contra de EEUU por los aranceles. Esta denuncia se suma a la realizada por la Unión Europea también contra EEUU por el incremento en los aranceles de productos europeos.

A su vez, la Oficina del Representante del Comercio en EEUU informó la puesta en vigencia hasta el próximo 9 de octubre de un proceso de pedido de exclusión del arancel a productos chinos en algunos casos restrictivos, y a pedido del importador estadounidense interesado. EEUU busca con esta política comercial agresiva reducir su déficit comercial con China. **Para las autoridades chinas esta maniobra es un intento de EEUU para detener el crecimiento de China y reducir su poder militar.**

## 2. Economía real

Luego de seis años consecutivos de desaceleración de sus tasas de crecimiento del PIB, la economía china logró en el año 2017 un incremento del PIB del 6,9% superando el 6,7% del año 2016. El gráfico XX1 muestra la evolución de las tasas de crecimiento del PIB chino entre el año 2013 y el año 2017. Se puede ver, que se mantienen tasas de crecimiento del PIB por encima del 6%, al igual que en los últimos 26 años. De continuar con tasas de crecimiento iguales o superiores al 6%, el PIB chino podría superar al de EEUU en los próximos 25 años y transformarse en la mayor economía del mundo.

**GRÁFICO 8: CRECIMIENTO DEL PIB DE CHINA. 2013 – 2017**



Fuente: Elaboración propia en base a FMI

En el primer trimestre del año 2018 el PIB creció 6,8% interanual y en el segundo trimestre 6,7%. Según el Fondo Monetario Internacional, en 2018 el PIB chino crecerá 6,6% y 6,4% en 2019. A su vez, las proyecciones privadas promedio son de un crecimiento del PIB chino del 6,3% para 2018 y 6% en 2019.

En cuanto a la producción industrial, en el primer semestre del año 2018 creció un 6,7%. A su vez, en dicho período la inversión en activos fijos aumentó 6% en el mismo período, la construcción 10,4% interanual y el comercio minorista 9,4%.

Estos indicadores muestran un leve repunte, pero en el mediano plazo se podría desacelerar ante una profundización de la guerra comercial con EE.UU.

## 3. Precios y política monetaria

La inflación del año 2017 fue 1,8% y la variación interanual del índice de precios al consumidor en junio del 2018 fue el 1,9%. Las proyecciones del FMI son de el 2,8% en 2018 y 2,6% 2019.

En el último mes la autoridad monetaria redujo en abril el coeficiente de reservas obligatorias (encajes) en 100 puntos básicos, que era 15% en los bancos grandes y 17% en los bancos más pequeños, con el objetivo de expandir el crédito privado. A su vez, los préstamos en moneda local y extranjera para el sector privado no financieros y organizaciones gubernamentales aumentaron un 9,3% interanual durante el primer semestre del año 2018. Los créditos de corto plazo crecieron un 3,9% interanual y mediano y largo plazo subieron un 13% interanual. Los créditos dirigidos a pequeñas y micro empresas aumentaron un 12,2% interanual en el primer semestre de 2018.

## 4. Comercio exterior

Las exportaciones chinas del año 2017 alcanzaron los U\$S 2,26 billones mostrando un aumento del 7,7% respecto del año 2016. En el primer trimestre del año 2018 las exportaciones alcanzaron los U\$S 545.266 M (+ 13% i.a.). En 2017 las importaciones fueron de U\$S 1,84 billón presentando un crecimiento del 16% respecto del año 2016.

El incremento de las importaciones produjo una reducción del superávit comercial durante el año 2017 de U\$S 91.000 M (-17,7% i.a.). En el primer trimestre del año 2018 las importaciones totalizaron U\$S 496.879 M (+ 19% i.a.).

**CUADRO 2: COMERCIO EXTERIOR (BIENES) DE LA REPÚBLICA POPULAR CHINA 2001-2017.**  
 (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

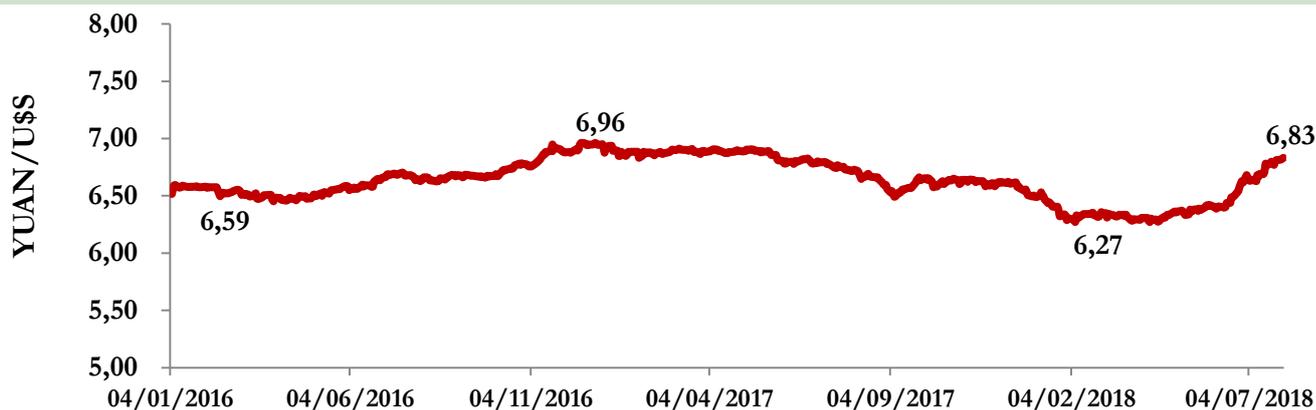
AÑO	Exportaciones	Importaciones	Saldo Comercial
2001	266,1	243,5	22,5
2002	325,6	295,2	30,4
2003	438,2	412,7	25,4
2004	593,3	561,2	32,1
2005	761,9	659,9	102,0
2006	968,9	791,5	177,5
2007	1220,0	956,1	263,9
2008	1430,7	1132,6	298,1
2009	1201,6	1005,9	195,7
2010	1577,7	1396,2	181,5
2011	1898,4	1743,5	154,9
2012	2048,7	1818,4	230,3
2013	2209,0	1949,9	259,0
2014	2342,3	1959,2	373,1
2015	2273,4	1679,6	593,9
2016	2097,6	1587,9	509,7
2017	2263,0	1841,0	422,0

Fuente: Elaboración propia en base a China Statistical Yearbook

#### 5. Tipo de cambio

Entre diciembre del año 2016 y abril del año 2018, el yuan se apreció 9,2, pasando a depreciarse un 7% en el último mes y medio, ante expectativas de deterioro del saldo comercial por la Guerra de aranceles con EE.UU. Si bien han resurgido temores por futuras salidas de capitales, el Banco Popular de China cuenta con reservas internacionales por U\$S 3,24 billones.

**GRÁFICO 9: TIPO DE CAMBIO NOMINAL. ENERO 2016 – AGOSTO 2018**



Fuente: Elaboración propia en base a Oficina Nacional de Estadísticas de China

#### 6. Política fiscal

En cuanto a la política fiscal, China mantendrá un sesgo expansivo principalmente para compensar aquellas empresas que sean perjudicadas por la guerra comercial con EEUU. **Las autoridades anunciaron que van a reducir impuestos para las empresas por U\$S 9.600 M y hacer deducibles de impuestos los gastos médicos, educativos y pagos de interés hipotecarios.** Además, se lanzará un fondo de financiamiento para empresas que tengan problemas financieros con una inversión inicial de U\$S 8.700 M y no se descartan más anuncios de rebajas de impuestos.

Con estas medidas procuran generar liquidez y recomponer el consumo privado. **Esta política podría incrementar el déficit fiscal que el gobierno fijó en 2,6% del PIB, equivalente a U\$S 376.100 M.**

#### *6. Conclusiones*

La decisión unilateral de EEUU de imponer suba de aranceles a productos provenientes de varios países y regiones, le permite a China encontrar fácilmente aliados en esta guerra comercial, como Rusia que anunció la aplicación de aranceles entre 25% y 40% sobre productos importados de EE.UU (maquinaria vial, excavadoras, herramientas para la industria metalúrgica y la minería, y fibra óptica), en respuesta por aranceles aplicados por EEUU a las importaciones de aluminio y acero. El desafío de China es volver a acelerar su crecimiento económico a tasas más cercanas al 7% anual, en medio de una guerra comercial que está recién en sus inicios.

En esta escalada de incremento de aranceles, China tiene la desventaja de vender más productos a EEUU de los que importa. Por lo tanto, **la estrategia comercial de respuesta de China, además del aumento de aranceles podría incluir restricciones para la operatoria de empresas de EEUU en China, crear impedimentos burocráticos en sus puertos, continuar depreciando su moneda y también dejar de comprar bonos del Tesoro de EE.UU.**

## NOTA ESPECIAL

### INDICADOR MENSUAL DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO-USAL

*Nadina Mezza*

---

**El indicador elaborado permite observar que la inversión bruta interna fija ingresó en una fase recesiva en marzo de este año. La misma continúa en curso y la caída en la formación bruta de capital fijo probablemente continuará durante varios meses más.**

---

#### *1. Introducción*

En este artículo se presenta una síntesis de la investigación vinculado a la generación de un estimador **mensual** de la inversión, que en su frecuencia trimestral sea consistente con la estimación realizada por la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales (DNCN) del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).

En primer término, se evaluó el estado del arte con respecto a la construcción de indicadores de inversión. Se examinaron diferentes opciones metodológicas, se analizaron los casos en los cuales era factible generar indicadores de mayor frecuencia que la publicada por los organismos de estadísticas oficiales y se revisó la naturaleza de los indicadores de difusión masiva internacionalmente disponibles.

Con el objetivo inicial de replicar el cálculo de la inversión elaborada por la DNCN se seleccionó como método de estimación la de reproducir la metodología contable con que se construye la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) a valores constantes, Base 2004, consistente con lo establecido en el Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008) de Naciones Unidas, adaptándola a la disponibilidad de información pública.

Luego de analizar exhaustivamente la metodología utilizada por la DNCN, se decidió construir un indicador resultante de la agregación ponderada de las categorías componentes de la FBCF de la DNCN<sup>5</sup>.

- Construcciones: Edificios residenciales, no residenciales y obras civiles, (50%).
- Otras construcciones: Construcciones por cuenta propia de los sectores productivos, construcciones agropecuarias y petroleras, (10.1%).
- Maquinaria y Equipo nacional (14.3%) e importada (16.2%).
- Equipo de Transporte nacional (5.4%) e importado (3.4%).
- Formación de Capital en otros activos fijos, que se compone de Investigación y Desarrollo, recursos biológicos cultivados y exploración minera, (0.5%).

Se seleccionaron un conjunto de series que, en términos conceptuales, se entendió ajustaban a la definición de los componentes expuesta en la metodología de la DNCN. Las mismas debían cumplir las siguientes condiciones: ser series de frecuencia mensual, estar disponible para todo el largo de la muestra (desde 2004 en adelante) y ser de disponibilidad pública y gratuita.

El Cuadro 1 ordena las series seleccionadas por cumplir las condiciones requeridas y mostrar el mejor grado de ajuste, tanto en niveles como en tasas y la mayor capacidad predictiva.

El indicador elaborado resulta de la sumatoria de sus componentes y se dio en llamar Indicador Mensual de la Formación Bruta de Capital Fijo–USAL, en adelante, Estimación de la Inversión USAL (EIN – USAL).

---

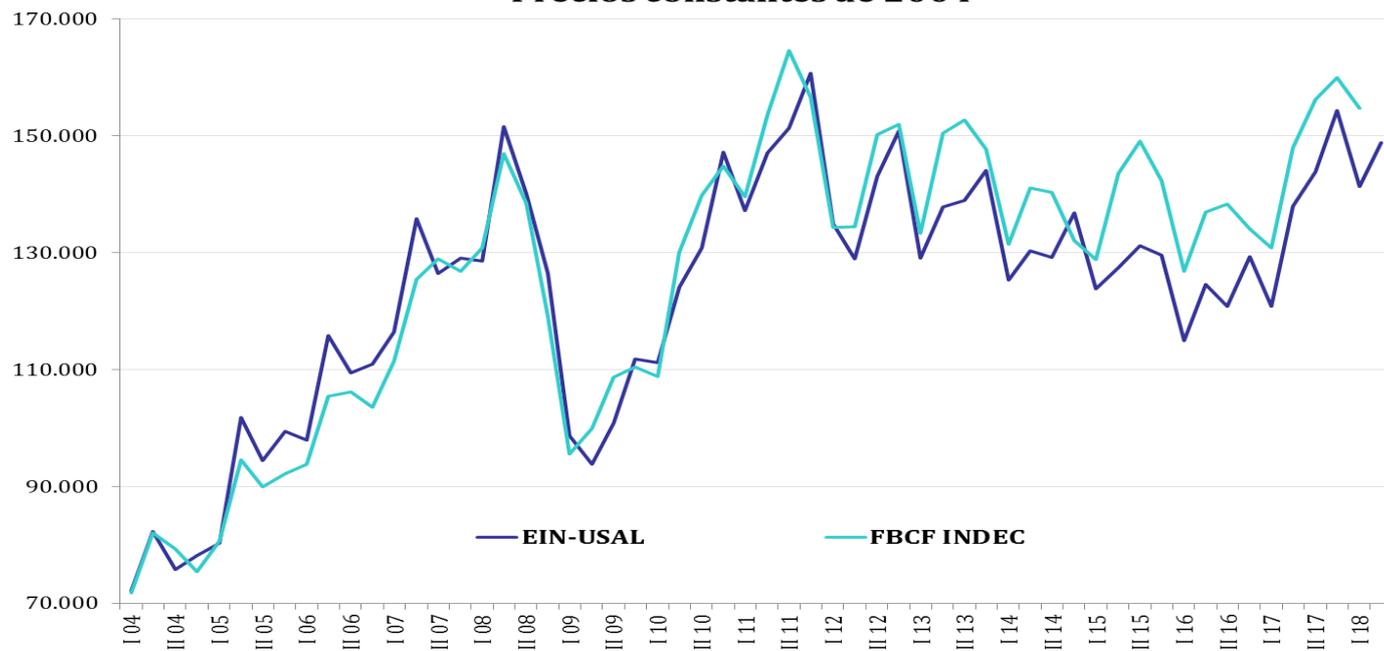
<sup>5</sup> Los ponderadores de los componentes responden a las estimaciones de la DNCN y están expresados entre paréntesis:

**Cuadro 1: Listado de series seleccionadas**

- EMAE Nivel General - INDEC
- EMAE Letra A: Agricultura, ganadería, caza y silvicultura
- EMAE Letra C: Explotación de minas y canteras
- Laminados no planos en caliente CAA
- Despacho nacional de cemento al mercado interno AFCP
- Empleo Construcción EIL MTESS
- Producción nacional utilitarios ADEFA
- Industria Metalmecánica excluida industria automotriz. EMI. Base 2012=100
- Sustancias y productos químicos. EMI. Base 2012=100
- Refinación de petróleo. EMI. Base 2012=100
- Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) base 2004=100, por bloques.
- Insumos de la construcción. ISAC. base 2004=100
- Capítulos del Nomenclador Común del MERCOSUR:
  - 84 Reactores nucleares, calderas, máquinas, aparatos y artefactos mecánicos y partes de estas máquinas o aparatos.
  - 85 Máquinas, aparatos y material eléctrico y sus partes; aparatos de grabación o de reproducción de sonido, aparatos de grabación o de reproducción de imágenes y sonido en televisión, y las partes y accesorios de estos aparatos.
  - 90 Instrumentos y aparatos de óptica, fotografía o cinematografía, de medida, control o precisión; instrumentos y aparatos médicoquirúrgicos; partes y accesorios de estos instrumentos o aparatos
  - 86 Vehículos y material para vías ferreas o similares y sus partes; aparatos mecánicos (incluso electromecánicos) de señalización para vías de comunicación.
  - 87 Vehículos automóviles, tractores, ciclos y demás vehículos terrestres, sus partes y accesorios.
  - 88 Aeronaves, vehículos espaciales y sus partes.
  - 89 Barcos y demás artefactos flotantes.
- Precios Internacionales e Índices de Materias Primas. FMI
- TCN. BCRA.

**GRÁFICO I**

**Estimación de la Formación Bruta de Capital Fijo  
 USAL - INDEC  
 Precios constantes de 2004**



Fuente: elaboración propia

Habiendo obtenido un indicador de la inversión de frecuencia mensual, cuya trimestralización muestra un buen grado de ajuste al estimador de Formación Bruta de Capital Fijo del INDEC, tal cual se observa en el Gráfico 1, se puede avanzar en el análisis de la naturaleza temporal de la serie bajo estudio.

## 2. EIN-USAL: Identificación de patrones temporales

Una serie temporal ( $Y_t$ ) es la integración de los siguientes componentes no observables:

$$Y_t = S_t + TC_t + R$$

Donde:

$S_t$ : fluctuaciones estacionales, frecuencia menor al año.<sup>6</sup>

$TC_t$ : tendencia-ciclo, captura la tendencia de la serie en conjunto con las fluctuaciones asociadas al ciclo económico de frecuencia mayor al año<sup>7</sup>.

$R$ : residuo, errores no explicados por los componentes anteriores.<sup>8</sup>

Actualmente se dispone de numerosos programas que hacen uso de diferentes métodos de análisis para aislar e identificar los patrones temporales que definen el comportamiento de una serie. En cuanto al componente estacional se tiene que los dos métodos de desestacionalización más utilizados por los institutos de estadísticas son el X12-ARIMA y el TRAMO-SEAT<sup>9</sup>.

En el presente trabajo se utiliza el TRAMO-SEAT mediante el programa DEMETRA 2.0. Se procedió a filtrar la serie EIN-USAL, de frecuencia mensual, con datos disponibles desde enero 2004 hasta junio 2018 (174 observaciones). En el Gráfico 2 se observa la serie EIN-USAL (en niveles), su serie desestacionalizada y su tendencia-ciclo.

---

<sup>6</sup> Es atribuida principalmente al efecto sobre las actividades socioeconómicas de las estaciones climatológicas, festividades religiosas (por ejemplo, Navidad) y eventos institucionales con fechas relativamente fijas (por ejemplo, el comienzo del año escolar)

<sup>7</sup> Tendencia: corresponde a variaciones de largo período debidas principalmente a cambios demográficos, tecnológicos e instituciones.

Ciclo: también conocido como ciclo económico, está caracterizado por un comportamiento oscilatorio que comprende de dos a siete años en promedio.

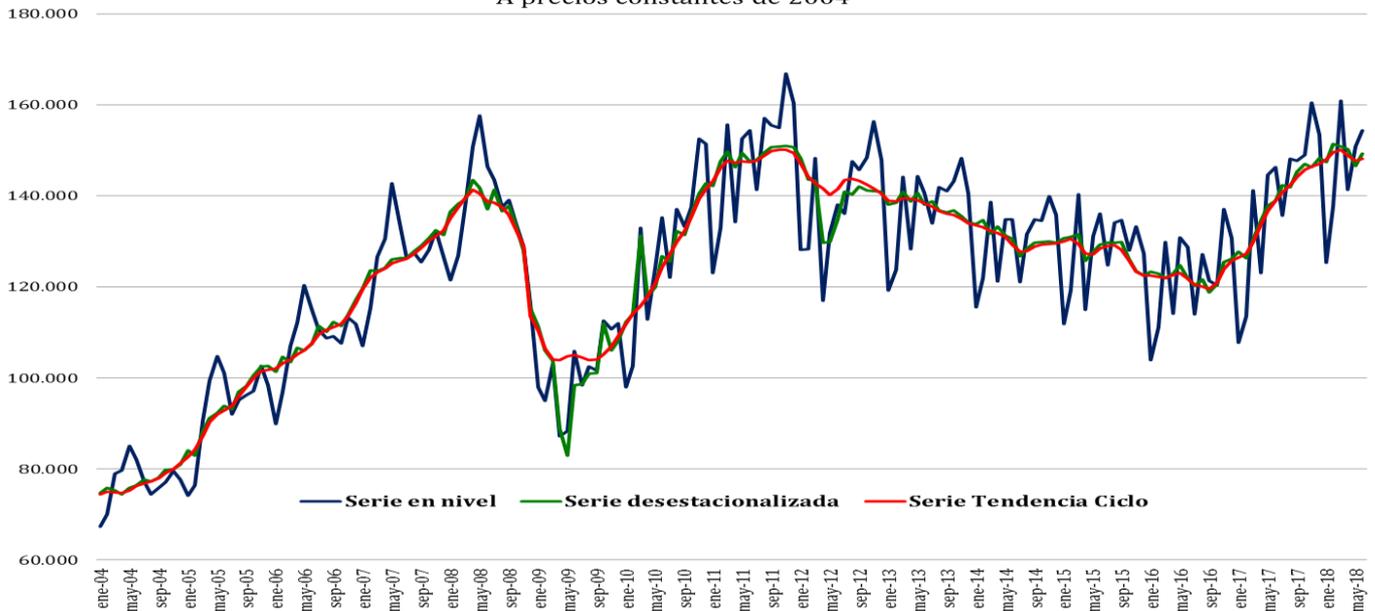
Tendencia – ciclo: como en la práctica resulta muy difícil distinguir la tendencia de la componente cíclica, ambas se combinan en una única componente denominada tendencia-ciclo.

<sup>8</sup> Representa no sólo errores de medición o registro sino también eventos temporarios externos a la serie, que afectan su comportamiento. Además, debe distribuirse como ruido blanco.

<sup>9</sup> El INDEC actualmente utiliza X13-ARIMA-SEAT.

**GRÁFICO 2**

**Estimación de Inversión-USAL**  
 A precios constantes de 2004

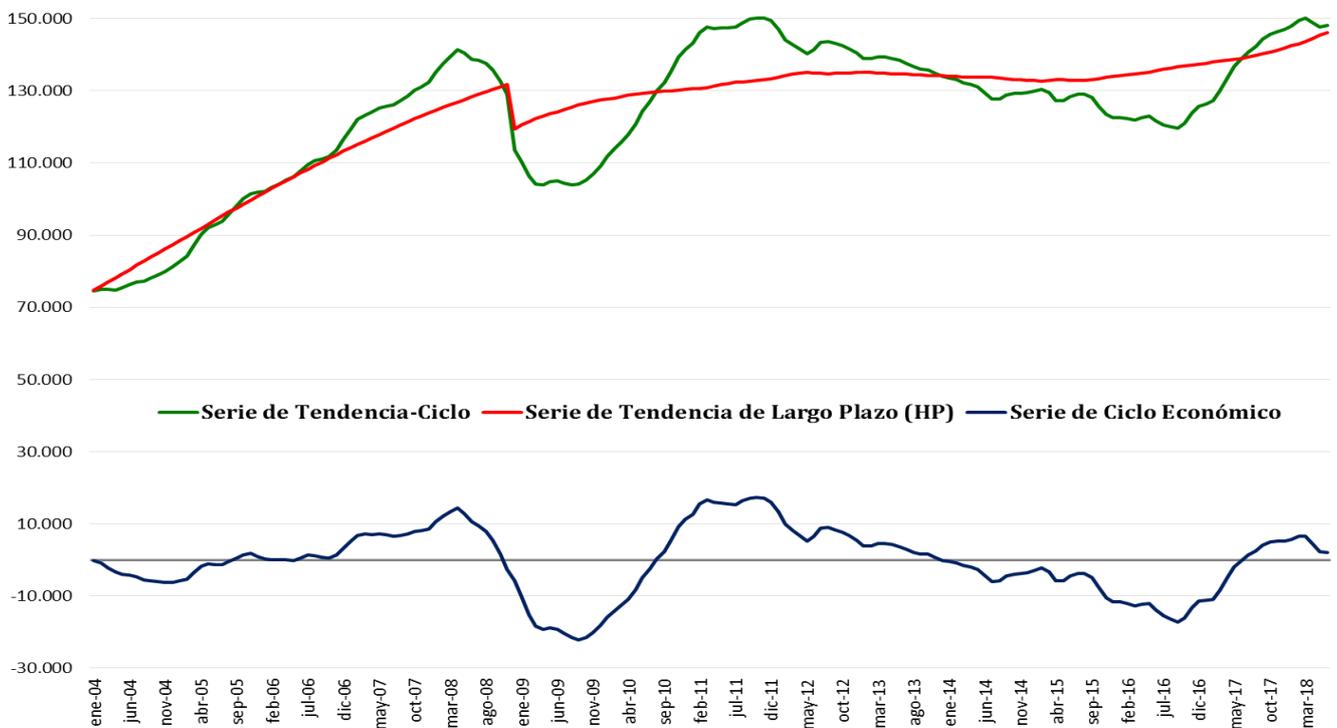


Fuente: elaboración propia

En el Gráfico 3 la serie de tendencia-ciclo se desglosa en sus dos componentes haciendo uso del filtro Hodrick Prescott (HP) para aislar el componente de la tendencia de largo plazo del ciclo económico, entendiendo por este último como aquellas fluctuaciones limpias de las de naturaleza estacional.

**GRÁFICO 3**

**Estimación de Inversión- USAL**  
 A precios constantes de 2004



Fuente: elaboración propia.

De modo simple se observa que la tendencia de largo plazo registra un quiebre en diciembre de 2008 (identificación de un outlier de tipo level shift) que marca un cambio en las tasas de crecimiento de largo plazo.

Este valor extremo o punto de quiebre define que, para la muestra disponible, en término de los factores que inciden sobre el comportamiento de largo plazo de la inversión, se identifican dos etapas de crecimiento: una de fuerte crecimiento y otra de lento crecimiento.

<b>Cuadro 2. Análisis de Tendencia de Largo Plazo</b>	Etapa de Crecimiento rápido	Punto de Quiebre	Etapa de Crecimiento lento
<b>Duración (en meses)</b>	59	LS-Dic 08	115
<b>Tasas Mensual Media del EIN USAL</b>	1,0%		0,2%

La primera etapa tiene una duración de 59 meses y alcanza un nivel máximo en noviembre de 2008, nivel que recién se recupera 31 meses después (junio de 2011). En tanto, **la etapa de crecimiento lento es una fase de larga duración, comprende 115 meses y se extiende hasta el presente.**

#### GRÁFICO 4



Fuente: elaboración propia.

En cuanto al análisis del ciclo de inversión, identificando los ciclos de punto mínimo a punto mínimo, separando la fase expansiva de la recesiva a partir de los puntos máximo, para la muestra disponible, se tiene que: se registran 2 ciclos completos y un ciclo que atraviesa su fase recesiva sin haber alcanzado su punto mínimo.

Cuadro 3	Ciclo	Fase	
	Nov 04-Sep-09	Recuperación nov 04-abril 08	Contracción mayo 08-sep 09
Duración (en meses)	59	42	17
Tasas Mensual Media del EIN USAL	0,4%	1,6%	-2,7%
	Sep-09-Sep-16	Recuperación sep 09- oct 11	Contracción nov 11- sep 16
Duración (en meses)	85	26	59
Tasas Mensual Media del EIN USAL	0,2%	1,7%	-0,5%
	Sep-16-	Recuperación sep 16-febr 18	Contracción mar 18- ...
Duración (en meses)	22	18	...
Tasas Mensual Media del EIN USAL		0,7%	

Fuente: elaboración propia.

El primer ciclo va desde noviembre 2004 a septiembre 2009 (59 meses) con una fase expansiva larga y una recesiva corta pero profunda. El segundo ciclo es sustancialmente más largo que el primero invirtiéndose el patrón anterior: una recuperación marcadamente fuerte y corta<sup>10</sup> y luego una larga fase recesiva hasta septiembre de 2016. El tercer y último ciclo es el que llega a la actualidad. Se inició con una recuperación en una fase más corta que de los ciclos anteriores, a la que siguió una tasa de crecimiento medio mensual inferior a la de las expansiones previas. Luego de alcanzar un máximo en febrero de 2018, ingresó a un período recesivo que ya lleva cuatro meses. Finalmente, cabe observar que la pendiente de la tendencia a largo plazo del EIN-USAL indica que la inversión se encuentra en una fase recesiva, de modo que de no haber cambios en variables externas se espera que se extienda durante algunos meses más.

<sup>10</sup> Entre septiembre de 2009 y marzo 2011 crece a una tasa media promedio de 2.4%, después se estanca durante el segundo y tercer trimestre del 2011 antes de iniciar la desaceleración

INDICADORES

Indicador	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18
<b>Precios</b>													
<b>IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m</b>	1,7%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	2,1%	3,7%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,8%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%	2,1%	2,7%	4,1%	n/d
<b>IPC GBA (INDEC) Var. % m/m</b>	1,7%	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%	2,6%	1,9%	3,9%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,5%	2,2%	2,5%	2,1%	2,6%	4,2%	n/d
<b>IPCBA (CABA) Var. % a/a</b>	22,9%	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%	26,5%	27,2%	29,8%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%	3,0%	2,3%	3,7%	n/d
<b>Indicadores Fiscales</b>													
<b>Ingresos Totales Var. % a/a</b>	28,3%	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%	20,9%	33,0%	36,5%	n/d
<b>Gastos Primarios Var. % a/a</b>	22,9%	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%	14,1%	18,0%	26,8%	n/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
<i>Mediana</i>	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0	25,0	30,0	30,0
<i>Media</i>	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2	33,1	33,3	35,8	32,2
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
<i>Índice</i>	42,5	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8	40,1	36,1	36,0	36,3
<i>Var. % m/m</i>	1,0%	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%	-10,0%	-0,3%	0,8%
<i>Var. % a/a</i>	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%	-21,2%	-14,4%	-14,6%

Indicador	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	
<b>Indicadores de Actividad</b>													
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	4,3%	3,7%	3,4%	4,9%	4,0%	3,0%	4,1%	5,1%	1,4%	-2,7%	-5,8%	n/d	n/d
<i>Var m/ m, sin estacionalidad</i>	-0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%	0,6%	-0,2%	-0,1%	-0,9%	-1,4%	n/d	n/d
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%	6,8%	-4,7%	-31,0%	-35,8%
<i>Var m/ m, con estacionalidad</i>	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%	-8,6%	4,1%	-26,9%	-15,8%
<b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>	5,9%	5,5%	4,2%	4,7%	2,7%	-1,9%	1,9%	8,5%	4,2%	2,1%	-3,3%	-5,0%	n/d
<i>Var t/ t, m/ m, desest.</i>	1,3%	-0,4%	-0,1%	-0,4%	0,9%	-1,3%	1,0%	1,5%	2,4%	-2,0%	-0,8%	0,1%	n/d
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	6,0%	3,7%	5,2%	2,5%	0,9%	0,3%	1,4%	7,2%	3,3%	4,2%	-0,7%	-5,4%	n/d
<i>Var t/ t, m/ m, desest.</i>	1,6%	-1,4%	0,6%	-0,6%	-1,2%	1,4%	0,4%	0,2%	-1,0%	-0,7%	-0,5%	-1,6%	n/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	1,2%	3,4%	-1,2%	-8,1%	n/d
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	19,0%	16,6%	8,3%	14,0%	5,8%	-0,1%	n/d
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%	n/d
<i>Var. % m/ m, desest.</i>	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%	n/d
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,8%	-2,8%	n/d
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
<b>Exportaciones en USD</b>	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	4.767	4.294	5.360	5.178	5.133	5.076	n/d
<i>Var. % a/a</i>	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	11,1%	10,1%	17,4%	6,5%	-6,5%	-1,4%	n/d
<b>Importaciones en USD</b>	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	5.197	5.958	6.102	6.447	5.458	n/d
<i>Var. % a/a</i>	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	26,3%	8,8%	22,7%	6,3%	-7,5%	n/d
<b>Saldo Comercial en USD</b>	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	-969	-903	-598	-924	-1.314	-382	n/d
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	205,5	196,3	198,1	198,7	201,0	200,6	203,1	212,9	217,2	219,0	223,4	210,1	201,8
<i>Var. % a/a</i>	-1,3%	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%	9,3%	13,1%	14,3%	7,6%	-1,8%