

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD DEL SALVADOR

Nº 142 AÑO 14

24 DE AGOSTO DE 2016

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Gustavo Martín

Carola Ramón-Berjano

Héctor Rubini

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ SEGUNDO SEMESTRE: RECESIVO Y A LA ESPERA DE CAMBIOS	2
▪ LLUVIA VERDE	7
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ INCERTIDUMBRE Y CONTROL DE RIESGOS	11
NOTA ESPECIAL	
▪ ASIMETRÍAS EN EL COMERCIO BILATERAL CON CHINA	18
INDICADORES	21

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-4813-5622
<http://fceye.usal.edu.ar>

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del IICE-USAL.

Las opiniones aquí expresadas no representan bajo ningún concepto una posición u opinión de la Facultad o de la Universidad y corresponden exclusivamente a sus autores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador. Se permite la mención de los artículos citando la fuente.

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- El INDEC informó que la tasa de desempleo laboral en el segundo trimestre de 2016 ha sido de 9,3%. El gobierno ha reconocido que la situación del mercado de trabajo es grave, pero no indicaría una tendencia permanente. Las bajas tasas de desocupación informadas por el gobierno anterior habrían resultado de una subestimación de la Población Económica Activa.

LO IMPORTANTE

- La Corte Suprema de Justicia suspendió la suba de tarifas de gas natural de consumo residencial, forzando al Gobierno a convocar para las audiencias públicas con representantes de consumidores que prevé la legislación vigente. La Corte ha ordenado ajustes graduales, los que se aplicarían a partir de octubre y noviembre, con inevitable impacto en costos de producción y en los precios de bienes y servicios.

LO QUE HAY QUE SABER

- La recesión ha contribuido a desacelerar la inflación, pero el escenario de estanflación se mantiene sin cambios. La lluvia de inversiones extranjeras directas es mínima, y prevalece un clima de persistente incertidumbre sobre el rumbo de la economía real y de los conflictos distributivos.
- En lo que va del año, la cuenta capital del sector público fue la mayor beneficiaria de la entrada de capitales extranjeros (US\$ 20.212 M) mientras que la del sector privado no financiero experimentó salidas por US\$ 2.549 M. No obstante, dado el cambio de contexto se evidencian nuevas inversiones directas de no residentes que bien podrían ir en aumento de mediar las condiciones adecuadas.
- El comercio bilateral entre Argentina y China se ha incrementado notablemente en los últimos años, pero presenta grandes asimetrías. El 89% de nuestras exportaciones a China son agrícolas, dentro de las cuales el complejo sojero constituye el 85%. La agregación de valor y diversificación de nuestras exportaciones es por tanto vital para sostener y fortalecer la relación comercial con la República Popular China.
- Los datos laborales de julio en EE.UU. evidencian que la creación de empleo sigue a paso firme, así como un repunte en la suba salarial. Dado que las expectativas inflacionarias se mantienen estables, la elevada incertidumbre que persiste en la economía global lleva a que varios gobernadores de la Fed prefieran concentrarse en el “control de riesgos” en la conducción de la política monetaria. Esto implica una trayectoria de menores ajustes de la tasa de Fondos Federales que en ciclos anteriores.

LO QUE VIENE

- Probable reactivación de proyectos de obras públicas a partir del mes próximo.
- Presentación del proyecto de Ley de Presupuesto 2017 ante el Congreso Nacional a mediados de septiembre próximo.
- El BCRA anunciaría formalmente el régimen de “metas de inflación” que aplicaría a partir de enero de 2017.
- Inicio de las audiencias públicas previas a la corrección de los ajustes de tarifas de gas natural y electricidad.
- Comienza el juicio político a la suspendida presidente Dilma Rousseff. La expectativa general es que sería destituida la semana próxima.
- Inicio de la etapa final de la campaña para las elecciones presidenciales en Estados Unidos en el mes de noviembre. Con escaso margen, la favorita en la mayoría de las encuestas es la candidata del Partido Demócrata, Hillary Clinton.

PANORAMA DE ARGENTINA

SEGUNDO SEMESTRE: RECESIVO Y A LA ESPERA DE CAMBIOS

Héctor Rubini

La recesión ha contribuido a desacelerar la inflación, pero el escenario de estanflación se mantiene sin cambios. La lluvia de inversiones extranjeras directas es mínima, y prevalece un clima de persistente incertidumbre sobre el rumbo de la economía real y de los conflictos distributivos.

1. *Escenario político: complicándose.*

El segundo semestre transcurre sin cambios significativos. La economía real no muestra signos de reacción positiva. Por el contrario, la mayoría de los indicadores de producción y ventas siguen mostrando variaciones interanuales negativas, y empresas de varios sectores empiezan a formular quejas sobre síntomas de una incipiente apertura importadora (lácteos, chacinados, frutas, hortalizas, bebidas alcohólicas, muebles) que en varias actividades profundizarían la baja de actividad, y la reducción de empleo de mano de obra, vía suspensiones y despidos de personal.

En materia política el gobierno mantiene el liderazgo en las encuestas de opinión. Si bien es sumamente lento el avance de las acciones judiciales e investigaciones a funcionarios del gobierno anterior, se sigue engrosando la lista de procesados e imputados bajo sospecha de ser partícipes o copartícipes de hechos de corrupción. Sin embargo, el caso de mayor impacto económico probablemente sea la investigación de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) detallada la semana pasada por su titular Alberto Abad, el entonces Director de la Administración Nacional de Aduanas, Juan José Gómez Centurión¹ y el subdirector de Control Aduanero Pablo Allievi. **Se trata de inconsistencias sospechosas en operaciones de importación autorizadas entre 2012 y 2015 con Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI) por U\$S 14.471 M que permitieron a casi 17.500 empresas realizar importaciones no justificadas, o bien no documentadas, e incluso inexistentes.** En concreto se las sospecha de haber obtenido dólares para girarlos al exterior contra mercadería que jamás se importaron, giros de divisas por monto superior al correspondiente a las mercaderías ingresadas, varios pagos al exterior con la misma DJAI, uso de empresas “fantasma” y contrabando. Las investigaciones se extenderán a varios bancos a través de los cuales las divisas habrían sido transferidas por las empresas sospechadas. De ahí que en algún momento serían citados a declarar ex funcionarios de la Secretaría de Comercio, de bancos privados, de la Unidad de Información Financiera (UIF) y del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Sin embargo, la principal preocupación para el Ejecutivo fue el fallo de la Corte Suprema que suspendió los ajustes a las tarifas de gas natural residencial. El martes 16 de agosto el ministro de Energía y Minería Juan José Aranguren soportó una extensa interpelación en la Cámara de Diputados, y el jueves 18 la Corte Suprema emitió un fallo unánime que obliga al Poder Ejecutivo a suspender y también a retrotraer las subas tarifarias aplicadas este año sobre usuarios residenciales a los niveles de marzo pasado. Los puntos fundamentales del fallo de la Corte Suprema son los siguientes:

- a) declara la nulidad de las Resoluciones 28 y 31 del Ministerio de Energía y Minería, que estableció nuevos cuadros tarifarios para el gas natural residencial a partir de abril pasado;
- b) resulta ilegítima la pretensión de que un régimen tarifario se mantenga inalterado a lo largo del tiempo si las circunstancias imponen su modificación, ya que ello implicaría que la Administración renunciara ilegítimamente a su prerrogativa de control de la evolución de las tarifas y, en su caso, de la necesidad de su modificación;
- c) las decisiones adoptadas por el Ministerio de Energía y Minería no han respetado el derecho a la participación de los usuarios bajo la forma de audiencia pública previa, lo que significa **que violó con su procedimiento lo previsto en el art. 42º de la Constitución Nacional y la ley 24.076 de 1992.**
- d) las asociaciones de usuarios y consumidores se encuentran legitimados para iniciar acciones colectivas relativas a derechos de incidencia colectiva referentes a intereses individuales homogéneos, incluso de

¹ Gómez Centurión, Allievi y otros tres funcionarios de la Dirección General de Aduanas han sido suspendidos ante denuncias en su contra presentadas en sede judicial por el Ministerio de Seguridad.

- naturaleza patrimonial, siempre que demuestren: la existencia de un hecho único susceptible de ocasionar una lesión a una pluralidad de sujetos; que la pretensión esté concentrada en los “efectos comunes” para toda la clase involucrada; y que de no reconocerse la legitimación procesal podría comprometerse seriamente el acceso a la justicia de los integrantes del colectivo cuya representación se pretende asumir”;
- e) dispuso que es obligatoria la convocatoria a audiencias públicas para la fijación del precio mayorista del gas natural -precio en el “punto de ingreso al sistema de transporte”, (PIST)- dado que a partir del Decreto 181/2004 y normas posteriores, la producción y comercialización de gas no están sujetas a las fuerzas de la oferta y demanda. Por lo tanto, al fijarse el precio mayorista entre el Estado y los productores del gas natural, la Corte dispuso que el precio del PIST se analice junto a la revisión de tarifas al consumidor, previa convocatoria de una audiencia pública;
 - f) notifica al Congreso Nacional la necesidad de dar cobertura al cargo de Defensor del Pueblo de la Nación, vacante desde hace seis años;
 - g) todo reajuste tarifario, **debe** incorporar como condición de validez jurídica el **criterio de gradualidad**... la aplicación de dicho criterio permitiría la recuperación del retraso invocado y, a la vez, favorecería la previsión de los usuarios dentro de la programación económica individual o familiar;
 - h) el Estado **debe** velar por la continuidad, universalidad y accesibilidad de los servicios públicos, ponderando la realidad económico social concreta de los afectados por la decisión tarifaria con especial atención a los sectores más vulnerables, y evitando, de esta forma, el perjuicio social provocado por la **exclusión de numerosos usuarios de dichos servicios esenciales como consecuencia de una tarifa que, por su elevada cuantía, pudiera calificarse de “confiscatoria”, en tanto detraiga de manera irrazonable una proporción excesiva de los ingresos del grupo familiar a considerar.**

En definitiva, el fallo lleva a lo siguiente: **a) suspender hasta nueva resolución los ajustes aplicados, b) obligar al Poder Ejecutivo a instrumentar audiencias públicas previo a todo futuro ajuste, c) postergación de inversiones en el sector, y d) acciones judiciales de usuarios no residenciales por los recientes ajustes de tarifas de gas, electricidad y agua, que conduzcan a fallos de la Corte análogos al de la semana pasada.**

El futuro sendero de las tarifas públicas ingresa ahora a un escenario de mayor incertidumbre que el Poder Ejecutivo deberá reducir al mínimo. Caso contrario, el deterioro heredado de las redes de distribución y los cortes de suministro, aun con subsidios estatales, van a continuar sin cambios. Adicionalmente, la Corte deja en el Ejecutivo el diseño de las nuevas tarifas que deberían atenerse a los límites fijados por el máximo organismo judicial, pero estos son en extremo imprecisos: a) ¿a partir de qué nivel crítico un nivel dado de tarifas es “confiscatorio” según la Corte?, b) ¿qué sería una detracción “irrazonable” de una proporción “excesiva” de ingresos?, ¿“excesiva” respecto de qué nivel?, d) ¿cuál es el criterio de “razonabilidad” de la Corte Suprema?, ¿cambiaría ese límite con una nueva Corte Suprema, frente a futuros reclamos de empresas del sector?

Es irrenunciable hoy abordar el desafío de desmontar un régimen ineficiente que condujo a nuestro país al desabastecimiento energético crónico, pero ello **exige el cuidadoso análisis de la legislación preexistente. El fallo de la Corte se focaliza fundamentalmente en la violación de normas y de una reforma constitucional de más de 20 años atrás. Haber omitido este “detalle” no ha sido un pequeño desliz, y puede tener futuras consecuencias para posteriores intentos de reformas estructurales de cierta profundidad.** Una experiencia a reconsiderar es lo que debió soportar el gobierno de Alfonsín luego del fracaso de la llamada “Ley Mucci” de desregulación laboral parcial a pocos meses de iniciada su gestión...

Mientras tanto, ya han pasado casi dos meses del “segundo semestre” y no se observa ninguna “lluvia” de capitales privados bajo la forma de Inversión Extranjera Directa. La obra pública sigue sin arrancar y el desinfe de la inversión, sumado al efecto impacto negativo de la inflación sobre el ingreso disponible y las expectativas sigue enfriando la demanda de bienes. Sin novedades positivas por el lado de Brasil, tanto familias como empresas parecieran coordinar expectativas hacia una continuidad de la estancflación al menos hasta el próximo verano. No es el sector público, sino el sector privado el que percibe un escenario de baja demanda y actividad. **El malhumor seguirá en aumento hasta que las medidas de alivio fiscal de los últimos meses se traduzcan en cierta mejora general del ingreso disponible, se reduzcan de manera sostenida las expectativas de inflación, y se observe una recuperación de la demanda laboral.**

En el IEM de agosto del año pasado habíamos observado los senderos factibles de reforma para este año, y lo que se esperaba de los candidatos a Presidente². A continuación, se presenta una comparación entre lo que se esperaba del entonces candidato Macri, nuestra visión, y la realidad ex-post:

CUADRO 1. REFORMAS ESPERADAS EN AGOSTO DE 2015 VS. REALIDAD OBSERVADA EN AGOSTO DE 2016.

	Área de potenciales reformas	Expectativas en agosto de 2015 de cambios de política a partir de los discursos de Mauricio Macri y de sus asesores económicos	Dinámica de reformas que se consideraron más probables en el IEM de agosto de 2015	Realidad ex post con Macri presidente. Agosto de 2015
1	Sistema Estadístico Nacional	¿?	Reforma de shock	Reforma inicial de shock, con reformas graduales que se completarán recién en varios años.
2	Gasto público	Reducción desde 2016, en sendero gradual	Reducción desde 2016, en sendero gradual	Sin reducción alguna
3	Presión tributaria	Reducción desde 2016, en sendero gradual	Reducción desde 2016, en sendero gradual	Reducción selectiva, muy gradual
4	Controles de capitales	Liberación de shock	Liberación de shock	Liberación de shock
5	Controles de cambios	Liberación de shock	Eliminación gradual pero rápida (no más de 6 meses)	Eliminación inicial de shock. El "cepo cambiario" desapareció por completo el 08/08/16 con la Com. "A" 6037 del BCRA.
6	Devaluación de la moneda	Inmediata, de shock, y adopción de flotación libre	Factible de inmediato, pero con un programa de metas fiscales y monetarias creíbles	Inmediata, de shock, con flotación administrada. Se acompañó con metas fiscales que perdieron credibilidad en el segundo trimestre del año. El BCRA seguirá metas de inflación recién en 2017.
7	Restitución de la autonomía del BCRA	Reforma de shock	Reforma de shock	La Carta Orgánica del BCRA se mantiene sin cambios
8	Abandono del alineamiento con Venezuela e Irán. Normalización de relaciones con los países desarrollados. Reactivación del MERCOSUR	Mejora relaciones con países desarrollados, sin definiciones precisas respecto de MERCOSUR.	Inmediata	Inmediata. Luego de cierta ambivalencia el gobierno apoya la postura contraria a que Venezuela asuma unilateralmente la presidencia pro-tempore del bloque.
9	Eliminación de trabas y controles cuantitativos al comercio exterior	Inmediata, pero de evolución gradual	Inmediata, pero de evolución gradual	Inmediata, pero de evolución gradual
10	Incentivo a las inversiones extranjeras	Reforma de shock	Reforma de shock	No hay programas especiales de incentivos fiscales ni crediticios para inversiones extranjeras.
11	Deuda en default	Inmediata, pero de evolución gradual	Gradual	Inmediata.
12	Actualización de tarifas públicas	Inmediata, pero de evolución gradual	Inmediata, pero de evolución gradual	Inmediata, gradual, pero desordenada. La Corte Suprema ha ordenado que sea gradual.
13	Política de energía y combustibles	Cambios parciales. YPF seguiría siendo estatal	Inmediata, pero de evolución gradual	Se anunció la emergencia energética, pero la política integral de energía y combustibles no ha sido anunciada ni publicada. YPF sigue siendo estatal.
14	Controles de precios y comercializ. interna	¿?	Eliminación inmediata, pero de evolución gradual	Se eliminaron controles al comercio exterior. Se espera un avance gradual hacia la liberación de precios, con los límites relacionados con la defensa de la competencia y de los consumidores.
15	Revisión/reversión de estatizaciones	Pocos anuncios. Aerolíneas Argentinas seguiría siendo estatal	Inmediata, pero de evolución gradual	Inmediata, pero de evolución gradual
16	Política laboral	¿?	Gradual	Gradual
17	Sistema educativo	¿?	Gradual	No hay ni se espera ninguna reforma relevante al menos en el corto plazo.
18	Sistema previsional	¿?	Gradual	Se reconocieron deudas por ajustes a jubilados. Se mantiene el régimen de reparto.

Fuente: IICE-USAL, en base a información de medios periodísticos y Cuadro N° 1 de Rubini, H. (2015), op. cit.

² La base es el Cuadro N° 1 de Rubini, H. (2015): "Incertidumbre Electoral y Escasez de Dólares", en *IEM N° 132*, págs. 2-4. IICE-USAL, agosto de 2015.

La realidad indica que el sendero de reformas de la actual administración puede ser más o menos gradual que lo esperado en algunos aspectos, pero no se alejó demasiado de lo esperado antes de la elección presidencial del año pasado.

2. *Macroeconomía del 2º semestre: recesiva y esperando cambios...*

Si bien se observa un giro hacia la baja de la inflación en los últimos dos meses, que podría fortalecerse con un transitorio impasse en las subas de tarifas públicas, lo que preocupa sin embargo es la volatilidad de precios relativos, que no cedería al menos hasta mediados del año próximo, y la caída en el nivel de actividad y de empleo.

La volatilidad de precios al consumidor, en particular de productos frescos, no significó una mejora en los precios al productor, que en varios casos son notablemente inferiores a los que paga el consumidor en comercios minoristas. El siguiente cuadro en base a información difundida días atrás por la Coordinadora Argentina de la Mediana Empresa (CAME) muestra fuertes diferencias en los incrementos de precios acumulados entre diciembre de 2015 y junio de 2016, además del contraste entre los precios pagados a los productores y los abonados por los consumidores en comercios minoristas:

CUADRO 2: PRECIOS DE ALIMENTOS FRESCOS AL PRODUCTOR Y AL CONSUMIDOR A FIN DE JUNIO DE 2016 Y VARIACIÓN ACUMULADA DEL PRECIO AL PRODUCTOR EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2016.

Producto	Precio origen (al productor)	Precio destino (al consumidor final)	(b) / (a)	Variación acum. % del precio de origen - 1er semestre 2016-
	\$ / kg. (a)	\$ / kg. (b)		
Pimiento rojo	51,7	112,3	217,2%	580,3%
Papa	5,9	11,4	193,2%	293,3%
Repollo	11,0	29,2	265,5%	292,9%
Frutilla	45,0	91,9	204,2%	275,0%
Lechuga	16,3	41,0	251,5%	270,5%
Berenjena	15,0	62,1	414,0%	240,9%
Acelga	8,0	29,2	365,0%	233,3%
Tomates	9,0	32,1	356,7%	233,3%
Cebolla	6,8	15,1	222,1%	223,8%
Pera	2,1	23,5	1119,0%	110,0%
Ajo (\$/cabeza)	2,3	10,6	460,9%	109,1%
Manzana roja	3,0	28,1	936,7%	100,0%
Leche (\$ / lt.)	4,2	19,3	459,5%	68,0%
Arroz	3,0	18,6	620,0%	66,7%
Calabaza	7,3	19,9	272,6%	58,7%
Aceite de Oliva extra virgen (\$ / lt.)	46,8	176,6	377,4%	4,0%
Broccoli	8,1	44,9	554,3%	-19,0%
Naranja	1,7	13,0	764,7%	-29,2%
Mandarina	1,4	14,8	1057,1%	-57,6%
Limón	1,5	16,3	1086,7%	-75,0%

Fuente: IICE-USAL, en base a información de CAME.

A pesar de estas variaciones y cierto “ruido” mediático por el aumento transitorio del precio de algunas marcas de aceite de girasol, los índices provinciales de precios al consumidor muestran en general una tendencia descendente, y junto al IPC del INDEC parecieran converger al objetivo oficial de una inflación mensual de 1% o menos antes de fin de

año. Sin embargo, lo que empieza a preocupar más es la persistente recesión, sin síntomas de recuperación a la vista.

CUADRO 3: INDICADORES DE ACTIVIDAD, PRECIOS Y COMERCIO EXTERIOR.

Variable		Última obs.	1 año atrás	(a) - (b)	Observaciones
		2016			
		(a)	(b)		
Utilización % de capacidad instalada en la industria manufacturera	Nivel a junio de 2016	64,9	71,0	-6,1	El 71,3% de las empresas encuestadas no espera cambios en el tercer trimestre respecto de igual período de 2015. El 20,3% anticipa una caída y 8,7% una suba.
Estimador Mensual Industrial (EMI) de actividad en la industria manufacturera (Var. %)	Var. Interanual junio 2016	-6,4	0,9	-7,3	
	Var. acum. Ene-junio 2016 vs. Ene-junio 2015	-3,3	-1,2	-2,1	
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) (Var. %)	Var. Interanual junio 2016	-19,6	16,0	-35,6	
	Var. acum. Ene-junio 2016 vs. Ene-junio 2015	-12,4	7,7	-20,1	
Ventas centros de compra (Var. %)	Var. Interanual mayo 2016	20,7	22,6	-1,9	Ajustado por IPC Ciudad de Bs. Aires en términos reales se observó una caída interanual de 17,2%
	Var. acum. Ene-mayo 2016 vs. Ene-mayo 2015	27,2	31,0	-3,8	
Ventas supermercados (Var. %)	Var. Interanual mayo 2016	24,7	26,2	-1,5	Ajustado por IPC Ciudad de Bs. Aires en términos reales se observó una caída interanual de 19,7%
	Var. acum. Ene-mayo 2016 vs. Ene-mayo 2015	27,1	29,3	-2,2	
				Var. %	
IPC Ciudad de Buenos Aires	Nivel mayo	340,1	235,5	44,4%	
	Nivel junio	351,1	238,7	47,1%	
Exportaciones (U\$S Millones)	Nivel mayo	5.347,0	5.205,0	2,7%	
	Nivel junio	5.261,0	6.046,0	-13,0%	
	Acumulado enero-junio	27.735,0	28.463,0	-2,6%	
Importaciones (U\$S Millones)	Nivel mayo	4.904,0	4.992,0	-1,8%	
	Nivel junio	5.135,0	5.760,0	-10,9%	
	Acumulado enero-junio	27.256,0	28.946,0	-5,8%	
Balanza Comercial (U\$S Millones)	Acumulado enero-junio	479,0	-483,0	-199,2%	

Fuente: IICE-USAL, en base a información de INDEC y de la Dirección General de Estadística y Censos del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires.

Este cuadro se completa con una tasa de desempleo promedio nacional que de acuerdo al INDEC en el segundo trimestre del año ha subido a **9,3%**, y a valores aún mayores en el **Gran Rosario (11,7%)**, **Mar del Plata (11,6%)**, **Gran Córdoba (11,5%)**, **partidos del Gran Buenos Aires (11,2%)** y **Río Cuarto (10,5%)**. Los indicadores superan de manera significativa a los publicados por el INDEC en los últimos 6-8 años. Sin embargo, las bajas tasas registradas en ese período habrían reflejado una notoria subestimación de la población económica activa, y una sobreestimación de la población inactiva o “desalentada”, sin ocupación ni búsqueda activa de empleo. De todas formas, el panorama es inequívoco: indica precarización laboral y destrucción de puestos de trabajo, manteniéndose sin reversión el empobrecimiento de cada vez más familias que desde 2014 viene reflejando el Observatorio Social de la Universidad Católica Argentina.

En suma, el escenario actual, de una inequívoca recesión (ya no estancamiento), con inflación y una situación muy complicada en materia laboral. Un escenario bastante negativo que tendrá que revertir la actual administración sin demora, y minimizando la conflictividad social emergente.

LLUVIA VERDE

Gustavo Martín

En lo que va del año, la cuenta capital del sector público fue la mayor beneficiaria de la entrada de capitales extranjeros (US\$ 20.212 M) mientras que la del sector privado no financiero experimentó salidas por US\$ 2.549 M. No obstante, dado el cambio de contexto se evidencian nuevas inversiones directas de no residentes que bien podrían ir en aumento de mediar las condiciones adecuadas.

1. Introducción

Según el BCRA el segundo trimestre de 2016 el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) finalizó con un superávit de US\$ 1.744 M revirtiendo el déficit de US\$ 1.479 M del primer trimestre. Así, el semestre marcó un superávit de US\$ 265 M. Por su parte, la Cuenta Corriente del Balance Cambiario marcó un déficit de US\$ 8.578 M en los primeros seis meses del año, compensado por el superávit de US\$ 13.126 M de la Cuenta Capital del balance en el mismo período, lo que derivó en una acumulación de Reservas Internacionales por US\$ 4.548 M.

2. La Cuenta Corriente

Los principales factores que determinaron el resultado de la Cuenta Corriente (- US\$ 8.578 M) fueron:

1. La liberación definitiva del cepo cambiario³ que permitió el pago de las deudas por importaciones anteriores a 6 de diciembre del año pasado;
2. La ampliación a 365 días para liquidar las exportaciones;
3. Los pagos de intereses retenidos de los Bonos Discount, Par y Global (legislación internacional) por US\$ 2.700 M en abril.

CUADRO 4: BALANCE CAMBIARIO – EN MILLONES DE US\$

	2015			2016			Var. % i.a.
	I Trim	II Trim	I Sem	I Trim	II Trim	I Sem	
Cuenta Corriente cambiaria	-1.831	-315	-2.146	-8	-8.570	-8.578	300%
Balance transferencias por mercancías	1.694	3.404	5.098	3.310	2.464	5.774	13%
Servicios	-2.022	-1.654	-3.676	-2.198	-2.551	-4.749	29%
Rentas	-1.546	-2.082	-3.628	-1.194	-8.601	-9.795	170%
Otras transferencias corrientes	43	17	60	75	117	192	220%

Fuente: IICE-USAL en base a datos del BCRA.

En lo que respecta a los saldos de los rubros dentro de la Cuenta Corriente, el movimiento de mercancías y de otras rentas fueron las únicas cuentas en marcar un superávit en lo que va del año de US\$ 5.774 M y US\$ 192 M respectivamente. Si bien el resultado del comercio fue superior al del año pasado (13,3% i.a.) ello se debió mayormente a una caída más pronunciada de las importaciones (-5,8%) que de las exportaciones (-2,7%).

Cabe destacar que, dentro de los movimientos de mercancías, el sector de oleaginosas, aceites y cereales liquidó cobros por exportaciones de bienes durante el primer semestre del año por US\$ 15.114 M. Ello se produjo en el marco

³ Ver Comunicación "A" 5850 del BCRA, Resolución 91/2016 de la Secretaría de Comercio del Ministerio de Producción y Comunicación "A" 6003 del BCRA.

de las medidas adoptadas desde diciembre de 2015 con impacto directo en el sector agroexportador que impulsaron las ventas de inventarios. De esta manera, este sector registró un incremento de 18% en términos interanuales en sus liquidaciones durante el primer semestre del año, en particular gracias al aumento interanual de casi 70% del primer trimestre. El resto de los cobros por exportaciones totalizaron unos US\$ 14.875 M en el semestre. Los movimientos más relevantes fueron en las ventas de alimentos y bebidas (US\$ 3.605 M; 2,2% i.a.), y de la industria automotriz (US\$ 2.487 M; -33,5% i.a.).

En lo que se refiere al pago de las importaciones (US\$ 24.215 M), el resultado del semestre estuvo fuertemente influenciado por la liberación de pagos anteriormente mencionada. Asimismo, los principales rubros que impactaron en la salida de dólares fueron la industria automotriz (US\$ 5.642 M; 23% del total), la industria química (US\$ 3.802; 16% del total) y las importaciones de energía (US\$ 1.056 M; 4% del total). Para lo que resta del año, la encuesta realizada por Latin Focus muestra que el consenso de los participantes espera que el balance comercial cierre en US\$ 0,6 M es decir que en términos relativos el flujo de importaciones se incrementaría respecto de las exportaciones.

Los egresos netos por operaciones registradas en concepto de servicios se incrementaron un 29% en términos interanuales, totalizando US\$ 4.749 M en el segundo semestre de 2016. Este resultado se explicó por la cuenta turismo y viajes y pasajes con un saldo de US\$ 4.250 M, regalías por US\$ 461 millones, y fletes y seguros por unos US\$ 669 millones. Estas salidas fueron parcialmente compensadas por los ingresos netos por servicios empresariales, profesionales y técnicos por alrededor de US\$ 1.333 M.

En lo que se refiere a las rentas, durante el primer semestre de 2016, los movimientos resultaron en una salida neta por US\$ 9.795 M. Los pagos netos de intereses ascendieron a US\$ 8.345 M mientras que los giros netos de utilidades y dividendos y otras rentas sumaron US\$ 1.450 M.

CUADRO 5: BALANCE CAMBIARIO: RENTAS – EN MILLONES DE US\$

	2015			2016			Var. % i.a.
	I Trim	II Trim	I Sem	I Trim	II Trim	I Sem	
Rentas	-1.546	-2.082	-3.628	-1.194	-8.601	-9.795	170%
Intereses	-1.494	-2.027	-3.521	-852	-7.493	-8.345	137%
Ingresos	278	415	692	106	699	805	16%
Egresos	1.772	2.442	4.213	958	8.192	9.150	117%
Pagos de intereses al Fondo Monetario Internacional	0,40	0,00	0,40	0,40	0,50	0,90	125%
Pagos de intereses a otros Org. Int. y otros bilaterales	148	384	532	233	568	801	51%
Otros pagos de intereses	467	395	862	455	546	1.001	16%
Otros pagos del Gobierno Nacional	1.157	1.662	2.819	270	7.078	7.347	161%
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-51	-55	-107	-342	-1.108	-1.450	1.261%
Ingresos	4	3	7	5	11	16	134%
Egresos	55	58	113	347	1.119	1.466	1.194%

Fuente: IICE-USAL en base a datos del BCRA.

El grueso del pago de intereses (US\$ 9.150 M) corresponde al sector público y BCRA⁴ (unos USD 8.500 M). Por su parte, el sector privado realizó pagos por unos US\$ 690 M en lo que va del año que, según el informe del BCRA, más del 90% fue pagado con acceso al mercado de cambios.

⁴ El BCRA hace esta distinción en su informe de Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y de Balance Cambiario.

3. La Cuenta Capital y Financiera

En el primer semestre de 2016, se registró un superávit en la Cuenta Capital y Financiera del balance cambiario de US\$ 13.126 M (US\$ 3.483 M en el primer trimestre y US\$ 9.644 M en el segundo), producto principalmente de ingresos netos tanto del sector público por US\$ 20.212 M y del sector financiero por US\$ 345 M. En tanto el sector privado no financiero arrojó un déficit de US\$ 2.549 millones. Completan el saldo de la Cuenta Capital y Financiera salidas en el rubro otros movimientos por US\$ 4.881 M.

Dentro de las operaciones del sector público durante el primer semestre se destacan:

1. la concertación de un pase pasivo del BCRA con bancos de primera línea, por US\$ 5.000 M (recientemente cancelado por el BCRA);
2. la emisión en el exterior de títulos en moneda extranjera por US\$ 5.850 M de gobiernos locales;
3. los ingresos de emisiones tanto en el exterior como locales de títulos y letras del Gobierno Nacional por unos US\$ 18.400 M, principalmente vinculadas al pago del acuerdo con los tenedores en litigio, y de gobiernos locales por unos US\$ 3.200 M (los bonos Discount, Par y Global que fueron pagados en abril de este año);
4. el pago del vencimiento de una cuota de capital con el Club de París por unos US\$ 1.400 M.

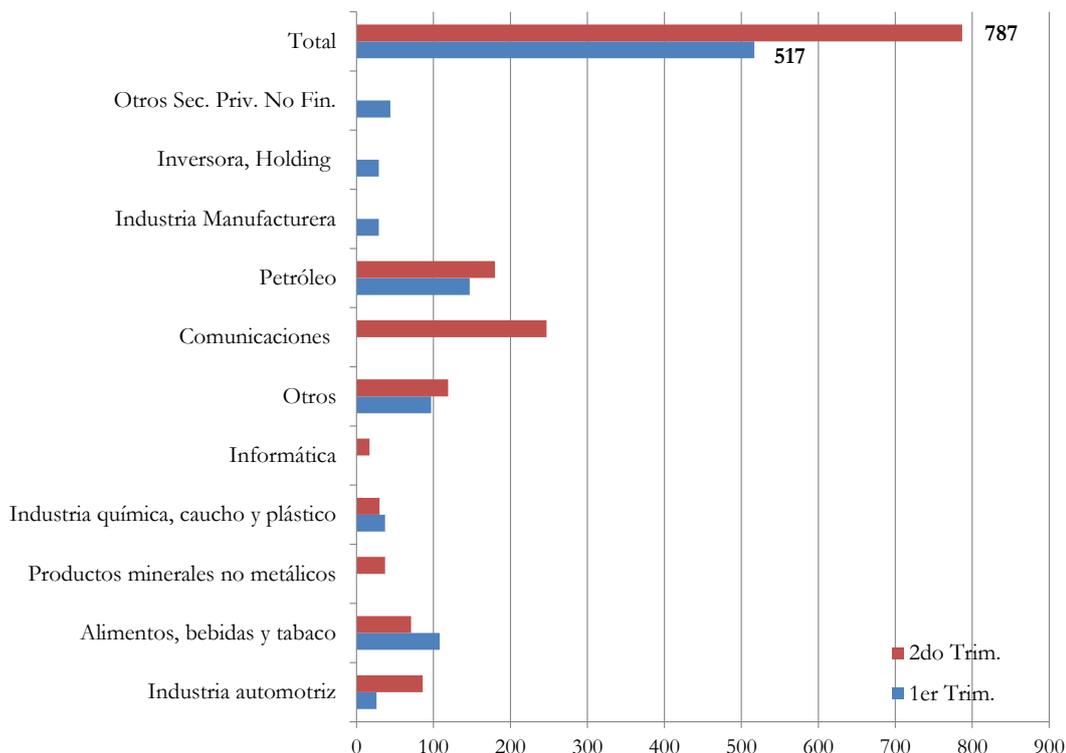
El déficit del sector privado no financiero (US\$ 2.549 M) durante el primer semestre se debió a la formación neta de activos externos por US\$ 5.996 M (mayormente compra de dólares para atesoramiento), a la demanda neta de moneda extranjera por la operatoria con títulos valores por unos US\$ 365 M y de los egresos netos por la cancelación neta de préstamos financieros por unos US\$ 206 millones (incluye el uso de tarjetas de crédito en el exterior).

Las inversiones (netas) de no residentes en el país, totalizaron US\$ 2.160 M en los primeros seis meses del año de los cuales US\$ 1.290 (59,7%) son inversiones directas y los restantes US\$ 869 M (40,3%) son inversiones en cartera. Los ingresos de inversiones durante el primer semestre del año se concentraron mayormente en los sectores del petróleo con US\$ 327 M, Comunicaciones US\$ 247 M, alimentos, bebidas y tabaco con US\$ 179 y la industria automotriz US\$ 112 M. Estos cuatro rubros explican el 83% de las inversiones directas de no residentes en el período analizado.

Por su parte, los ingresos por inversiones de cartera ascendieron a US\$ 908 M a junio de este año que al restarle las salidas resultaron en un saldo de US\$ 869 M. Cabe destacar que estos ingresos (que al mismo período del año pasado fueron de US\$ 2 M) “se dieron en un contexto de reducción del requisito de permanencia de 365 días a 120 días aplicable a ciertos ingresos del exterior, la suspensión del depósito no remunerado por un año de plazo que había sido establecido en el 2005 y la libre salida para todo nuevo ingreso de fondos externos”⁵. Asimismo, US\$ 200 M de los US\$ 712 M ingresados por este concepto durante el segundo trimestre del año corresponden a ofertas públicas de acciones de grupos locales.

⁵ Informe de Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario del BCRA, página 25.

GRÁFICO 1: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA– EN MILLONES DE US\$



Fuente: IICE-USAL en base a datos del BCRA.

4. En suma

Los números al primer semestre del año muestran que la ansiada lluvia de dólares cayó mayormente sobre el sector público que se llevó unos US\$ 20.212 M luego de los pagos de amortizaciones e intereses de la deuda. En contraste, **si bien hubo una notable entrada de inversión extranjera directa (US\$ 777 M en el segundo trimestre contra US\$ 513 M en el primero resultando en US\$ 1.290 en el semestre) gracias a un cambio de reglas y de contexto general, el sector privado no financiero aún continúa atesorando dólares lo que implicó un déficit de US\$ 2.549 M.** No obstante, el segundo trimestre fue superavitario para el sector privado no financiero por US\$ 1.023 M lo que sugiere una señal que **quizás en el futuro el sector privado sea el gran receptor de los capitales extranjeros en vez del sector público.** Sin embargo, la **proporción de inversiones de cartera (los comúnmente llamados capitales golondrina) fue del 40% (US\$ 869 M) de las inversiones totales de no residentes y ello fue en buena medida debido al carry trade de monedas gracias a la alta tasa de interés de las LEBACS y la estabilidad de la cotización peso respecto del dólar.**

En suma, los datos muestran un buen principio, pero con un largo camino por recorrer hasta que se comiencen a ver entradas de capitales que sirvan para el desarrollo de la economía y que estas sean compensadas con una Cuenta Corriente positiva más que con deuda del Estado.

PANORAMA INTERNACIONAL

INCERTIDUMBRE Y CONTROL DE RIESGOS

Jorge Viñas

Los datos laborales de julio en EE.UU. evidencian que la creación de empleo sigue a paso firme, así como un repunte en la suba salarial. Dado que las expectativas inflacionarias se mantienen estables, la elevada incertidumbre que persiste en la economía global lleva a que varios gobernadores de la Fed prefieran concentrarse en el “control de riesgos” en la conducción de la política monetaria. Esto implica una trayectoria de menores ajustes de la tasa de Fondos Federales que en ciclos anteriores.

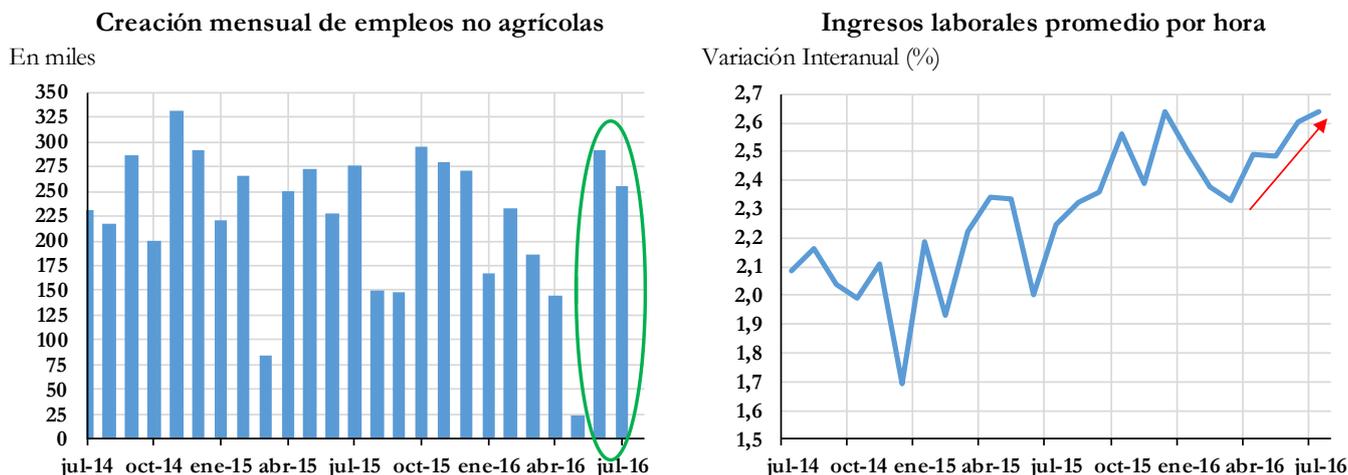
1. EE.UU.: la creación de empleo sigue a paso firme.

El reporte de empleo del mes de julio arrojó una creación de 255.000 nuevos puestos de trabajo no agrícola. Además de superar ampliamente las estimaciones de consenso, que según Bloomberg se ubicaban en 180.000, esta cifra confirma la mejora evidenciada en junio, despejando así los temores que habían generado los datos flojos de abril y mayo. La tasa de desempleo se mantuvo en el 4,9%, el mínimo del actual ciclo y muy cerca de las estimaciones de pleno empleo.

La creciente demanda laboral está generando presiones incipientes sobre los salarios. Los ingresos laborales promedio por hora se aceleraron en agosto, registrando un aumento interanual del 2,64%, el máximo del ciclo actual (véase el Gráfico 2).

Otros datos de actividad y demanda, como producción industrial, ventas minoristas, ventas de casas nuevas y usadas, inicios de construcción de viviendas y gastos de los consumidores, registraron en el mes de junio avances significativos, generando perspectivas favorables para el segundo semestre.

GRÁFICO 2. INDICADORES DEL MERCADO LABORAL DE EE.UU.



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Un párrafo aparte merece el PIB del segundo trimestre, que creció sólo 1,2% anualizado contra el trimestre anterior, muy por debajo de las estimaciones (2,5% según el consenso de Bloomberg). Sin embargo, el dato decepcionante se explica en su mayor parte por la des-acumulación de inventarios, lo que restó 1,1 puntos porcentuales del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. Las ventas finales crecieron 2,4% anualizado, más en línea con las proyecciones del PIB, apuntaladas por un sólido crecimiento del 4,2% del consumo privado.

En caso de que los indicadores de demanda se mantengan firmes, el efecto negativo de los inventarios sobre el PIB del segundo trimestre puede pasar a operar favorablemente en el segundo semestre, ya que las empresas podrían verse impulsadas a recomponer stocks. El último relevamiento de proyecciones de crecimiento del PIB de EE.UU. muestra una revisión al alza de las estimaciones del segundo semestre de 2,2% anualizado a principios de julio a 2,6% anualizado a principios de agosto.

Sin embargo, no todas son noticias positivas. El dato de ventas minoristas de julio mostró una variación nula respecto al mes anterior, lo que implica un freno abrupto luego de tres meses de expansión sostenida. Si bien un mes no alcanza para marcar un cambio de tendencia, se trata de una luz amarilla para el componente de la demanda agregada que viene mostrando el mejor comportamiento.

2. *La Fed se focaliza en el “control de riesgos”*⁶

La firmeza de los indicadores laborales y salariales, junto con las mejores perspectivas de la economía de EE.UU. para el segundo semestre, han vuelto a dirigir todas las miradas hacia la Fed, en la búsqueda de indicios de urgencia por retomar la normalización de la política monetaria, o al menos de preocupación por la posibilidad de quedar “detrás de la curva”.

Sin embargo, la Fed no muestra ningún apuro. Tanto el comunicado que acompañó a la decisión de mantener la tasa de Fondos Federales sin cambios en el rango de 0,25% - 0,50% en la última reunión del 27 de julio, como los discursos de varios de sus miembros con posterioridad, no han mostrado cambios significativos respecto a la postura básica de la conveniencia de mantener una política monetaria laxa, aun cuando reconocen la mejora de la economía en general, y del mercado laboral en particular.

El argumento básico de quienes sostienen que la Fed no debería demorarse en la normalización de la política monetaria, incluyendo una minoría de miembros “duros” del organismo monetario, se basa en dos pilares: 1) la aplicación de alguna versión de la regla de Taylor, que relaciona el nivel óptimo de tasa de interés con la diferencia entre el nivel de producto actual y el potencial (o entre la tasa de desempleo actual y la tasa natural de desempleo) y con la diferencia entre la tasa de inflación actual y la tasa de inflación objetivo; y 2) la evidencia empírica acumulada de que la política monetaria actúa con retrasos significativos entre el momento en que se aplican las medidas y que las medidas tengan efecto, por lo que la autoridad monetaria debe actuar con anticipación si quiere que las medidas surtan efecto en el momento deseado.

Entonces, según dicho argumento, dado que la economía de EE.UU. está ya muy cerca de su potencial (lo que surge del hecho de que la tasa de desempleo se aproxima a su nivel “natural”⁷), la tasa de interés debería aproximarse a su nivel de equilibrio de largo plazo. Si bien es cierto que la inflación todavía está por debajo del objetivo de 2%, el comportamiento salarial, junto con el hecho de que el precio de la energía ha dejado de caer, anticipa un repunte de la inflación, por lo que la Fed debe actuar rápidamente. De lo contrario, corre el riesgo de que se contaminen las expectativas inflacionarias y que la inflación se exacerbe, tornando mucho más costoso que retorne con posterioridad a su nivel objetivo.

Del otro lado, el argumento mayoritario prevaleciente, que considera que aún no es necesario ni prudente proceder con la suba de tasas, se basa en las siguientes premisas: 1) la estabilidad que evidencian las expectativas inflacionarias y su independencia creciente respecto al nivel actual de inflación en relación a la experiencia histórica; 2) la incertidumbre respecto a las condiciones subyacentes del mercado laboral, especialmente para la determinación de la tasa natural de desempleo, así como respecto a las formas en que dichas condiciones influyen sobre la inflación; y 3) los riesgos provenientes de una economía global sumamente inestable, que pueden alterar en forma súbita e imprevisible las condiciones internas de la economía de EE.UU., a través de las vías del contagio financiero y del movimiento abrupto del valor del dólar respecto al resto de las divisas.

⁶ La expresión original en inglés es “*risk-management*”. Si bien “control de riesgos” no es la traducción literal, se considera que refleja mejor el concepto.

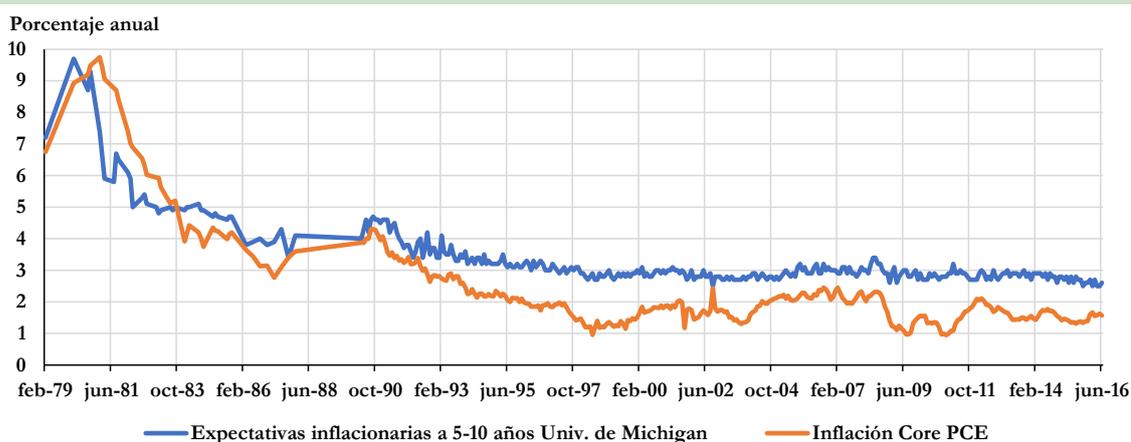
⁷ La tasa natural de desempleo es aquella a la cual tiende la economía cuando está en equilibrio, operando en su nivel potencial, lo que implica que no presiona la inflación al alza ni a la baja.

Respecto a las expectativas inflacionarias, la evolución reciente tanto de las mediciones de mercado de inflación implícita como de las surgidas de encuestas, no muestran ningún sesgo alcista, manteniéndose estables o ligeramente a la baja. El diferencial entre la tasa de retorno del bono del Tesoro a tasa fija a 10 años y la del bono ajustable por inflación del mismo plazo se ubica en 1,5%, cerca del piso del rango entre 1,25% y 2,5% en que ha oscilado desde la salida de la crisis financiera internacional. Las expectativas inflacionarias relevadas mensualmente por la encuesta de confianza del consumidor que elabora la Universidad de Michigan, se ubicaron en julio en 2,5% para el corto plazo (1 año) y 2,6% para el mediano/largo plazo (5-10 años), muy cerca de los mínimos del actual ciclo económico.

Adicionalmente, un reciente estudio de un economista de la Fed, Jeremy Nalewaik⁸, muestra que la correlación estrecha entre inflación actual y expectativas inflacionarias vigente hasta mediados de la década del 90, ha disminuido desde entonces. En el Gráfico 3 se puede apreciar que en los últimos 20 años, si bien la correlación no ha desaparecido, las expectativas inflacionarias de mediano/largo plazo no han acompañado las fluctuaciones de la inflación subyacente, permaneciendo mucho más estables en un rango acotado en torno al 3%. Esto lo lleva a la afirmación, algo extrema, de que “los movimientos en las expectativas inflacionarias se tornan irrelevantes, ya que no tienen más ningún poder predictivo para la trayectoria de la inflación”.

Entre las explicaciones factibles para este cambio de comportamiento, cita la hipótesis postulada por Akerlof y sus co-autores en un *paper* del año 2000⁹, según la cual cuando la inflación es baja, las expectativas inflacionarias pierden influencia como factor determinante en la fijación de salarios y precios en la economía, por lo que los encargados de la política económica pueden ignorarlas completamente.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LAS EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS EN EE. UU.



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

De esta forma, los defensores de no endurecer la política monetaria consideran que la probabilidad de que la inflación se acelere en el corto plazo es muy baja. Uno de sus abanderados dentro de la institución monetaria, el Presidente de la Fed de Chicago Charles Evans, va todavía más lejos al afirmar que ya no está tan claro que la política monetaria actúe con retrasos como en décadas pasadas cuando no se cumplían metas razonables de inflación¹⁰. Si esto fuera cierto, entonces no hay apuro en ocuparse con anticipación de un problema que aún no afloró. Más aun cuando se debe lidiar con otros focos de incertidumbre y riesgos mucho más acuciantes en el corto plazo. De aquí surge el enfoque del “control de riesgos” de la política monetaria que están impulsando varios miembros prominentes de la Fed, entre los que sobresalen el mencionado Evans, el Presidente de la Fed de New York William Dudley y el Gobernador de la Fed Lael Brainard, que en el contexto actual aboga por una postergación en la normalización de la política monetaria.

⁸ Nalewaik, Jeremy, “Inflation Expectations and the Stabilization of Inflation: Alternative Hypotheses”, Federal Reserve Board, April 21st, 2016. En internet: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016035pap.pdf>.

⁹ Akerlof, George; Dickens, William; and Perry, George. “Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve” Brookings Papers on Economic Activity, 31, 2000:1, pp. 1-60. En internet: <http://eml.berkeley.edu/~akerlof/docs/inflatn-employ.pdf>

¹⁰ Esto se debe a que considera que es la influencia de las expectativas inflacionarias formadas a partir de la inflación pasada era lo que generaba persistencia en el proceso inflacionario y llevaba a que la política monetaria actuara con rezago. Según el razonamiento de Evans, si las expectativas inflacionarias han perdido influencia, entonces ya no tiene sentido seguir asumiendo que la política monetaria actúa con rezago.

En general, da la impresión que se basan en argumentos que no están lo suficientemente testeados. Esto denota en cierta manera el desconcierto que impera en el seno de la Fed y de otros bancos centrales, respecto a cómo lidiar con una situación extraordinaria generada por las políticas no convencionales que se vieron compelidos a implementar cuando estalló la crisis financiera internacional y las tasas de interés nominales llegaron al 0%. La próxima convención anual de política monetaria de Jackson Hole, que tendrá lugar el 26 de agosto bajo el título “Diseñando esquemas de política monetaria sólidos para el futuro”, servirá para afinar y precisar los argumentos.

Este enfoque del control de riesgos no significa que se descarten subas de tasas de interés¹¹, sino que sugiere un proceso más lento que lo anticipado por los modelos utilizados por la Fed en el pasado, y que el sendero de tasas de Fondos Federales será inferior al de ciclos anteriores. Las minutas de la última reunión de la Fed del 27 de julio volvieron a poner de manifiesto la división interna del comité, con algunos miembros a favor de subir la tasa ese mismo día. Por el momento, las valuaciones de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales muestran cierta indefinición de expectativas respecto al momento de la próxima suba de tasas. Si bien se evalúa poco probable una suba en las próximas dos reuniones de septiembre y noviembre (probabilidad inferior al 30%), a partir de la reunión de diciembre y hasta mayo de 2017 las probabilidades de suba de tasas oscilan entre el 50% y el 60%. Recién para junio de 2017, la probabilidad supera los 2/3.

3. *La economía global continúa siendo una fuente de incertidumbre.*

Más allá del alivio que generan la estabilidad y la pujanza de los mercados financieros globales, que se refleja en el hecho de que en el último mes el principal índice accionario de EE.UU., el S&P 500, viene registrando nuevos máximos históricos semana tras semana, las noticias provenientes de la economía global fuera de EE.UU. no dan margen para la complacencia.

En **Europa**, la sombra del Brexit sigue oscureciendo al Reino Unido y acecha al resto de la UE. En el Reino Unido se ha ido fortaleciendo la percepción de que el impacto negativo del Brexit será más fuerte y se sentirá más rápido de lo que se anticipaba antes del plebiscito. A la caída abrupta de la encuesta de actividad PMI en el mes de julio, comentada en esta sección en el número anterior del IEM, se suman el deterioro de la encuesta de confianza del consumidor y de la encuesta sectorial de los empresarios de los sectores de distribución minorista y mayorista. En ambos casos las caídas resultaron muy fuertes y peores a lo esperado. También se suman evidencias parciales y anecdóticas de caídas de precios y transacciones en el sector inmobiliario. Sin embargo, hay que destacar que los primeros datos “duros” del mes de julio, muestran una situación más favorable: las ventas minoristas registraron una expansión mensual del 1,5%, mientras que las solicitudes de seguro de desempleo se redujeron en 8.600, reflejando en ambos casos una evolución mejor a lo esperado.

Ante el rápido deterioro de las perspectivas, el Banco de Inglaterra (BOE) que en la reunión de julio no había adoptado ninguna medida, en la reunión de agosto se decidió a actuar. Bajó la tasa de interés de referencia de 0,50% a 0,25% y aumentó el monto máximo de títulos comprados bajo el programa de QE de 375.000 M de libras a 435.000 M de libras. Si bien se espera que dichas medidas sirvan para evitar un derrumbe financiero que potencie los efectos negativos, no se albergan muchas esperanzas de que alcancen para revertir la caída del nivel de actividad, por lo que se espera que el Gobierno acompañe con una postura fiscal más expansiva. Mientras tanto, la libra esterlina se mantiene en 1,305 dólares por libra, cerca de los mínimos alcanzados en los días posteriores al plebiscito de 1,29 dólares por libra.

La Eurozona hasta ahora no ha sentido el impacto del Brexit, por lo menos eso es lo que indican las encuestas de actividad y de confianza de empresarios y consumidores, ya que todavía no se disponen de datos duros con información posterior al plebiscito británico. Sin embargo, el crecimiento económico sigue siendo muy modesto y la inflación se mantiene muy por debajo de la meta del 2% del Banco Central Europeo (BCE), sin señales de repunte.

¹¹ Por ejemplo, en la última semana William Dudley advirtió que no hay que descartar una suba de tasas en septiembre y que los mercados financieros están muy complacientes con el escenario de tasas de interés que descuentan, mientras que sobre el cierre de esta edición Stanley Fischer, Vicepresidente de la Fed, señaló la posibilidad de una suba de tasas antes de fin de año al afirmar que “la economía de EE.UU. está cumpliendo los objetivos de la Fed” y que hacia adelante espera “que en los próximos trimestres el crecimiento del PIB se acelere”.

El crecimiento del PIB del segundo trimestre fue del 1,2% anualizado respecto al trimestre anterior, lo que representa una desaceleración respecto al 2,2% anualizado del primer trimestre. Además, continúa mostrando una fuerte dispersión regional, con la expansión de Alemania al 1,7% anualizado contrastando con la contracción del 0,2% en Francia y el estancamiento en Italia (véase el Cuadro 6). El mal desempeño del PIB italiano puede estar relacionado con la incertidumbre que genera el referéndum para la reforma constitucional previsto para octubre, así como las dificultades que arrastran los bancos italianos que se han acentuado en los últimos meses. Mientras tanto, la inflación de la Eurozona se mantiene extremadamente baja, 0,2% interanual en julio, e incluso la inflación subyacente se mantiene estable en 0,9%, sin mostrar ningún progreso en acercarse a la meta del BCE.

CUADRO 6: CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS PAÍSES DE LA EUROZONA

Crecimiento trimestral anualizado sin estacionalidad

	1er. Trim 15	2o. Trim 15	3er. Trim 15	4o. Trim 15	1er. Trim 16	2o. Trim 16
Eurozona	2,2	1,5	1,3	1,7	2,2	1,2
Alemania	1,6	1,6	1,1	1,1	2,7	1,7
Francia	2,4	-0,2	1,5	1,4	2,7	-0,2
Italia	1,5	1,3	0,8	0,7	1,0	0,0
España	3,7	3,9	3,3	3,3	3,1	2,8
Países Bajos	2,1	0,6	0,9	0,7	1,8	2,5
Bélgica	1,2	2,1	0,7	2,1	0,9	2,0
Austria	1,3	0,9	1,4	1,4	2,6	0,0
Portugal	2,2	1,4	0,6	0,9	0,8	0,8
Grecia	0,4	1,0	-5,0	0,2	-1,9	1,1

Fuente: IICE-USAL en base a datos de Eurostat

El BCE ha preferido adoptar una postura expectante, sin tomar hasta ahora medidas adicionales concretas. Sin embargo, se espera que tarde o temprano el impacto del Brexit se haga sentir, la menos en términos de menor crecimiento de la inversión, lo que conspira contra las posibilidades de fortalecer el crecimiento de la región a mediano plazo. Sin una mejora en el crecimiento, es improbable que la inflación repunte, por lo que para cumplir la meta del 2% el BCE deberá tarde o temprano recurrir a nuevas medidas de estímulo. Por lo menos, los líderes de la UE parecen haber tomado nota de los riesgos políticos que representa el Brexit para muchos países que arrastran problemas de crecimiento y de empleo, ya que han decidido dejar sin castigo los excesos de déficit fiscal en que incurrieron España y Portugal, lo que significa un relajamiento tácito de las estrictas normas fiscales. En el mismo sentido, el gobierno italiano de Renzi, amenazado por el referéndum constitucional, se apresta a adoptar medidas fiscales expansivas tendientes a mejorar sus posibilidades de éxito en el mismo.

En **Japón**, las nuevas medidas de estímulo adoptadas por Banco de Japón (BOJ) decepcionaron las expectativas de los agentes económicos, dado que no incluyeron una nueva baja de la tasa de interés de referencia a terreno aún más negativo desde el -0,20% actual, ni una expansión de las compras mensuales de bonos del Gobierno. Las nuevas compras de activos abarcan solamente fondos cerrados de acciones conocidos bajo la sigla ETF¹². La reacción negativa del mercado se expresó en una fuerte apreciación del yen, que pasó de 105 yenes por dólar el día previo a la reunión del BOJ (29 de julio) a 101 yenes por dólar al 15 de agosto, así como en un salto de la tasa del bono del Gobierno japonés a 10 años, que pasó casi en forma instantánea del mínimo histórico de -0,30% a -0,10%, nivel en el que se estabilizó hasta el momento.

Al mismo tiempo, en el frente fiscal el primer ministro Abe anunció un programa masivo de estímulo fiscal por 28,1 billones de yenes (U\$S 281.000 millones, equivalentes a 5,6% del PIB). Sin embargo, sin mayor claridad en cuanto a los detalles del plan, mucho de lo anunciado no correspondería a gastos nuevos, sino a reorientación de planes ya anunciados o préstamos. Mientras que la porción que correspondería a gastos nuevos, 7,5 billones de yenes (U\$S 75.000 M, o 1,5% del PIB), no está claro en que lapso de tiempo será ejecutada, probablemente abarque más de un año. Por ello, el impacto potencial sobre el crecimiento económico en el corto plazo no excedería el 1% del PIB. Además, el gobierno mantiene su objetivo de alcanzar el equilibrio fiscal primario en el ejercicio 2020, por lo que seguirá requiriendo de un ajuste fiscal en los próximos años.

¹² Exchange-traded funds.

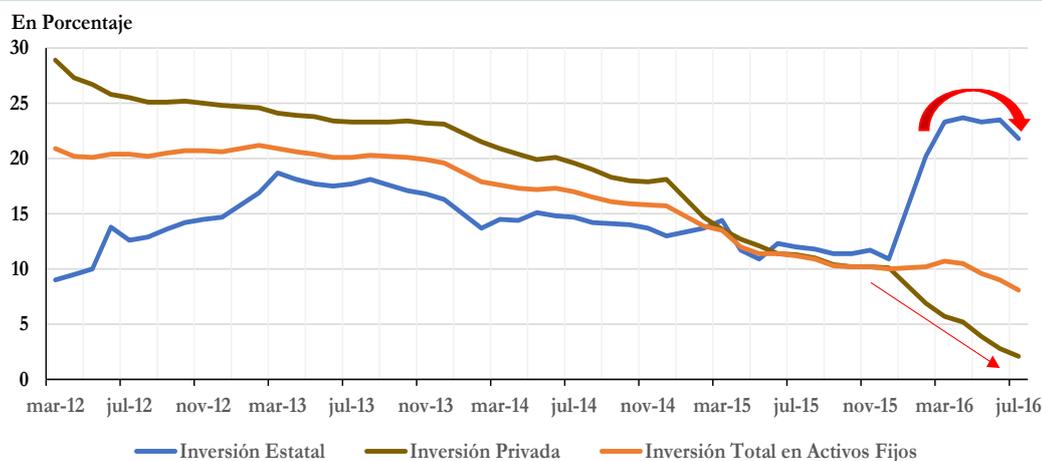
Mientras tanto, el PIB del segundo trimestre creció un 0,2% anualizado, por debajo de las estimaciones de consenso del 0,7%. Si bien el consumo evolucionó favorablemente en línea con lo esperado, la inversión corporativa se contrajo un 0,4% anualizado, probablemente como consecuencia del impacto negativo de la apreciación del yen sobre las perspectivas de rentabilidad de los sectores exportadores.

La inflación ha retornado a terreno negativo desde el segundo trimestre de 2016, ubicándose en -0,4% en julio, mientras que la inflación subyacente viene en descenso desde fines de 2015, ubicándose en 0,3% en julio. Actualmente existe una fuerte discrepancia en Japón entre aquellos que sostienen que en las condiciones actuales es posible que se alcance la meta de 2% de inflación para el primer trimestre de 2018, entre los que se encuentra el Presidente del BOJ Kuroda y por ello se resiste a medidas de estímulo adicionales, y quienes argumentan que es imposible. En la medida que siga trascurriendo el tiempo y no se evidencien mejoras tangibles, crece la probabilidad de que finalmente el BOJ se rinda y adopte las medidas que viene resistiendo.

En **China**, tras el desempeño favorable que había tenido la economía en el segundo trimestre, los datos mensuales de actividad de julio sorprendieron negativamente mostrando una desaceleración marcada respecto a los meses previos. Si bien se esperaba que el efecto positivo de los estímulos económicos comenzara a diluirse en el segundo semestre, la pérdida de impulso se sintió muy rápidamente, especialmente por el lado de la inversión en activos fijos.

En efecto, la inversión privada continuó en el sendero negativo que arrastra hace tiempo, mostrando tasas de crecimiento cada vez más bajas, pero también la inversión estatal, que había experimentado una fuerte expansión en el primer semestre de 2016, empezó a desacelerarse también en julio (véase el Gráfico 4). No solo la inversión mostró debilidad, la producción industrial, las ventas minoristas, las exportaciones e importaciones también mostraron una evolución inferior a la de los meses previos.

GRÁFICO 4. INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS EN CHINA – VAR. INTERANUAL



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Para completar el cuadro, se evidencia un fuerte freno en los agregados monetarios y crediticios, con la medida más amplia de disponibilidad de crédito en la economía, el financiamiento social total, reduciéndose en julio a menos de la tercera parte del nivel de junio. La desaceleración de la inversión estatal junto con el freno en la expansión del crédito puede estar reflejando la decisión de las autoridades económicas de, una vez logrado el objetivo de estabilizar el crecimiento en el segundo trimestre de 2016, volver a concentrarse en los objetivos de mediano plazo de alcanzar una economía más balanceada, menos dependiente de la inversión y con un menor nivel de apalancamiento. Sin embargo, **en caso de que los indicios de desaceleración del mes de julio se acentúen y pongan en riesgo las metas de crecimiento para 2016, no sería extraño que el gobierno vuelva a recurrir a estímulos económicos adicionales.**

4. *Se consolida el escenario global de bajas tasas que favorece los flujos de capital hacia países emergentes.*

En el número anterior del IEM, ya se planteaba que el escenario de bajas tasas que se había afianzado en el mundo desarrollado tras el Brexit, era favorable a los países emergentes. Pero también se planteaba la duda respecto a la posibilidad de que dicho escenario perdurara en el tiempo. Desde entonces, el escenario de tasas bajas en el mundo desarrollado ha tendido a fortalecerse, aumentando la probabilidad de que se extienda en el tiempo. Esta realidad favorable a los países emergentes se ha visto reflejada en la evolución reciente de sus mercados financieros. Las tasas de retorno de los bonos han bajado, como consecuencia de la reducción del riesgo soberano, las monedas se han apreciado y los índices accionarios han tenido ganancias significativas, por encima de las obtenidas por los índices accionarios de países desarrollados.

Esto ha llevado a algunos a plantear el restablecimiento del ciclo positivo para los países emergentes similar al experimentado en la primera década del siglo XXI. Si bien es cierto que este grupo de países está recibiendo en la actualidad flujos de capital extranjero de magnitud similar al de los mejores momentos de aquel período, las similitudes no deben confundirse o extrapolarse linealmente.

En el caso concreto de los países de Latinoamérica, una diferencia importante es que los términos de intercambio están sensiblemente por debajo del nivel que prevaleció en buena parte de la década anterior, por lo que tienen menos potencial para apuntalar el crecimiento económico en un contexto en el que la entrada de capitales tiende a la apreciación real del tipo de cambio. Si bien es cierto que la tendencia a la baja del precio de los commodities que prevaleció entre 2011 y 2015 se ha interrumpido y algunos commodities exhiben rebotes de precios significativos desde los mínimos, no se puede hablar de una nueva tendencia positiva, en especial porque las condiciones globales no lo ameritan. En efecto, **el crecimiento económico mundial es mucho más débil y el rol de la demanda de China en los mercados internacionales de commodities ha perdido preponderancia, tanto por la desaceleración del crecimiento de China desde las tasas de dos dígitos de la década anterior a menos de 7% anual actualmente, como por la reorientación de los motores de crecimiento de la economía china hacia la demanda interna y los servicios.**

En ausencia del motor de crecimiento de los términos de intercambio, que atrajo inversiones de gran magnitud a los sectores exportadores de los países latinoamericanos, no se advierte en dichos países un nuevo motor de crecimiento y de atracción de capitales al sector privado que lo reemplace, dado que otros sectores se enfrentan con los contratiempos que representan el atraso tecnológico, la falta de calificación de la mano de obra y el atraso cambiario. En este contexto, aumenta el riesgo de que el ingreso de capitales se dirija en gran medida al financiamiento de déficits fiscales que conduce a un elevado endeudamiento público externo, en un proceso que se asemejaría al que se experimentó en la década del 90. En este contexto, será clave que los gobiernos aprovechen el financiamiento disponible para realizar inversiones de infraestructura y otras erogaciones tendientes a reducir los costos y mejorar la competitividad del sector privado. De lo contrario, se corre el riesgo de continuar con tasas de crecimiento mediocres y terminar con niveles de endeudamiento insostenibles.

NOTA ESPECIAL

ASIMETRÍAS EN EL COMERCIO BILATERAL CON CHINA

Carola Ramon-Berjano

El comercio bilateral entre Argentina y China se ha incrementado notablemente en los últimos años, pero presenta grandes asimetrías. El 89% de nuestras exportaciones a China son agrícolas, dentro de las cuales el complejo sojero constituye el 85%. La agregación de valor y diversificación de nuestras exportaciones es por tanto vital para sostener y fortalecer la relación comercial con la República Popular China.

1. *El intercambio bilateral con China*

Nuestro intercambio comercial con China se ha incrementado notoriamente en las últimas décadas. Durante el gobierno de Néstor Kirchner Argentina y China se convirtieron en socios estratégicos, relación que fue profundizada por el gobierno de su sucesora Cristina Fernández de Kirchner a una asociación estratégica integral. En la década que va desde 1994 al 2004, el intercambio comercial entre Argentina y China en dólares corrientes aumentó más de 15 veces.

Uno de los puntos más fuertes en cuanto a la relación bilateral con China se refiere a la complementariedad entre las dos economías, la cantidad de tierras arables disponibles – en particular el gran potencial agrícola de la Argentina en comparación con la poca cantidad de tierras arables de China (donde el 20% de la población mundial tiene solamente el 8% de las tierras arables a nivel mundial). Más aun, en China el porcentaje de tierras arables disminuye permanentemente como consecuencia de factores como la urbanización y la desertificación. De hecho, el dramático incremento comercial de la última década entre China y Argentina convirtió a China en nuestro segundo destino exportador mientras que, para China, la Argentina es actualmente el séptimo proveedor de productos agrícolas. En primer lugar, se encuentra los Estados Unidos, que provee un 20% de los productos agrícolas que importa China, Brasil (16%), Australia (7%), Nueva Zelanda (4%), Canadá (4%), Tailandia (4%) y luego Argentina (4%).

Este incremento comercial, por otra parte, tiene grandes posibilidades de seguir creciendo, ya que China continúa demandando productos agrícolas y la Argentina posee la capacidad exportable para incrementar su oferta a China. Desde el año 2006 las importaciones de China de productos agrícolas incremento de casi US\$ 40.000 M a US\$ 125.900 M en 2015.

Dentro de los productos agrícolas que China importó del resto del mundo en el 2015, los primeros cinco productos en importancia son soja (34.942 US\$ millones), seguido de maderas (9.792US\$ millones), lácteos (7.127US\$ millones), frutas (6.636 US\$ millones), pesca (6.566 US\$ millones), aceite de palma (3.706 US\$ millones). Otros productos importados son cueros, sorgo, mandioca, cebada, carne porcina, algodón, lana, carne bovina, vitivinícolas, nabo o colza, entre otros.¹³

2. *¿Una relación simétrica?*

Las debilidades del comercio bilateral entre Argentina y China se centran principalmente en la presencia de asimetrías. La primera ya ha sido mencionada, y se refiere a la importancia relativa de cada país dentro del comercio bilateral (China es el segundo socio comercial de Argentina mientras que, para China, si bien Argentina es el séptimo proveedor agrícola, su relevancia en el comercio total es mucho menor, representando solamente un 0.3% del comercio total de China).

Una segunda asimetría en el comercio entre ambos países se refiere al tipo de productos comerciados. Mientras que Argentina exporta mayoritariamente productos agrícolas a China – más de un 89% - las importaciones desde China son casi en su totalidad de productos industriales. La tercera asimetría presente en el comercio bilateral se centra en la

¹³ En base a datos de la Dirección de Relaciones Agroalimentarias Internacionales (DNRAI) y la Consejería Agroindustrial, 2016.

concentración del comercio. Las exportaciones argentinas están fuertemente concentradas en el complejo sojero (porotos y aceite de soja), concentrando alrededor de un 85% del total exportado. De hecho, los primeros 4 ítems comerciados comprenden un 90% del total comerciado con China y los principales 10 productos de exportación comprenden un 95%. Las exportaciones China a Argentina, de hecho, son mucho más diversificadas con los primeros 15 rubros abarcando un 45% del total exportado. Mientras que el 90% de las importaciones desde China abarcan a más de 150 productos, en el caso argentino este porcentaje se alcanza con nuestros cuatro principales productos de exportación. En el año 2015 las exportaciones de porotos de soja fueron de US\$ 3.924 M, mientras que las de aceite de soja US\$ 405 M; seguidas de US\$ 206 M de carne bovina deshuesada congelada, US\$ 61 M de aceite de maní y US\$ 51 M de tabaco.¹⁴

Como se mencionó anteriormente, la soja representa el principal producto agrícola importado por China, y dentro de estas Argentina es el 3er proveedor luego de Brasil y Estados Unidos. En el caso del aceite de soja, Argentina es el principal proveedor (habiendo recuperado este lugar luego de la interrupción temporaria de las exportaciones en el año 2010). Sin embargo, las importaciones de aceite de soja han comenzado a disminuir, principalmente debido a un incremento de la producción local de este producto. Las exportaciones de porotos de soja – insumo principal para la industria porcina china – se estima que seguirá aumentando, ya que se espera que el consumo de carne porcina – al igual que otras carnes – continúe incrementándose en las próximas décadas.

3. *¿Qué podemos hacer en cuanto a estas asimetrías?*

En primer lugar, voy a referirme a la segunda y tercera asimetría en nuestro comercio bilateral, el tipo de productos comerciados y la concentración en los mismos. El gran desafío es cómo diversificar la oferta exportable argentina e incrementar el valor agregado de nuestros productos alimenticios. En palabras de Fernando Vilela, “pasar de ser el granero del mundo a ser el supermercado del mundo”.¹⁵ Por un lado la firma de protocolos, como se ha venido haciendo en los últimos años, es un paso vital para lograr la entrada de nuevos productos al mercado chino. Se estima que las ventas de comida crecerán entre un 15 y un 20% anualmente hasta el año 2020, principalmente debido a los efectos ingreso y sustitución del crecimiento económico chino y el aumento de la tasa de urbanización y la participación de las clases medias. Estos factores inciden en la aparición de nuevos gustos y preferencias en el mercado chino, lo cual provee a nuestro país de la oportunidad de diversificar nuestra oferta exportable a China.

En los últimos años se ha registrado un incremento en la demanda de productos como el vino, el aceite de oliva, pescados congelados (cuyo consumo la FAO estima crecerá a una tasa del 1,5% anual hasta el año 2022) y productos lácteos, entre otros. Este último producto es de destacar ya que, a raíz del escándalo en China por la leche adulterada con melanina en la cual murieron varios bebés en el año 2008, las clases medias chinas no quieren consumir leche infantil producida domésticamente. A partir de la firma de protocolos sanitarios, la Argentina comenzó a exportar leche infantil a China en el año 2013. Han sido firmados numerosos protocolos y muchos más están en negociación, lo cual es indudablemente un paso hacia una diversificación en la exportación.

La identificación de nuevos nichos de mercado será de gran utilidad a la hora de incrementar el valor agregado de productos alimenticios y convertirnos en “supermercado del mundo”. Por otra parte, los cambios en los patrones de consumo en China¹⁶ significan que, si bien tenemos una gran ventaja y complementariedad en el terreno agrícola, también hay otras áreas que vale la pena ser explotadas además del sector alimenticio. Los protocolos firmados en la última década sobre caballos en pie (2013), semen y embriones bovinos (2011), alimentos para mascotas (2009) son algunos ejemplos exitosos. También hay gran potencial en artículos de lujos y ropa de diseño para las crecientes clases medias y altas en las distintas ciudades chinas; así también como el rubro turismo, que ofrece grandes oportunidades. Los más de 100 millones de personas salen de China anualmente realizan unos gastos fuera del país que superan los 100.000 US\$ millones.

¹⁴ En base a datos de la Dirección de Relaciones Agroalimentarias Internacionales (DNRAI) y la Consejería Agroindustrial, 2016.

¹⁵ “Cómo puede Argentina convertirse en supermercado del mundo”, <http://www.infobae.com/política/2016/07/09/como-puede-argentina-convertirse-en-supermercado-del-mundo/>

¹⁶ Ver Ramon-Berjano, Carola (2016): “101 Entendiendo las Principales Variables de la Economía China”, IEM Mayo de 2016.

Por ello la correcta identificación de nichos de mercado es vital para remediar nuestras asimetrías en el comercio bilateral con China. En cuanto a la primera asimetría mencionada, la referida al tamaño relativo de ambos mercados, esta también se verá beneficiada si nos concentramos en el desarrollo de nichos de mercado. En los últimos años, se han hecho grandes esfuerzos en materia de diversificación de nuestras exportaciones; y como resultado de los mismos se han incorporado nuevos productos de exportación a China. En el año 2007 la cantidad de posiciones arancelarias era de 105 mientras que en el 2015 alcanzaba a 120. Sin embargo, la identificación de oportunidades y nichos en base a los cambios en los patrones de consumo de China, es vital para seguir no solo diversificando sino también agregando valor a nuestros productos exportados a China.

De esta manera, algunos de los últimos anuncios en materia bilateral son muy positivos. Por un lado, el Embajador argentino en China, Diego Guelar, anuncio un acuerdo por el cual China financiaría unos US\$25.000 millones para los próximos 5 años, los cuales estarían destinados a varios proyectos de infraestructura. China ha manifestado en varias ocasiones el objetivo de lograr una vinculación *win-win* con la Argentina y reconoce que la diversificación en el comercio bilateral es vital para lograrlo.

Por otra parte, otro de los anuncios recientes se refiere al proyecto de flexibilizar el ingreso de residentes chinos a la Argentina por turismo o negocios. Dado que anualmente más de 100 millones de chinos salen de su país por motivos de turismo, generando grandes gastos de consumo en los países que visitan, no es un tema de menor envergadura. Se estima que en el año 2015 unos 25.000 chinos han ingresado al país por turismo. Para hacerlo se requiere una visa previa. De acuerdo al nuevo proyecto aquellos residentes chinos que tengan una visa otorgada por los gobiernos de Estados Unidos o de la Unión Europea no necesitarán tramitar una visa para ingresar a la Argentina. Esto sería también un gran paso para poder captar nichos de mercado en China.

INDICADORES

Indicador	1T 15	2T 15	3T 15	4T 15	1T 16	2T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16
Indicadores de Actividad													
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-13,4%	3,7%	7,0%	1,7%	24,1%	-10,4%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%	9,2%	-2,4%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	<i>-7,6%</i>	<i>22,8%</i>	<i>10,2%</i>	<i>-18,7%</i>	<i>12,7%</i>	<i>28,2%</i>	<i>43,6%</i>	<i>4,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-16,6%</i>
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-1,3%	0,6%	3,3%	1,1%	2,8%	-4,0%	4,6%	3,7%	0,6%	-6,9%	-0,9%	-3,9%	
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>4,5%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,2%</i>	
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-4,5%	1,5%	2,9%	0,6%	0,0%	-6,7%	-2,0%	3,9%	-1,7%	-6,8%	-4,9%	-8,2%	
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	<i>0,5%</i>	<i>2,8%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>1,7%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-0,3%</i>	
ISAC (INDEC) Var. % a/a							-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-5,6%	9,3%	15,8%	12,9%	-3,6%	-20,8%	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	<i>-7,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-20,9%</i>	<i>-19,2%</i>	<i>-13,9%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,6%</i>
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	6,7%	13,9%	5,2%	1,3%	-9,1%	-19,2%	-8,0%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,7%	-20,7%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	12.058	16.405	15.866	12.459	12.404	15.332	3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.261	
<i>Var. % a/a</i>	<i>-12,6%</i>	<i>-21,3%</i>	<i>-14,3%</i>	<i>-17,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>90,0%</i>	<i>-7,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>-13,0%</i>	
Importaciones en USD	13.242	15.704	16.625	14.185	12.794	14.462	4.046	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	
<i>Var. % a/a</i>	<i>-18,7%</i>	<i>-8,5%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-10,9%</i>	
Saldo Comercial en USD	-1.184	701	-759	-1.726	-390	870	-185	93	-298	301	443	126	
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	216,3	207,1	205,7	188,8	182,4	210,8	180,1	181,4	185,6	195,2	213,5	223,8	208,1
<i>Var. % a/a</i>	<i>-22,1%</i>	<i>-29,0%</i>	<i>-21,6%</i>	<i>-19,1%</i>	<i>-15,7%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-18,0%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>-6,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-4,8%</i>

Indicador	1T 15	2T 15	3T 15	4T 15	1T 16	2T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16
Precios													
IPC (INDEC) Var. % m/m											4,2%	3,1%	2,0%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>											2,7%	3,0%	1,9%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	30,4%	28,2%	25,9%	27,8%	35,3%	43,5%	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	5,8%	5,7%	6,1%	7,7%	11,9%	13,1%	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	28,0%	25,5%	24,0%	26,9%	35,0%	44,1%	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	5,2%	6,0%	5,6%	7,7%	11,9%	14,7%	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%
Indicadores Fiscales													
Ingresos Totales Var. % a/a	25,0%	31,8%	28,5%	31,1%	42,5%	21,3%	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%	27,3%
Ingresos Totales sin Rtas. De la Prop Var. % a/a	29,7%	34,5%	33,9%	25,6%	31,5%	24,0%	30,0%	25,7%	39,2%	23,9%	35,8%	12,3%	26,0%
Gastos Totales Var. % a/a	42,3%	38,9%	32,3%	34,9%	27,6%	24,7%	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	16,0%	25,7%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
<i>Mediana</i>	30,0	29,3	25,7	25,0	28,3	26,0	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0
<i>Media</i>	30,2	29,5	28,2	26,7	30,6	31,7	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8
Confianza del Consumidor (UTDT)													
<i>Índice</i>	51,0	54,2	55,8	57,4	49,3	43,7	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6
<i>Var. % t/t, m/m</i>	16,1%	6,3%	2,9%	2,8%	-14,2%	-4,3%	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	0,2%	6,8%
<i>Var. % a/a</i>	35,0%	39,4%	30,7%	30,6%	-3,4%	-21,1%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,3%	-19%