

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

Nº 153 AÑO 15

16 DE AGOSTO DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en  
este número:

Gustavo Martín

Juan Massot

Héctor Rubini

Jorge Viñas

## CONTENIDOS

### RESUMEN EJECUTIVO

1

### PANORAMA DE ARGENTINA

- CAMBIEMOS DERROTÓ AL KIRCHNERISMO 2
- EL DÓLAR ¿ESTÁ ATRASADO? 6
- BROTES DE GERMINADOR 9

### PANORAMA INTERNACIONAL

- EL RIESGO GEOPOLÍTICO ALTERA LA CALMA 12
- VENEZUELA: EN CAÍDA LIBRE 17

### INDICADORES

22

VIAMONTE 1816  
C1056ABB CIUDAD DE  
BUENOS AIRES, ARGENTINA  
TEL +5411-811-5327  
+5411-811-6052  
+5411-811-7441  
<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 Instituto de Investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador.

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 dólar en baja.** Ante el triunfo del oficialismo en las elecciones primarias del domingo, el dólar cotizó en baja hasta el día de hoy. El tipo de cambio vendedor en casas de cambio cerró \$ 17,48, pero en el mercado informal cotizó relativamente firme a \$18,42 (vendedor)

### LO IMPORTANTE

- **Triunfo electoral del gobierno.** El frente Cambiemos fue el más votado en las elecciones primarias del último domingo. Se espera que triunfe en las elecciones legislativas de octubre próximo, debilitándose en el corto plazo el temor de un retorno del kirchnerismo en las elecciones presidenciales de 2019.

### LO QUE HAY QUE SABER

- **Euforia electoral y reformas estructurales.** La victoria de Cambiemos revirtió el pesimismo de la plaza financiera, y las expectativas empiezan a focalizarse en el resultado de las elecciones legislativas de octubre. La nueva composición del Congreso Nacional a partir de diciembre será fundamental para la viabilidad o no de los proyectos del Gobierno de reforma tributaria, laboral y del sistema de seguridad social.
- **Tipo de cambio y competitividad.** Ante el elevado “costo argentino”, muchas empresas y productores necesitarían un dólar entre \$22 y \$27 para poder competir. Sin embargo, sería incompatible con el programa económico actual. Se requiere urgente una estrategia contundente y sostenible para resolver esta situación que afecta a algunos de los sectores de bienes transables
- **La economía real vuelve a crecer.** Los datos de actividad real muestran que la recesión quedó atrás. No obstante, estos guarismos no se traducen hacia una mayor confianza de los sectores consumidores ni tampoco se vislumbra un acompañamiento con mayores inversiones.
- **Escenario global turbulento.** La nueva escalada de amenazas entre EE.UU. y Corea del Norte alteró la calma económica y financiera global. El aumento de la incertidumbre por el momento ha generado una búsqueda de refugio por parte de los inversores en activos seguros como el oro y los bonos del Tesoro de EE.UU.
- **Venezuela en caída libre.** La situación política y económica de Venezuela es explosiva. La población de ese país deberá seguir soportando una persistente escasez de bienes de consumo con hiperinflación, en un contexto político insostenible.

### LO QUE VIENE

- **Presupuesto 2018.** El próximo mes el Poder Ejecutivo presentará al Congreso Nacional el proyecto de ley de Presupuesto para el próximo año.
- **Inflación persistente y aumento de tasas de interés.** Se espera subas de varios precios regulados antes de octubre, y de tarifas públicas después de las elecciones legislativas de ese mes. El BCRA anunció que aumentará las tasas de interés para tratar de alinear la inflación con la meta de este año.
- **Posible caída del riesgo país.** Luego de la visita a nuestro país de ejecutivos de la agencia Fitch, se espera que para octubre dicha agencia mejore la calificación de riesgo de la deuda soberana argentina.
- **Posible suba de la Tasa de Fondos Federales.** El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal se reunirá el 20 y el 21 de septiembre. Si bien se esperan dos pequeñas subas de la tasa de Fondos Federales, los analistas de Wall Street esperan que se concreten recién en noviembre y diciembre.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### CAMBIEMOS DERROTÓ AL KIRCHNERISMO

*Héctor Rubini*

**La victoria de Cambiemos en las primarias del último domingo fueron festejadas por el mercado financiero. Se espera un triunfo del oficialismo en las elecciones legislativas de octubre, debilitándose el temor de un regreso del kirchnerismo en las elecciones presidenciales de 2019.**

*a. Cambiemos: un triunfo más contundente que lo esperado*

El último domingo se celebraron las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (P.A.S.O.). El resultado provisorio arroja un triunfo inequívoco de la alianza gobernante Cambiemos frente a las demás fuerzas políticas. Frente a pronósticos negativos para el oficialismo en la provincia de Buenos Aires, el triunfo de Cambiemos en esa jurisdicción y en otras sorprendieron positivamente a inversores y empresarios. La expectativa general es que se repita aproximadamente el mismo resultado en octubre, **debilitando sensiblemente las posibilidades de un triunfo kirchnerista en las elecciones presidenciales de 2019**. Esto ha sido recibido con euforia en los mercados financieros, con subas de las acciones, y retroceso de la cotización del dólar, que pareciera tratar de perforar el “piso” de \$17.

Cambiemos es la fuerza política con la mayor cantidad de votos para las candidaturas a Diputado Nacional en 11 de los 24 distritos electorales: Ciudad de Buenos Aires y las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Corrientes, Entre Ríos, Jujuy, La Pampa, Mendoza, Neuquén, San Luis y Santa Cruz. A su vez, para Senador Nacional se impuso en 4 de las 8 provincias que renuevan bancas: Buenos Aires, Jujuy, San Luis y Santa Cruz. Algunos hechos destacables son los siguientes:

- a) **Cambiemos es la fuerza política que obtuvo más votos en todo el país:** 3,89 M en las candidaturas a Senador Nacional y 8,39 M para Diputado Nacional. Como se observa en el Cuadro 1 de la página siguiente, si se hubieran unido todas las fuerzas disgregadas del peronismo bajo un único sello del Partido Justicialista, hubieran triunfado con 10,8 M de votos para Diputado Nacional y 5,6 M para Senador Nacional.
- b) Tanto para Senadores Nacionales como para Diputados Nacionales, en la provincia de Santa Cruz, Cambiemos ganó con **más del 45% de los votos**.
- c) En la provincia de Buenos Aires, **la ex presidente Cristina Fernández de Kirchner quedó segunda como candidata a Senadora Nacional detrás de Esteban Bullrich de Cambiemos**. El resultado puede revertirse en el escrutinio definitivo, ya que la ventaja es mínima: 6.915 votos (0,06% de votos válidos) y han quedado casi 450.000 votos sin escutar. A su vez, para Diputado Nacional, la candidata de Cambiemos Graciela Ocaña, superó por más de 196.000 votos a la kirchnerista Fernanda Vallejos.
- d) Para Diputados Nacionales, Cambiemos triunfó en la provincia de La Pampa con el 49,2% de los votos, y en la de San Luis con más del 50%. **En ambas provincias, se trata de la primera derrota del peronismo local desde el retorno de la democracia en diciembre de 1983.**
- e) Para Diputados Nacionales, las mayores diferencias de votos a favor de Cambiemos se registraron en la provincia de Córdoba (661.691), Ciudad de Buenos Aires (544.060) y provincia de Buenos Aires (196.520). En términos relativos, el mejor desempeño electoral del oficialismo se registró en las provincias de San Luis (54,8% de los votos), Ciudad de Buenos Aires (49,6%) y La Pampa (49,2%).
- f) En la provincia de La Rioja, a su vez, se impuso el Frente Justicialista Riojano, que responde al ex presidente Menem, y en Salta el Frente Unidad y Renovación.
- g) El kirchnerismo y sus aliados ganaron, a su vez, para Senador Nacional en las provincias de Formosa (56,5% de los votos), Misiones (52,4%) y San Juan (49,2%).
- h) Para Diputados Nacionales, el kirchnerismo triunfó en Santiago del Estero (66,1% de los votos), Formosa (56,6%), Tucumán (52,4%), Misiones, Chaco, Catamarca, Chubut, San Juan, Tierra del Fuego y Santa Fe.
- i) En esta última provincia el kirchnerismo superó a Cambiemos por apenas 13.395 votos. A su vez, **el gobernante Frente Progresista (socialismo) cayó al tercer puesto con el 11,95% de votos, y corre el riesgo de perder las dos bancas cuyo mandato vence en diciembre de este año.**

**CUADRO 1: RESULTADO PRIMARIAS ABIERTAS SIMULTÁNEAS Y OBLIGATORIAS (P.A.S.O.)**

**a. Votos para candidaturas a Diputado Nacional.**

|    | Jurisdicción           | Partido Justicialista  |           | Cambiamos        | Resto   | En blanco | Total votos válidos | % Mesas escrutadas |
|----|------------------------|------------------------|-----------|------------------|---------|-----------|---------------------|--------------------|
|    |                        | Kirchnerismo y aliados | Otros     |                  |         |           |                     |                    |
| 1  | Buenos Aires           | 2.875.715              | 1.809.341 | <b>3.072.235</b> | 681.082 | 446.462   | <b>8.884.835</b>    | 95,68%             |
| 2  | Catamarca              | 92.736                 | 6.095     | 66.552           | 6.125   | 11.310    | <b>182.818</b>      | 93,05%             |
| 3  | Chaco                  | 307.807                | 11.767    | 224.868          | 47.772  | 12.293    | <b>604.507</b>      | 98,81%             |
| 4  | Chubut                 | 95.900                 | 78.359    | 74.845           | 34.466  | 7.443     | <b>291.013</b>      | 98,08%             |
| 5  | Ciudad de Buenos Aires | 391.264                | 73.761    | <b>935.324</b>   | 485.033 | 2.120     | <b>1.887.502</b>    | 99,40%             |
| 6  | Córdoba                | 189.087                | 546.197   | <b>850.778</b>   | 288.256 | 37.090    | <b>1.911.408</b>    | 97,09%             |
| 7  | Corrientes             | 203.278                | 67.540    | <b>266.505</b>   | 36.018  | 13.198    | <b>586.539</b>      | 99,24%             |
| 8  | Entre Ríos             | 320.553                |           | <b>363.454</b>   | 59.392  | 18.181    | <b>761.580</b>      | 96,71%             |
| 9  | Formosa                | 173.296                |           | 108.057          | 21.369  | 3.602     | <b>306.324</b>      | 98,84%             |
| 10 | Jujuy                  | 111.670                | 48.477    | <b>134.186</b>   | 71.031  | 9.280     | <b>374.644</b>      | 96,13%             |
| 11 | La Pampa               | 74.389                 |           | <b>95.068</b>    | 20.155  | 3.575     | <b>193.187</b>      | 96,16%             |
| 12 | La Rioja               | 4.183                  | 76.854    | 57.239           | 30.835  | 7.513     | <b>176.624</b>      | 98,34%             |
| 13 | Mendoza                | 347.272                |           | <b>429.616</b>   | 229.222 | 39.975    | <b>1.046.085</b>    | 98,01%             |
| 14 | Misiones               | 327.904                | 25.951    | 182.254          | 77.910  | 19.903    | <b>633.922</b>      | 99,23%             |
| 15 | Neuquén                | 64.164                 | 9.250     | <b>89.419</b>    | 196.508 | 4.542     | <b>363.883</b>      | 99,32%             |
| 16 | Río Negro              | 148.897                |           | 70.414           | 141.479 | 4.664     | <b>365.454</b>      | 96,60%             |
| 17 | Salta                  | 108.761                | 237.564   | 151.616          | 113.076 | 14.889    | <b>625.906</b>      | 95,42%             |
| 18 | San Juan               | 196.640                | 26.293    | 120.750          | 50.115  | 8.972     | <b>402.770</b>      | 97,04%             |
| 19 | San Luis               | 101.996                |           | <b>150.122</b>   | 9.033   | 12.675    | <b>273.826</b>      | 95,79%             |
| 20 | Santa Cruz             | 47.105                 |           | <b>74.249</b>    | 35.143  | 5.383     | <b>161.880</b>      | 98,71%             |
| 21 | Santa Fe               | 502.932                | 140.074   | 489.537          | 598.612 | 73.189    | <b>1.804.344</b>    | 97,97%             |
| 22 | Santiago del Estero    | 353.508                | 58.270    | 86.276           | 30.438  | 6.530     | <b>535.022</b>      | 99,06%             |
| 23 | Tucumán                | 483.366                |           | 284.913          | 144.524 | 10.268    | <b>923.071</b>      | 97,54%             |
| 24 | Tierra del Fuego       | 19.027                 | 16.120    | 17.437           | 31.637  | 5.402     | <b>89.623</b>       | 98,91%             |

|              |                   |                  |                  |                |                   |
|--------------|-------------------|------------------|------------------|----------------|-------------------|
| <b>TOTAL</b> | <b>10.773.363</b> | <b>8.395.714</b> | <b>3.439.231</b> | <b>778.459</b> | <b>23.386.767</b> |
|--------------|-------------------|------------------|------------------|----------------|-------------------|

**b. Votos para candidaturas a Senador Nacional.**

|   | Jurisdicción | Partido Justicialista  |           | Cambiamos        | Resto     | En blanco | Total votos válidos | % Mesas escrutadas |
|---|--------------|------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|---------------------|--------------------|
|   |              | Kirchnerismo y aliados | Otros     |                  |           |           |                     |                    |
| 1 | Buenos Aires | 3.039.195              | 1.383.336 | <b>3.046.110</b> | 1.132.769 | 308.652   | <b>8.910.062</b>    | 95,68%             |
| 2 | Formosa      | 173.296                |           | 109.250          | 18.916    | 5.435     | <b>306.897</b>      | 98,84%             |
| 3 | Jujuy        | 114.395                | 49.767    | <b>136.075</b>   | 66.650    | 8.417     | <b>375.304</b>      | 96,13%             |
| 4 | La Rioja     | 78.643                 |           | 63.571           | 27.627    | 9.355     | <b>179.196</b>      | 98,34%             |
| 5 | Misiones     | 332.614                | 23.560    | 181.313          | 79.950    | 16.965    | <b>634.402</b>      | 99,23%             |
| 6 | San Juan     | 197.155                | 25.737    | 121.416          | 44.607    | 12.199    | <b>401.114</b>      | 97,04%             |
| 7 | San Luis     | 105.576                |           | <b>158.149</b>   | 7.996     | 3.425     | <b>275.146</b>      | 95,79%             |
| 8 | Santa Cruz   | 47.444                 |           | <b>73.921</b>    | 35.637    | 5.709     | <b>162.711</b>      | 98,71%             |

|              |                  |                  |                  |                |                   |
|--------------|------------------|------------------|------------------|----------------|-------------------|
| <b>TOTAL</b> | <b>5.570.718</b> | <b>3.889.805</b> | <b>1.414.152</b> | <b>370.157</b> | <b>11.244.832</b> |
|--------------|------------------|------------------|------------------|----------------|-------------------|

Fuente: Dirección Nacional Electoral <http://resultados.gob.ar/inicio.htm>

El calendario electoral continúa con las elecciones para gobernador en la provincia de Corrientes el próximo 8 de octubre, las elecciones legislativas para el 22 de octubre, y la elección en esa fecha de gobernador de la provincia de Santiago del Estero.

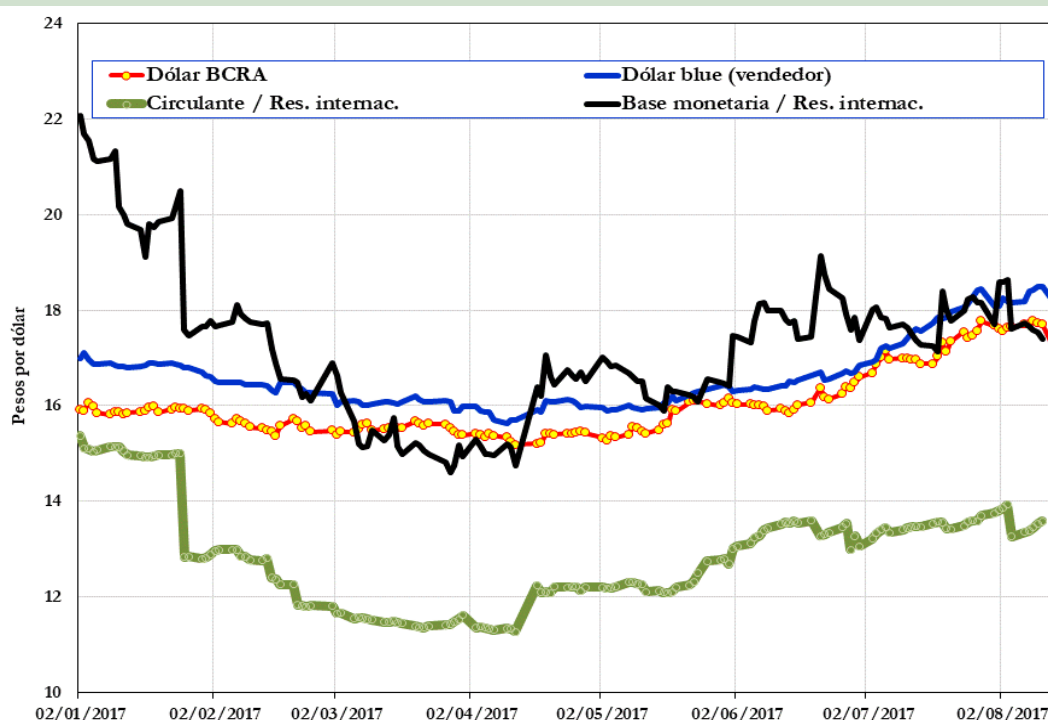
b. Los mercados después de las PASO

La economía real viene mostrando cada vez signos más difundidos de reactivación económica, tanto por el lado de la oferta, como de la demanda agregada. De acuerdo al INDEC, el mes de junio mostró un fuerte crecimiento de la actividad de la construcción (+7.1% interanual), con expectativas de que el impulso positivo se va a sostener al menos hasta fin de septiembre próximo, gracias al desarrollo de obras públicas, especialmente de obras viales y pavimentación. La industria manufacturera también parece afirmarse en el corto plazo. La mayoría de las ramas de actividad mostraron en junio un nuevo aumento del uso de la capacidad instalada, y en el caso de la industria automotriz alcanzó el 55%, nivel máximo observado desde noviembre de 2016.

Por el lado de la demanda, en cambio, todavía no se observan signos positivos del consumo. Tampoco una convergencia de la inflación a las metas del Gobierno. Las liquidaciones de prendas de vestir y calzado contribuyeron a cierta desaceleración de la inflación mensual a 1,7% en julio, por debajo de todas las estimaciones del sector privado. Sin embargo persisten presiones que continuarán en agosto y septiembre. Las empresas de medicina prepaga incrementarán el costo de sus planes un 5% en agosto y otro tanto en septiembre próximo. Las empresas de telefonía celular han anunciado incrementos entre 4% y 12% a ser aplicados a más tardar en octubre, y luego de las elecciones legislativas del 22 de octubre se celebrarían las audiencias públicas para ajustar las tarifas eléctricas y de gas.

Mientras tanto el mercado financiero tuvo un comportamiento oscilante. Hasta las elecciones del domingo pasado las entidades financieras tuvieron un comportamiento preventivo con compras de dólares que presionaron a tipo de cambio hacia la suba, con amenaza de superar de manera permanente el umbral de los \$18.

**GRÁFICO 1: TIPO DE CAMBIO OBSERVADO Y ESTIMACIONES SEGÚN AGREGADOS MONETARIOS**

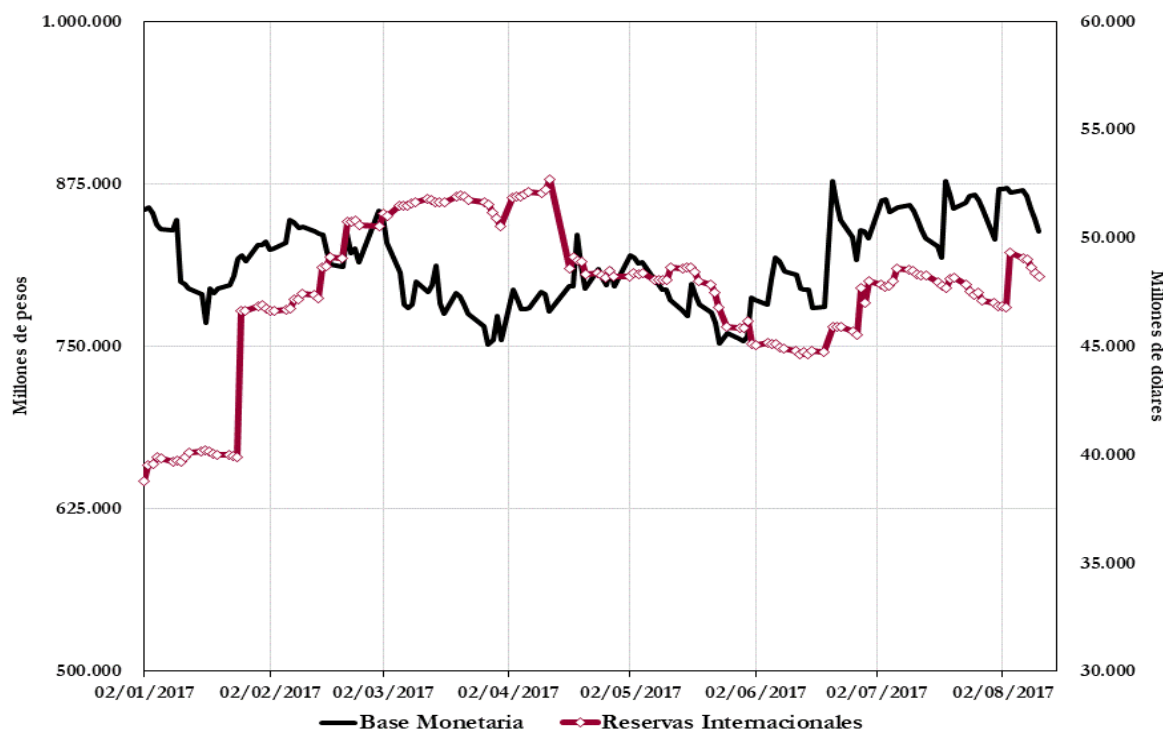


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

La estabilización de las últimas tres semanas en torno de ese nivel se logró con la venta conjunta de dólares de la banca oficial (inicialmente por parte del Banco Provincia de Buenos Aires) y del BCRA. La emisión monetaria asociada se logró neutralizar parcialmente con la intervención del BCRA en el mercado secundario vendiendo LEBAC y realizando operaciones de pases pasivos. Si bien la relación base monetaria/reservas internacionales pareciera haberse estabilizado, desde mediados de junio, y con signos de contracción desde julio, la base monetaria insinúa una tendencia creciente que no parece haberse corregido.



**GRÁFICO 2: BASE MONETARIA Y RESERVAS INTERNACIONALES. EVOLUCIÓN DIARIA -AÑO 2017-**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Mientras tanto, el principal instrumento de absorción monetaria sigue siendo la colocación de Letras del BCRA (LEBAC). Este instrumento sigue aumentando el pasivo cuasifiscal de la autoridad monetaria, y a su vencimiento, desde la licitación de 19 de junio hasta la del día de ayer, se observa que el mercado financiero no acepta nuevas LEBAC por el 100% de las que vencen en cada mes. En el caso de la del día de ayer, el resultado electoral dispuso el “miedo a los K” que motivó las compras preventivas hasta la semana pasada. **Si bien los bancos aceptaron nuevas LEBAC por el 84,75% de los vencimientos de \$ 534.983 M, también optaron por desdolarizar su posición de efectivo mínimo, y tomar pases activos del BCRA, que debió, en definitiva, emitir dinero por \$ 101.000 M.** Si bien no se observa desaceleración en el crecimiento del circulante, al haberse bajado fuertemente el tipo de cambio de \$17 a \$17,35, por ahora no es un factor que inquiete al mercado financiero.

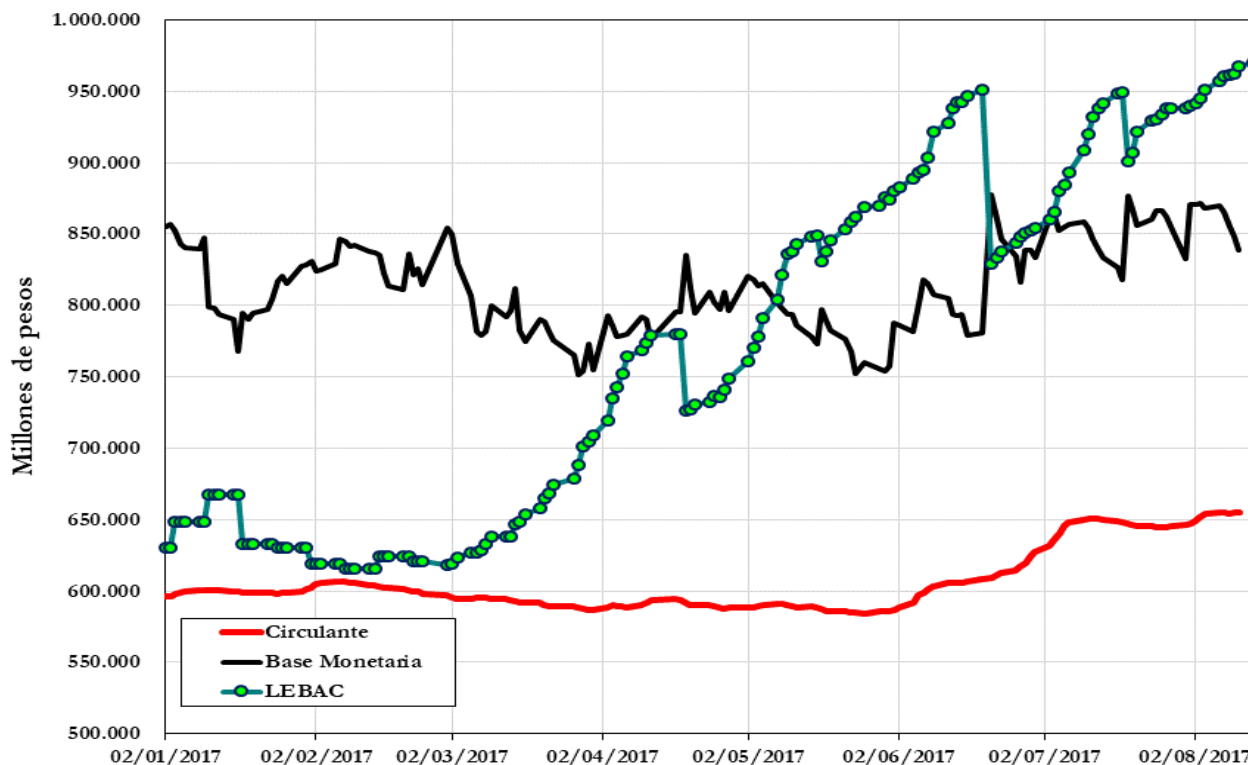
En términos netos se observa una fuerte desaceleración de la expansión de la base monetaria. Entre el 1° de enero y el 11 de agosto de este año ha sido de \$ 16.567 M, 30% menos que en igual período del año pasado. La expansión proviene de la emisión por financiamiento al fisco, operaciones de pase e intereses por depósitos en el BCRA, mientras que la contracción de base proviene fundamentalmente de la emisión de nuevas LEBAC (\$ 223.780 M) y venta de divisas (\$ 5.452 M).

El principal factor de expansión monetaria sigue siendo el financiamiento del déficit fiscal. Entre el 1° de enero y el 11 de agosto pasado la emisión de este año con destino al Gobierno ha sido de \$ 199.088 M (15% superior a la observada en igual período de 2016). Mientras tanto, la expansión de las LEBAC sigue siendo un factor a monitorear a corto plazo. En la licitación de ayer se observa una suba de tasas de LEBAC a tasas más larga, y mayor demanda de letras a plazos superiores a 35 días. De todas formas, no deja de ser un instrumento de absorción de emisión monetaria actual con promesas de pago con emisión futura. **Tarde o temprano deberá tratar de sustituirse este pasivo cuasifiscal con el uso de letras del Tesoro como instrumento de absorción monetaria, como es lo normal en la gran mayoría de los bancos centrales del resto del mundo.**

Por ahora, esto no preocupa al mercado, ya que con tasas superiores a 25% para LEBAC a plazos superiores a los 200 días, y baja del tipo de cambio, el calce de compras de LEBAC y cobertura cambiaria -el llamado contrato

“sintético”- permite contar con una nueva alternativa rentable frente al “carry trade” de corto plazo, al menos para quienes esperan que el tipo de cambio a un año no supere los \$ 20.

**GRÁFICO 3: PASIVOS MONETARIOS Y NO MONETARIOS DEL BCRA. EVOLUCIÓN DIARIA -AÑO 2017-**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

## EL DÓLAR, ¿ESTÁ ATRASADO?

*Juan Miguel Massot*

**Ante el elevado “costo argentino”, muchas empresas y productores necesitan un dólar entre \$22 y \$27 para competir. Sin embargo, sería incompatible con el programa económico actual y con el flujo de dólares financieros. En ese contexto, se requiere urgente una estrategia contundente y sostenible para resolver esta situación que afecta a varios sectores de bienes transables.**

### Introducción

Si algo se destaca en estos tiempos electorales es el stress económico financiero que está teniendo el país como consecuencia de múltiples factores, entre ellos, la inflación, el dólar, la apertura comercial y financiera, y la situación fiscal (gasto, presión tributaria, déficit, aumento de la deuda).

En este artículo se exponen algunos números que quizás sirvan de orientación para que el lector pueda concebir los rangos de precios para el dólar, según los escenarios para algunas variables clave. No escapa al lector que desde hace siglos los precios de los activos de refugio u objeto de especulación pueden alcanzar valores absolutamente irracionales. Basta mencionar la reconocida burbuja de los “tulipanes” en Holanda, o las *punto com*, entre tantas. A nivel local, y para hacer un poco de historia, el precio del dólar paralelo antes y después de la caída del gobierno de Isabel Martínez en 1976 es otra muestra de que no siempre las “estimaciones” pueden “dar en el clavo” con el dato de mercado del día después.

Entonces, aquí se plantea una serie de cálculos orientativos y que actualizan algunos artículos ya publicados en el IEM, como el de diciembre de 2014<sup>1</sup>. En ese artículo se concluía, básicamente, lo siguiente:

- a) el precio dólar oficial no era muy diferente del de fin de la convertibilidad (diciembre 2001), y, por lo tanto, era mucho más bajo que el “dólar competitivo” de 2006;
- b) esa situación cambiaba si se tomaba en cuenta el boom de las commodities de exportación, aunque algunos exportadores y productores de productos regionales o industriales no podían competir con ese precio del dólar, algo que se traducía, en parte, en las restricciones comerciales y financieras impuestas por el gobierno;
- c) un nuevo gobierno, que recuperase la confianza de los mercados, cualquiera sea el salto “nominal” del dólar, provocaría un nuevo proceso de apreciación real del peso poniendo en jaque a los mismos sectores arriba mencionados: un dólar “más barato” que en el 2006 vendría para quedarse.

En ese contexto, se recomendaba empezar a trabajar seriamente en una agenda para bajar el “costo argentino” y en incentivos para aumentar la productividad de los sectores transables menos competitivos internacionalmente, a fin de que pudiesen enfrentar la persistente apreciación real del peso que se avecinaba.

#### *El dólar hoy: ¿está barato?*

Al aplicar la metodología básica de cálculo de tipo de cambio nominal a partir de indicadores agregados que se señala en aquel artículo del 2014 (IPC Argentina, IPC Estados Unidos, precios commodities, productividad, etc.), resulta lo siguiente:

- a) Un dólar de fin de 2001, corregido, sería de alrededor de \$16,60, esto es, algo más bajo que el precio de mercado actual, pero no distinto del valor antes de última escalada de la divisa.
- b) Un dólar de fin de 2006 (“dólar competitivo”) debería ubicarse en \$30,40, y el dólar de noviembre de 2015 (el “dólar del cepo”) estaría en \$14,9.
- c) El boom de las commodities hace su aporte “correctivo” (a favor de los sectores transables, aunque básicamente a favor del sector de granos), así como la pérdida sistemática de productividad del país frente a los Estados Unidos, compensa parte del auge hoy bastante menos notable que 10 años atrás<sup>2</sup>. De tomarse estas variables, puede llegarse a lo siguiente:
  - i. Un dólar de fin de 2001 estaría en unos \$12,7, bastante más bajo que el actual. Si se lo corrige por el atraso estimado para ese momento<sup>3</sup>, el dólar debería rondar los \$17,80 - \$19. En definitiva, el precio mínimo es justamente el que el BCRA parece sentirse cómodo estos días.
  - ii. Un dólar de fin de 2006, con las correcciones de términos de intercambio y productividad relativa estaría en el orden de los \$ 27,30, bastante más elevado que el actual.
  - iii. El “dólar del cepo”, con las mismas correcciones, estaría en unos \$15,3 (los términos de intercambio son muy similares entre ambas fechas, y el diferencial de productividad de sólo dos años no pesa tanto en este caso).
- d) Finalmente, hay que tomar en cuenta dos variables muy relevantes al momento de estimar los rangos de precios: 1) los flujos financieros; 2) las expectativas de los agentes ante la incertidumbre planteada por la situación económica y política del país.

<sup>1</sup> Ver Massot, J.M. “Dólar oficial, paralelo e incertidumbre”, en *Informe Económico Mensual*, N° 125, año 12, 2-4. Buenos Aires: Universidad del Salvador. En <http://fceye.usal.edu.ar/archivos/eco/docs/coyu1214.pdf>.

<sup>2</sup> Se imputó un diferencial a favor de los Estados Unidos de un 1% anual.

<sup>3</sup> Ver artículo citado, p.2.



En un mercado libre y sin intervención del BCRA, el precio *spot* del dólar tendería a reflejar aproximadamente todo este conjunto de variables, incluyendo estas últimas que se ven muy influida por la coyuntura financiera y las expectativas (y nerviosismo) de los agentes. En un intento de estimar unos números, podemos decir lo siguiente:

- a) El dólar “sin intervención” se ubicó en alrededor de \$16 unos dos meses atrás, por lo tanto puede pensarse que ese precio reflejaba a ese momento todo el set de variables que pueden afectar su cotización. Véase que, además, es un precio casi equivalente al precio de hoy del “dólar cepo” de noviembre de 2015, y sólo algo inferior al de diciembre de 2001.
- b) El aumento hasta \$18 (+12%) acontecido hasta el día 11 de agosto obedecería a los siguientes factores:
  - i. menos dólares de exportación, algo por efecto estacional pero que luego se pudo haberse endogeneizado, posponiendo liquidaciones ante expectativas de próximas depreciaciones del peso<sup>4</sup>;
  - ii. el auge de las compras por turismo y otros servicios, propios de esta época del año, dado el encarecimiento relativo de vacacionar en el país, o de comprar bienes como indumentaria y electrónicos (lo que motiva el actual flujo de viajes a Chile y Paraguay);
  - iii. la menor afluencia de dólares financieros por colocaciones del sector público, ya en vías de completar su programa financiero anual;
  - iv. la dolarización precautoria de carteras de los agentes, ante la incertidumbre electoral fomentada desde varios frentes políticos y que los medios, razonablemente, amplificaron.
- c) El hecho que el BCRA haya tenido que volcar cientos de millones de dólares en esta última semana indica, claramente, que el precio del dólar de mercado (con efecto expectativas, estacional, etc.) está por arriba del oficial, y que, como es habitual, podría llegar a espiralizarse de no actuar. El razonamiento de muchos agentes podría sintetizarse como: “aumentó y todos esperan que siga aumentando, por eso, por las dudas, compro”. Aquí no importan los cálculos como los expuestos en párrafos previos. En esas circunstancias, que claramente no que no son las actuales, el dólar no tendría techo, como tampoco la inflación.<sup>5</sup>
- d) Ahora bien, la intervención del BCRA impide conocer “ese dato” (precio que debiera captar esta especie de mezcla de sequía de billetes y nerviosismo); por lo tanto, perder ese dato impide saber cuánto sería el precio si el BCRA no interviniese. Sin embargo, se tienen dos referencias: 1) el dólar *blue* (que debería estar un poco por arriba del dólar libre sin intervención); 2) la brecha entre dólar oficial y *blue* del 2015.
- e) Por una parte, el dólar *blue* del día 10 de agosto se ubicó en \$ 18,43, aproximadamente, contra \$17,90 de la cotización oficial, con una brecha del 3% (casi irrelevante para nuestra historia cambiaria). Por otra, en la segunda parte del 2015, la brecha del tipo de cambio (oficial-*blue*) se ubicó en un rango de 55%-65% en promedio.

En la situación actual, bien puede pensarse que el dólar “sin intervención” debería ubicarse entre el oficial y el *blue* de estos días, en un precio que no se sabe y que podríamos conjeturar, y sólo para dar un número, en \$18,15. También podría decirse que, si la situación se descontrolase, podría empezar a pensarse en un escenario como el del 2015, en el que el dólar bien podría ubicarse en valores cercanos a los \$30, esto es, un “dólar desconfianza”. Esto no es lo que está ocurriendo luego del resultado de las PASO del domingo, y, por lo tanto, lo que se debe esperar es que el dólar se ubique por un tiempo razonable en una zona de confort para las autoridades, esto es, por debajo de \$18 que podría deslizarse hacia los \$19 con el paso de los meses, quizás alterado por eventos que desconocemos hasta el momento.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> El manejo de stocks por parte del sector obedece a la racionalidad económica más básica, por lo que posponer la liquidación ante posibles aumentos de precios es de una palmaria obvedad para cualquier productor o comerciante.

<sup>5</sup> Esto remite, por ejemplo, a casos históricos de crisis hiperinflacionarias.

<sup>6</sup> Una suerte de “cisne negro”, siguiendo los aportes de Taleb.

### Conclusión

**El dólar de \$18 (o menos, a corto plazo) es un dólar que refleja razonablemente todos los factores que influyen en la cotización de la divisa, por lo tanto, no puede afirmarse que el dólar está atrasado.** Sin embargo, ese precio no es “competitivo” para una parte sustantiva del sector transable del país, como tampoco lo era el precio del que rigió luego de junio de 2008. Esos sectores, dada la productividad y el “costo argentino”, requieren un dólar entre \$22 y \$27, lo cual es inviable en la situación actual.

Al respecto, puede decirse que, *si el país lograra sostener la confianza que logró a inicios de 2016 y reconfirmó en las últimas PASO*, deberán movilizarse rápidamente muchas fuerzas para **lograr un crecimiento en la productividad y una caída en el costo argentino** (impuestos, regulaciones, corrupción/corruptelas, costo financiero, eficiencia de todos los niveles del Estado, más y mejor infraestructura, etc.). Esto es lo único que permitiría ser competitivos con un precio del dólar resultado de la confianza y el acceso a los mercados financieros.

**Lógicamente, eso es fácil de decir, pero difícil de concretar, ya que no se da un salto de productividad del 50% de un día para el otro, menos en un país con una historia económica tan frustrante.** Por ese motivo es que ya en diciembre de 2014 se mencionó en esta columna la imperiosa necesidad de una estrategia de convergencia gradual a un nivel de tipo de cambio como el que actualmente rige, para así minimizar los efectos de una apreciación real del peso sin un salto en la productividad y sin una disminución considerable del “costo argentino”.

Como decía Ortega y Gasset, “argentinos a las cosas” pero, otra vez, los eventos llegaron y los argentinos estaban en otra. Lo que se observa ahora no es más que la realidad dual del país, la de aquel del “dólar caro-dólar barato” que lo ha afectado por décadas y que nunca pudimos resolver.

### BROTOS DE GERMINADOR

*Gustavo Martín*

**Los datos de actividad real muestran que la recesión quedó atrás. No obstante, estos guarismos no se traducen hacia una mayor confianza de los sectores consumidores ni tampoco se vislumbra un acompañamiento con mayores inversiones.**

Los datos referidos a la economía real mostraron lo que por fin añoraba el gobierno, los brotes verdes. El cuadro a continuación da cuenta de ello.

### CUADRO 2: INDICADORES DE ACTIVIDAD

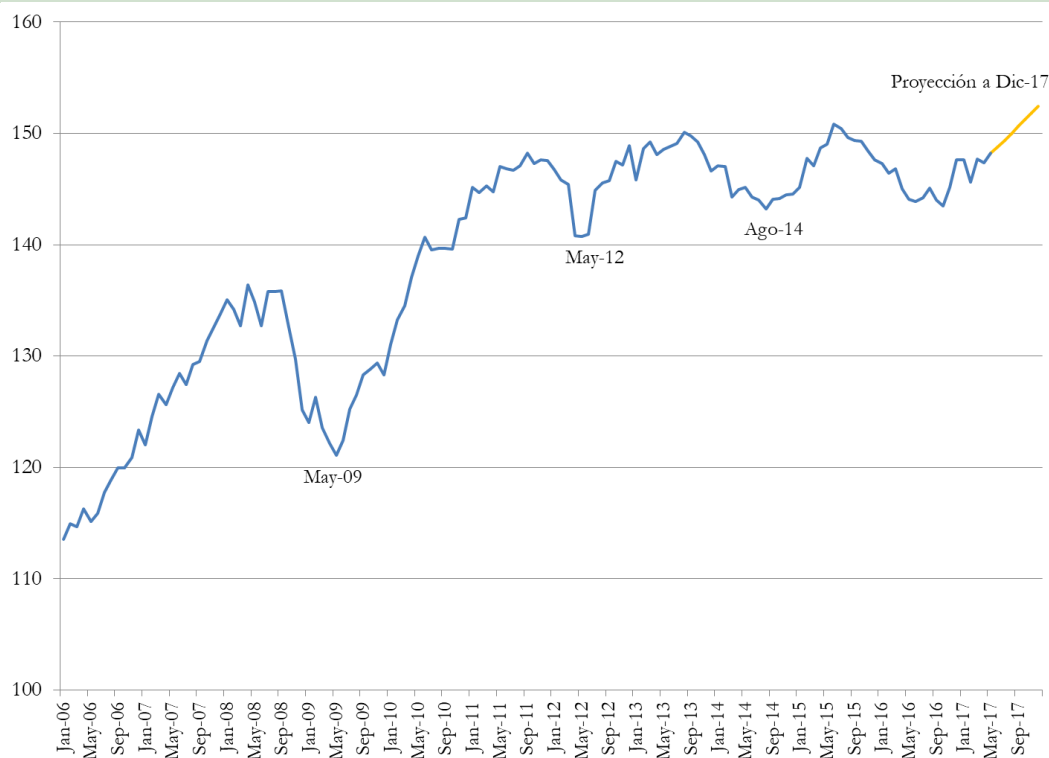
|   | Var % a/a |         |          | Var % m/m s.e. |         |          |
|---|-----------|---------|----------|----------------|---------|----------|
|   | Abril-17  | Mayo-17 | Junio-17 | Abril-17       | Mayo-17 | Junio-17 |
| Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)         | 0,5       | 3,3     | s/d      | -0,2           | 0,6     | s/d      |
| Estimador Mensual Industrial (EMI9)                     | -2,6      | 2,7     | 6,6      | s/d            | s/d     | s/d      |
| Índice de Producción Industrial FIEL                    | -3,0      | 5,5     | 5,0      | 0,5            | 1,4     | 0,4      |
| Índice de Producción Industrial OJF                     | 0,6       | 5,5     | 5,9      | -1,9           | 1,5     | 0,5      |
| Producción de Autos ADEFA                               | -15,1     | 13,8    | 9,2      | s/d            | s/d     | s/d      |
| Índice Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) | 10,5      | 10,3    | 17,0     | s/d            | s/d     | s/d      |
| Índice Construya  | 6,6       | 14,5    | 17,0     | 1,2            | 3,3     | 5,0      |
| Despacho de Cemento                                     | 10,7      | 8,7     | 15,8     | s/d            | s/d     | s/d      |

Fuente: INDEC, ADEFA, FIEL, OJ Ferreres y ASOC y AFCP

Sin embargo, los indicadores no indican nada espectacular aún o un cambio significativo en el régimen económico que implique una “nueva era” de crecimiento sostenido. En rigor, para que la economía crezca un 3% este año, guarismo superior a la mediana del REM que ubica el crecimiento en 2,7%, el EMAE debería crecer algo más de 0,5% mes contra mes desde junio hasta diciembre. Esta cifra no es para nada espectacular y, teniendo en cuenta el mal

desempeño del indicador durante 2016 esto no sería tan complicado de lograr. Por caso, en la recesión de 2008 que finalizó en mayo de 2009 el indicador creció a un promedio de 0,7% mensual hasta su pico en septiembre de 2011. En la recesión de 2011 cuyo punto más bajo se alcanzó en mayo de 2012 el EMAE creció en promedio 0,4% mensual hasta alcanzar un nuevo máximo en agosto de 2013. Asimismo, en la caída de 2014 la tasa de crecimiento mensual fue de algo menos que 0,5%. Por el momento, desde el mínimo en octubre de 2016 el guarismo creció 0,4% en promedio a junio de este año.

**GRÁFICO 4: ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)**  
**BASE 2004 = 100 SIN ESTACIONALIDAD**



Fuente: INDEC

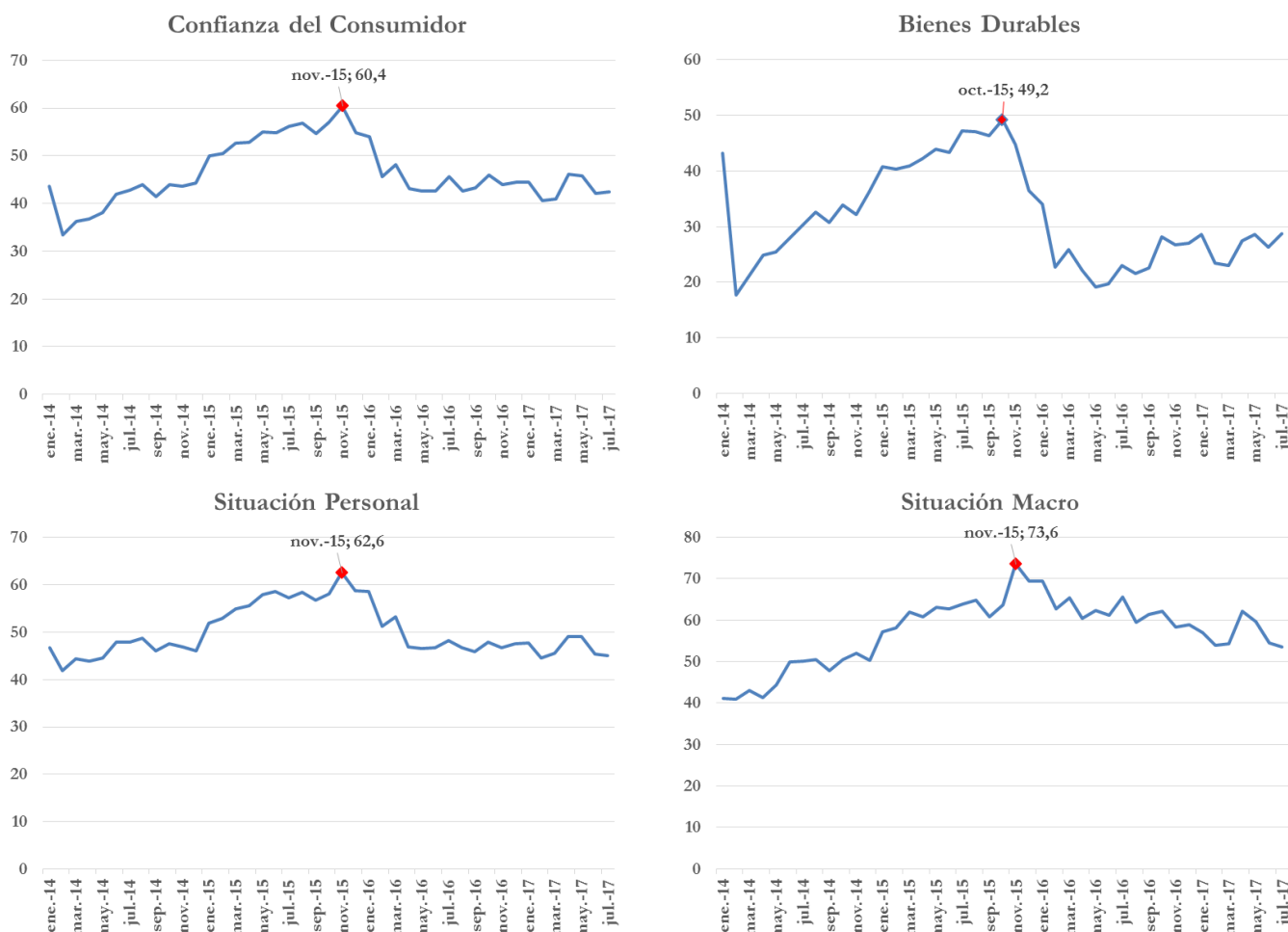
**Si la actividad real continúa creciendo a la tasa promedio mensual indicada anteriormente, a fin año el EMAE arrojará un crecimiento de 2,7% anual.** De esta manera, dados los buenos datos de junio para industria y construcción, no parece imposible que el crecimiento de la actividad económica, medida por el EMAE; se acelere a partir de junio a la tasa de 0,5% mensual para alcanzar un crecimiento cercano al 3% anual.

Si bien los datos y en cuanto a cómo viene desarrollándose la coyuntura no caben dudas de los llamados “brotes verdes”, esto no parece haberse traducido aún a expectativas, lo cual convierte en frágil el actual proceso de recuperación.

Los indicadores de confianza al consumidor publicados por la UTDT, muestran que aún a pesar de los brotes verdes, el público general sigue con el ánimo a niveles muy inferiores a los de los máximos alcanzados en 2015. Por caso, la confianza en julio de este año se encuentra un 83% más abajo del máximo de 2015, mientras que los respondientes de la encuesta sienten que su situación personal y la macro empeoraron alrededor de un 27% y que la posibilidad de la compra de bienes durables se desplomó un 43%.

En suma, los brotes verdes, aun cuando los datos muestran que aparecieron en mayo de este año, no se han sentido en el lado de los consumidores.

**GRÁFICO 5: CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y COMPONENTES**



Fuente: UTDT

Entonces, cabe preguntarse cómo es que una economía que se encontraría en pleno proceso de recuperación no logra generar la confianza suficiente como que la demanda acompañe dicho proceso y lo convierta en uno de crecimiento sostenido.

La respuesta se encuentra por supuesto en dos frentes bien diferenciados. Por un lado, se encuentran los problemas de incertidumbre asociados al contexto político y el combate a la inflación que por el momento no parece acercarse al objetivo anual. Por el otro lado, la recuperación es percibida todavía como frágil y para nada espectacular. Las tasas de crecimiento en reactivaciones anteriores desde 2005, no han sido muy distintas de las que ahora se observan y siempre se cayó en una nueva recesión al poco tiempo. Es más, **en promedio apenas sí se creció por encima del 0% desde 2011**. Así, el clima de confianza por el lado de la oferta (es decir el clima de negocios) tampoco mejora lo suficiente como para generar las inversiones necesarias que transformen la recuperación actual en un proceso de crecimiento de la actividad económica como en otros países. De esta manera, tampoco hay un efecto positivo sobre los consumidores que reducirían la incertidumbre anteriormente mencionada.

En suma, si bien la recesión quedó atrás, **la falta de confianza podría implicar que el crecimiento actual sea únicamente inercial, y que el proceso que permita el desarrollo sostenido de la actividad económica se retrase todavía unos años más.**

## PANORAMA INTERNACIONAL

### EL RIESGO GEOPOLÍTICO ALTERA LA CALMA

Jorge Viñas

**La nueva escalada de amenazas entre EE.UU. y Corea del Norte alteró la calma económica y financiera global. El aumento de la incertidumbre por el momento ha generado una búsqueda de refugio por parte de los inversores en activos seguros como el oro y los bonos del Tesoro de EE.UU.**

#### 1. Otra vez Corea del Norte despierta temores

El recrudescimiento de las amenazas entre Corea del Norte y EE.UU. durante la última semana, alteró la calma de la economía global, que venía transitando los meses del verano boreal sin mayores turbulencias. En efecto, la mayoría de los indicadores continúan mostrando que los países desarrollados sostienen una expansión del nivel de actividad a ritmo moderado, con inflación persistentemente baja pese al descenso del desempleo a los mínimos del ciclo actual. Al mismo tiempo, los países emergentes vienen evidenciando mejores perspectivas de crecimiento, con un descenso de la inflación en muchos de ellos que dan lugar a políticas económicas menos restrictivas.

A favor del contexto económico positivo, y del significativo aumento de ganancias que muestran las empresas en sus balances, los principales índices accionarios del mundo se han mantenido en tendencia alcista prácticamente ininterrumpida hasta principios de agosto. Al mismo tiempo, **los indicadores de volatilidad en los mercados financieros se ubicaban en niveles históricamente bajos.**

Sin embargo, este escenario benigno se vio interrumpido abruptamente cuando el 8 de agosto el Presidente Trump prometió descargar sobre Corea del Norte “fuego y furia como el mundo jamás ha visto” si el régimen norcoreano no cesaba sus amenazas sobre EE.UU. La respuesta norcoreana subiendo la apuesta, al afirmar que estaba preparando un ataque con misiles sobre la base norteamericana en la isla de Guam, intensificó el estado de tensión. En consecuencia, los mercados financieros globales experimentaron el típico movimiento de búsqueda de refugio en los activos considerados como más seguros por parte de los inversores<sup>7</sup>, como el oro y los bonos del Tesoro de EE.UU.

**El oro registró entre el 8 y el 11 de agosto una suba del 2,5%, acercándose a los máximos de 2017, mientras que la tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años bajó a de 2,26% a 2,18%, próximo al mínimo de 2017.** La contrapartida fue una caída generalizada de los índices mundiales de acciones, que en promedio bajaron 2,5% en el mismo lapso.

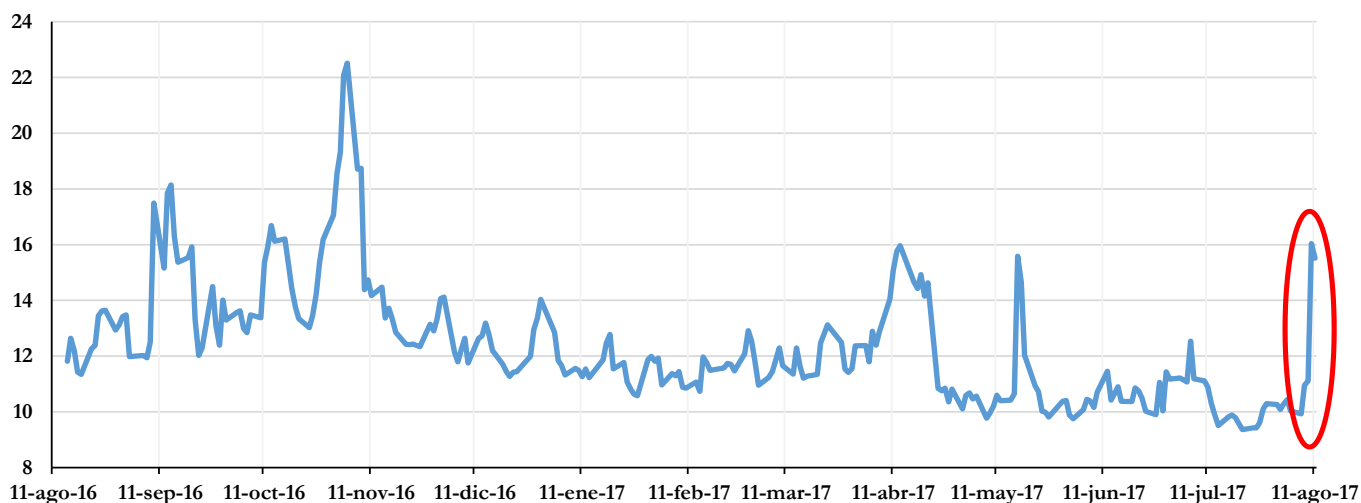
Hasta el momento no se trata de una baja muy significativa, teniendo en cuenta las fuertes subas anteriores. Sin embargo, es mucho más notorio el salto en los índices de volatilidad. Por ejemplo, el índice VIX que mide la volatilidad implícita de las opciones sobre las acciones de EE.UU., un indicador de cuánto están dispuestos a pagar los inversores para cubrir sus posiciones ante eventos adversos, saltó de su mínimo histórico de 10 antes del nuevo cruce de Trump con Corea del Norte a 16 al cierre del viernes 11 de agosto (véase el Gráfico 6).

Teniendo en cuenta la imprevisibilidad que ha caracterizado a Trump, así como la oscuridad que rodea al régimen norcoreano, se torna muy difícil hacer un análisis de probabilidades sobre los distintos escenarios de evolución del conflicto y su impacto en la economía global y en los mercados financieros. En base a la historia reciente, se puede establecer la hipótesis de que, si el conflicto no llega al enfrentamiento armado o a acciones militares concretas, es muy probable que se restablezca la calma financiera más o menos rápido, sin secuelas relevantes para la economía global, tal como ha ocurrido en episodios similares en el último año.

<sup>7</sup> Movimiento ampliamente conocido por el término en inglés “flight-to-quality”



GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE VIX DE VOLATILIDAD IMPLÍCITA DE OPCIONES DEL S&P500



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

En cambio, si en esta ocasión la escalada del conflicto deriva en acciones militares directas, es probable que el estrés financiero se intensifique, aumentando el riesgo de que la economía global sufra un impacto negativo. Sin embargo, no debe soslayarse el hecho de que, en caso de materializarse dicho escenario negativo, encontraría a la economía mundial en las mejores condiciones de los últimos años para absorber un shock adverso.

## 2. EE.UU.

La característica más notable de la economía de EE.UU. sigue siendo que la inflación no repunta pese a que el empleo sigue aumentando, llevando la tasa de desempleo al mínimo del actual ciclo económico.

**En julio, se crearon 209.000 nuevos puestos de trabajo, superando las proyecciones de consenso según Bloomberg (190.000) y del promedio de los últimos 6 meses (180.000).** La tasa de desempleo bajó de 4,4% en junio a 4,3% en julio, el mínimo que se había alcanzado en mayo, pero ahora con una tasa de participación más elevada, ya que la fuerza laboral como proporción de la población adulta aumentó a 62,9% (de 62,8% en junio y 62,7% en mayo. Pese a ello, la variación interanual de los ingresos salariales promedio por hora se mantuvo en el 2,5% del mes anterior.

La ausencia de presiones inflacionarias se confirmó una vez más con la publicación de los índices de inflación de julio. La inflación minorista registró una variación mensual de 0,1%, llevando la variación interanual a 1,7% respecto a 1,6% en junio. La inflación subyacente, a la que se le presta mayor atención para interpretar las tendencias inflacionarias, también registró una variación mensual de 0,1% en julio, quinto mes seguido de mediciones mensuales inferiores al 0,2% considerado el nivel normal. La variación interanual se mantuvo en 1,7% por tercer mes consecutivo, el nivel más bajo desde el primer semestre de 2015.

Las causas que han llevado a esta aparente ruptura de la correlación inversa habitual entre la inflación y el desempleo no están claras, y el debate sobre este tema se torna cada día más intenso. De un lado están los que sostienen que la baja inflación de los últimos meses obedece a una sucesión de factores no recurrentes que impidieron que el nivel general de precios evidenciara el comportamiento alcista típicamente asociado a un bajo desempleo<sup>8</sup>. En cuanto se agoten dichos factores, la inflación retomará la tendencia al alza interrumpida. El problema con este argumento es que los factores extraordinarios no se han dado en uno o dos meses, sino que ya van 5 meses consecutivos de inflación subyacente débil. A medida que pasan los meses y el fenómeno persiste, se torna más difícil justificar que se trata sólo de factores no recurrentes.

<sup>8</sup> En julio, el factor no recurrente fue la caída de 4,2% en los precios de alojamiento fuera del hogar. En meses anteriores habían sido las tarifas de telefonía celular y las tarifas aéreas.

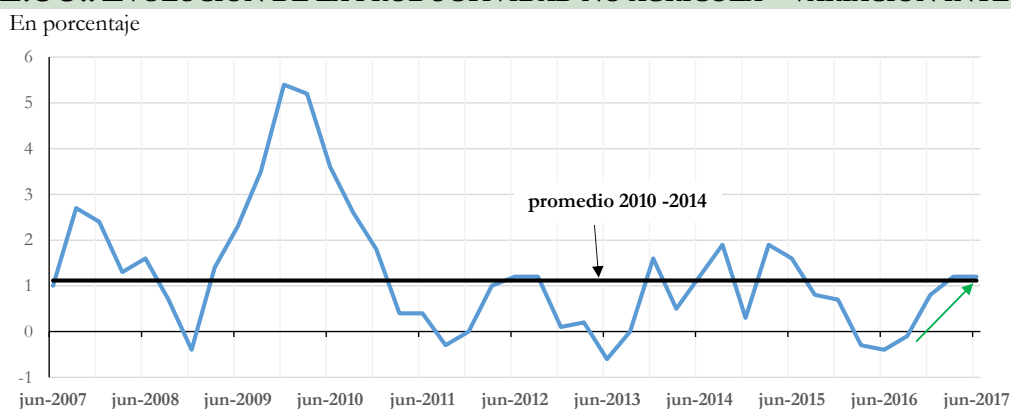
Del otro lado, están los que argumentan que la baja de la inflación tiene causas estructurales, ligadas al cambio tecnológico producido principalmente por Internet y su impacto sobre la competencia global y la baja de costos. Si bien este argumento encuentra sustento en evidencia anecdótica ligada al impacto que están teniendo en los canales de distribución minorista las empresas de ventas “on-line”, no hay suficiente evidencia empírica que lo avale.

Ante la falta de resolución de esta disyuntiva, la Fed mantiene una postura cauta en el proceso de normalización de la política monetaria. Si bien el bajo nivel de desempleo argumenta en favor de una aceleración en el ritmo de suba de tasas, la persistencia de la baja inflación la lleva a sostener una trayectoria muy gradual. En la reunión de julio mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios en el rango 1%-1,25%, tal como se esperaba. De acuerdo a las últimas proyecciones de sus miembros<sup>9</sup> habría una suba adicional de 25 p.b. antes de fin de año, pero al 11 de agosto la probabilidad implícita en los contratos futuros de tasa de Fondos Federales de una suba de 25 p.b. en diciembre es de sólo el 25%. En tanto y en cuanto la inflación no repunte, se torna cada vez más probable que la Fed no vuelva a tocar las tasas hasta 2018.

Diferente es la cuestión del comienzo de la reducción de los activos acumulados en el balance de la Fed en los distintos programas de QE. Aquí la Fed parece no querer seguir demorándose pese a la baja inflación, sino que busca aprovechar el estado saludable que presenta la economía de EE.UU. y los mercados financieros, para regularizar una situación extraordinaria que ha llevado a la acumulación de 4,5 billones de dólares en su balance, más de 4 veces más que al comienzo de la crisis financiera internacional a mediados de 2008. **En el comunicado tras la reunión de julio, la Fed sostuvo que comenzará con dicho proceso en los próximos meses, lo que lleva a esperar que haya un anuncio concreto en la reunión de septiembre.**

Por otra parte, los últimos datos de productividad, que incluyeron una revisión a los datos históricos de los últimos tres años que incorpora la serie actualizada de PIB para ese período, trajeron novedades positivas para la economía de EE.UU. En efecto, la serie revisada muestra una evolución de la productividad más favorable que la serie original, mientras que los datos del segundo trimestre, que arrojan un crecimiento interanual de la productividad del 1,2%, confirman la recuperación que empezó a evidenciarse a fines de 2016 (véase el Gráfico 7). Todavía es relativamente débil en términos históricos, pero al menos ha retornado al promedio anual de los primeros años de la actual expansión económica entre 2010 y 2014.

**GRÁFICO 7. EE.UU.: EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD NO AGRÍCOLA – VARIACIÓN INTERANUAL**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

La recuperación de la productividad ha contribuido a la mejora de las ganancias de las empresas estadounidenses. Las ganancias agregadas de las empresas que conforman el índice S&P500 mostraron en el segundo trimestre un crecimiento interanual del 10,5%, lo que representa una fuerte reversión de la reducción de utilidades en el período 2015-2016. Dicho crecimiento se explica tanto por un crecimiento de las ventas como por una expansión de los márgenes de beneficios, en lo que seguramente ha influido la recuperación de la productividad.

<sup>9</sup> Correspondientes al mes de junio, ya que en la reunión de julio no se brindaron nuevas proyecciones. La próxima actualización de proyecciones de los miembros de la Fed está prevista para la reunión de septiembre.

### 3. Eurozona

Los datos del PIB del segundo trimestre confirmaron que la economía de la Eurozona se mantiene en un sólido proceso de expansión. El crecimiento real del PIB del segundo trimestre ascendió a 2,3% anualizado en términos desestacionalizados contra el trimestre anterior. De esta forma se completan 12 trimestres consecutivos de crecimiento superior al 1% anualizado. Esto ha permitido reducir la tasa de desempleo a 9,1% en junio, un nuevo mínimo para el ciclo actual, respecto a un pico de 12,1% a mediados de 2013.

En materia de inflación, en julio la inflación minorista de la Eurozona se mantuvo estable en el 1,3% interanual, mientras que la inflación subyacente se incrementó levemente a 1,2% de 1,1% en junio. En ambas mediciones, la inflación todavía se encuentra lejos de la meta del 2% del Banco Central Europeo (BCE), aunque la inflación subyacente muestra un incipiente repunte respecto a fines de 2016.

Si bien las proyecciones del BCE apuntan a que todavía llevará un largo período hasta que la inflación retorne al 2%<sup>10</sup>, la fortaleza que muestra la actividad económica está llevando a la autoridad monetaria a un replanteo de los plazos para empezar a revertir los estímulos monetarios extraordinarios, si bien todavía está lejos la posibilidad de comenzar a subir las tasas. Aun cuando no ha habido ninguna comunicación al respecto, la especulación de que el BCE está analizando terminar con el programa de compra de títulos a principios de 2018, está teniendo fuertes repercusiones en los mercados financieros.

La principal repercusión es la fuerte apreciación que está experimentando el euro. En lo que va de 2017, acumula una apreciación nominal del 12,5% frente al dólar, alcanzando al 11 de agosto 1,1831 dólares por euro, el nivel más alto desde enero de 2015. Si bien en este proceso ha jugado un rol central el debilitamiento generalizado del dólar, provocado por el desencanto ante la falta de avance de las políticas de Trump, en términos multilaterales el euro acumula una apreciación del 5,2% en lo que va de 2017, destacándose que la mayor parte de ese movimiento se dio desde el mes de mayo (véase el Gráfico 8).

#### GRÁFICO 8. EUROZONA. TIPO DE CAMBIO NOMINAL EFECTIVO MULTILATERAL



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Eurostat

El rápido ascenso que está experimentando el euro está comenzando a despertar preocupación por el impacto negativo que puede tener sobre el crecimiento económico. Los modelos del BCE asumen que un movimiento de la moneda de la magnitud verificada en lo que va de 2017, puede tener un impacto de orden inverso del 0,2% anual en los próximos dos años sobre el crecimiento del PIB. Al mismo tiempo, el impacto sobre los precios de los bienes transables, especialmente de la energía, y el efecto indirecto por un menor crecimiento de la demanda agregada, puede reducir la inflación en más de 0,3% anual.

<sup>10</sup> Al menos 2 años, ya que para 2019 proyectan todavía una inflación del 1,6%

En principio, mientras la economía de la Eurozona muestra un crecimiento firme, incluso por encima de las estimaciones del BCE, la apreciación del euro no debería generar revisiones a la baja significativas en las proyecciones de crecimiento. Esto también atenuaría las revisiones a la baja en los pronósticos de inflación, ya que solo quedaría el canal de transmisión de los precios transables. Sin embargo, puede ser un factor importante a la hora de la determinación del BCE sobre el cronograma de cambios en la política monetaria. Se espera con gran expectativa la próxima reunión de política monetaria a celebrarse el 7 de septiembre.

#### 4. *Japón*

Para terminar de configurar un escenario de crecimiento muy favorable en los países desarrollados en el primer semestre de 2017, Japón acaba de publicar los datos del PIB del segundo trimestre, con un crecimiento real del 4% anualizado frente al trimestre anterior. Esta cifra se ubica muy por encima de las proyecciones de consenso según Bloomberg que ascendían a un de por sí elevado 2,5% anualizado. Adicionalmente, el crecimiento del primer trimestre fue revisado al alza, de 1% a 1,5% anualizado.

Cabe destacar que la demanda privada interna fue el principal motor de la expansión en el segundo trimestre, con un crecimiento anualizado del 5,3%, en la que tanto el consumo privado (+3,7%) como la inversión en capital fijo (+11,2%) tuvieron contribuciones significativas. Por otra parte, el fuerte crecimiento real sirvió para generar un crecimiento nominal positivo del 1,1% anualizado, pero todavía el efecto deflacionario no puede ser erradicado. El deflactor del PIB registró una variación interanual negativa de 0,4%.

Si bien es altamente improbable que se alcance la meta de 2% anual de inflación minorista para el primer trimestre de 2019 (cierre del ejercicio fiscal 2018 en Japón), la mejora que evidencia la actividad económica real, en especial la demanda interna, lleva a que el Banco de Japón (BOJ) por el momento no se plantee medidas monetarias adicionales para intentar hacer converger la inflación a la meta.

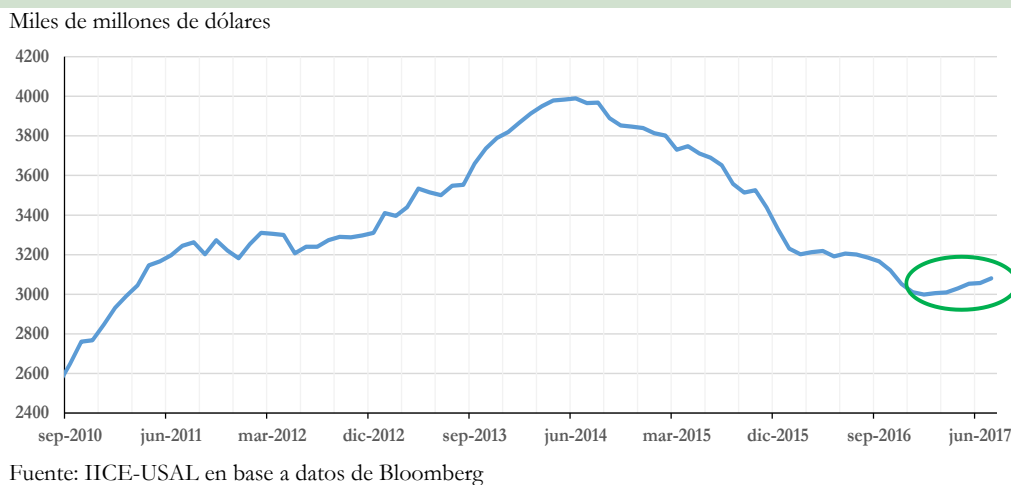
#### 5. *China*

La economía de China registró un crecimiento del PIB del 6,9% interanual en el segundo trimestre de 2017, ligeramente por encima del 6,8% esperado por el consenso según Bloomberg. De esta forma cerró un primer semestre con crecimiento sólido de 6,9% interanual, apuntalado por las políticas gubernamentales específicas que alimentaron la inversión tanto del sector corporativo como el residencial. Dado que estas políticas han potenciado los temores por los efectos no deseados en términos de exceso de inversión y de endeudamiento, es probable que el gobierno de China vuelva a focalizarse en contener y desactivar estos riesgos, por lo que es previsible algún grado de desaceleración económica hacia los próximos trimestres.

Esto empezó a evidenciarse con los datos de actividad de julio: la producción industrial registró una expansión interanual del 6,4%, por debajo del 7,6% de junio y del 7,1% estimado por el consenso, mientras que las ventas minoristas crecieron 10,4% interanual frente al 11% en junio y el 10,8% esperado por el consenso. También resultó significativa, y especialmente relevante para la mayoría de los países emergentes que dependen en buena medida de las importaciones de China, la desaceleración que registró el comercio exterior chino en julio. Las exportaciones pasaron de crecer 11,3% interanual en junio a 7,2% en julio, mientras que las importaciones pasaron del 17,2% interanual en junio a 11% en julio.

Más allá de los vaivenes que pueda seguir experimentando la actividad económica en China, ligados al énfasis de las autoridades en impulsar un mayor crecimiento o en contener los riesgos macroeconómicos subyacentes, un frente que muestra una mejora significativa es la evolución de las reservas internacionales. Tras tocar un piso levemente por debajo de 3 billones de dólares en enero de 2017, empezaron una gradual pero sostenida recuperación hasta ubicarse en 3,08 billones a fines de julio de 2017, una mejora de más de U\$S 80.000 M (véase el Gráfico 9). En parte, esta mejora es atribuible a la intensificación de los controles de capital, pero también las empresas dejaron de cancelar deuda externa en términos netos.

### GRÁFICO 9. CHINA: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES



La reversión en la salida de capitales restó presión sobre la moneda china, que empezó a revertir el proceso de depreciación de 2015 y 2016, especialmente a partir de finales de mayo de 2017. Desde entonces, hasta el 11 de agosto, acumula una apreciación del 3,6%. Esto a su vez, ayuda a aliviar las tensiones comerciales con EE.UU., alejando las posibilidades de que Trump acuse a China de manipular la moneda.

### VENEZUELA: EN CAÍDA LIBRE

*Héctor Rubini<sup>11</sup>*

**La situación política y económica de Venezuela es explosiva. La población de ese país deberá seguir soportando una persistente escasez de bienes de consumo con hiperinflación, en un contexto político insostenible.**

La situación en Venezuela está prácticamente en un punto de no retorno. El estado de agitación se agravó con el reciente plebiscito constitucional y el avance régimen de Nicolás Maduro hacia una Asamblea Constituyente con mayoría propia. El objetivo, siempre violentando los mecanismos transparentes y pluralistas de una genuina democracia, no es otro que el de concentrar en el propio Maduro “la suma del poder”, con los instrumentos habituales de los regímenes con ínfulas totalitarias: persecución psicológica y física a disidentes, encarcelamiento arbitrario de opositores, inexistencia de libertad de prensa, controles arbitrarios a la movilidad de personas, divisas y de bienes y servicios (tanto interna como externa), y uso arbitrario de fuerzas de seguridad y de defensa para reprimir opositores.

A la controvertida decisión del Tribunal Supremo de Justicia de abril pasado, en que disolvió la Asamblea Legislativa, siguió un irregular proceso que instaló una Asamblea Constituyente a principios de este mes. A pedido de ese Tribunal, fue removida la fiscal general, la chavista y hoy anti-Maduro, Luisa Ortega Díaz. Una decisión esperable, dado que la presidente de la Asamblea es la ex canciller Delcy Rodríguez. Su objetivo no es otro que el de coordinar y acelerar el proceso “legal” de utilizar la Asamblea Constituyente para imponer un sistema político de partido único, que legitime, unilateralmente, la ilegalidad de todo partido o movimiento de oposición. Esto es, un régimen cívico-militar poco y nada diferente a los gobiernos de facto del siglo pasado en nuestra región.

De manera prolija, pero algo tardía, el MERCOSUR suspendió a Venezuela el pasado sábado por “ruptura del orden democrático”, a la espera de alguna mejora en ese país. Sin embargo, la evolución de los hechos desde abril hasta ahora confirmado que no hay razón objetiva para admitir al régimen de Venezuela en MERCOSUR. Desde su incorporación al bloque no cumplió con los compromisos de alinear sus instituciones legales a las exigencias mínimas para al mismo. Tampoco mostró real voluntad de hacerlo.

<sup>11</sup> Una versión previa fue publicada en el diario *El Economista*, Buenos Aires, 7 de agosto de 2017.



La decisión adoptada por los líderes del bloque de la década pasada de incorporar al régimen chavista al MERCOSUR no era más que el uso de un bloque comercial relativamente “grande” en la región como plataforma para lanzar una suerte de “internacional” anti ALCA y anti Estados Unidos que pretendía liderar Hugo Chávez. Un disparate que se fue desmoronando con la desaparición de varios líderes y quedó en la nada luego del retroceso en la región de líderes “progresistas”, cuyos gobiernos vienen siendo objeto de acusaciones judiciales de todo tipo. De hecho, el propio Lula da Silva ha sido condenado por la Justicia de su país, y las revelaciones sobre una “internacional de la corrupción” en la región no parecen haber llegado a su fin.

La actitud del mundo, casi sin excepciones, roza lo inadmisible. Que la dictadura de Caracas privilegie sus vínculos con Cuba, Irán, Rusia y China no debe asombrar a nadie. Lo que sigue siendo todavía inentendible, es que el gobierno de los Estados Unidos mantenga relaciones prácticamente normales con dicho régimen y le permita a la dictadura de Maduro poseer y operar en su territorio refinerías de petróleo y estaciones de servicio. También la pasividad y visible tolerancia del resto de América Latina, y fundamentalmente de los países europeos. Cuesta entender que hayan esperado a que se acumulen más de un centenar de muertos para los gobiernos de países desarrollados empezaran a retirar personal de sus sedes diplomáticas en Caracas. Tardíamente, también, recién en las últimas dos semanas reaccionó el gobierno de los Estados Unidos con un mensaje algo ambiguo. Primero Donald Trump mencionó la posibilidad de hacer uso de la fuerza para intervenir en ese país. Luego de la lluvia unánime de críticas que recibió su idea, el vicepresidente Mike Pence, de visita en nuestro país en esta semana, que Washington no estudia opciones bélicas con relación al régimen de Maduro.

Este estado de cosas no emergió en unos pocos meses. Es la reacción autoritaria ante reclamos que se vienen acumulando en los últimos tres años, cuando se exacerbó el autoritarismo y estatismo del régimen chavista al debilitarse el precio del petróleo, que representa el 96% de los ingresos de exportación de este país. Una vez terminada la “fiesta” del régimen, el racionamiento del acceso a divisas y los controles cada vez más invasivos a las actividades empresariales, y en particular al comercio interior y exterior, empeoraron la situación: al espantar a empresarios extranjeros y desalentar la inversión local, la actividad y la solidez de las cuentas fiscales fueron desapareciendo con los ingresos de exportación. Resultado inevitable: la destrucción de PIB año tras año. **Según el Banco Mundial, las tasas de crecimiento real anuales desde 2014 han sido: -3,9% en 2014, -8,2% en 2015 y -12,0% en 2016. Para este año proyecta -7,7% y preliminarmente para el año próximo -1,2%. Esto significa, la destrucción en 5 años del PBI existente a fin de 2013.**

La economía hoy es altamente dependiente de un estado con rojo fiscal permanente, y que se sostiene con endeudamiento y contratos de ventas de petróleo a países “amigos”. Sin embargo, con una actividad de extracción y refinación de petróleo al 30% de uso de la capacidad instalada, todo indica que se profundizará el camino rumbo a expropiaciones de bienes privados, y eventualmente a un default de la deuda. En el corto plazo, la contracción de oferta de bienes se traduce en un creciente exceso de demanda de bienes. Un exceso de demanda insatisfecha que no cubre la espiral de emisión monetaria. El país se encuentra desde hace más de un año en un sendero recesivo, con aumento de la escasez de bienes, y en el ingreso a un proceso de hiperinflación.

El gobierno está manteniendo, además, un régimen de tipos de cambio múltiples, con dos tipos de cambio oficiales, en extremo bajos, para importadores que acceden a operaciones de importación “preferencial” (en torno de 15 bolívares) y no preferencial”, entre 15 y 3.000 bolívares, **se suma el dólar paralelo que dos semanas atrás rozó los 19.000 bolívares, y al cierre de este informe cotizaba a 16.800 bolívares.**

Como con otros casos análogos las oportunidades de arbitraje generan compraventas que conducen a la aceleración de la suba del dólar y de los precios, dado el cada vez menor ingreso de divisas. Los importadores que no acceden al dólar preferencial, pagan más caro en moneda local los insumos y otros bienes importados, y deben revenderlos a precios cada vez mayores en el mercado interno. Esto incentiva la sobrefacturación de dólares preferenciales más baratos, para revenderlos a importadores fuera de este canal, o a otras personas que deben realizar giros al exterior, o desean acumular dólares como reserva de valor ante la suba de precios. Resultado: huida de bolívares a dólar, hiperinflación y desabastecimiento de todo tipo de bienes, hasta de combustibles.

Según el FMI la inflación en 2017 sería de 720%, y se aproximaría a 2.100% en 2018. **Sin embargo, para el economista Steve Hanke, de la Johns Hopkins University, la inflación observada en ese país ya se encuentra**

---

**casi en el orden de 1.200%**. Hanke, al igual que otros economistas, entienden que el final de este proceso se podría abreviar adoptando una suerte de dolarización a un tipo de cambio fijo, con coexistencia de bolívares y dólares por cinco años. Una propuesta relativamente razonable, pero con un plazo demasiado largo para una reforma monetaria de tal envergadura, y sin un acuerdo monetario con la Reserva Federal. **Las reservas internacionales no dejan de caer, y actualmente apenas superan los U\$S 9.900 M.** Monto menos que mínimo para intentar siquiera un régimen de caja de conversión, previo a una dolarización de jure.<sup>12</sup>

Ciertamente, desde afuera de un país en crisis, cualquiera puede proponer cualquier cosa. Lo que sí es cierto, es que hasta que no implusione de verdad la economía venezolana y no llegue a su fin el régimen de Maduro, ese tipo de propuestas no tiene sentido alguno. Todo dependerá de la transición hacia el fin de este régimen y de las condiciones, lamentablemente desastrosas, en que se encontrará ese país a posteriori. Duele decirlo, pero **todo parece conducir a una crisis económica y humanitaria de una complejidad y gravedad hasta ahora desconocida en nuestra región.**

---

<sup>12</sup> Ver <https://www.forbes.com/sites/stevehanke/2017/08/15/stop-venezuelas-economic-death-spiral-dollarize-now/#129b1b40770b>

**INDICADORES**

| Indicador   | jul-16 | ago-16 | sep-16 | oct-16 | nov-16 | dic-16 | ene-17 | feb-17 | mar-17 | abr-17 | may-17 | jun-17 | jul-17 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Indicadores de Actividad</b>                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>                    | -5,7%  | -1,9%  | -3,3%  | -4,4%  | -1,3%  | 0,1%   | 1,6%   | -2,0%  | 1,3%   | 0,5%   | 3,3%   | n/d    | n/d    |
| <i>Var m/m, sim estacionalidad</i>                | 0,3%   | 0,6%   | -0,7%  | -0,3%  | 1,2%   | 1,7%   | 0,0%   | -1,3%  | 1,4%   | -0,2%  | 0,6%   | n/d    | n/d    |
| <b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>     | -6,3%  | 7,3%   | 10,3%  | 7,9%   | 18,8%  | 108,7% | 5,8%   | 26,6%  | -13,2% | 12,6%  | 31,7%  | 26,9%  | n/d    |
| <i>Var m/m, con estacionalidad</i>                | -16,6% | 21,4%  | 6,0%   | -16,9% | 10,7%  | 15,4%  | -26,6% | 24,4%  | 66,9%  | -1,2%  | 16,7%  | 19,2%  | n/d    |
| <b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>     | -7,9%  | -6,8%  | -5,7%  | -8,2%  | -1,3%  | -0,2%  | -3,6%  | -9,0%  | -0,8%  | 2,0%   | 3,9%   | 5,9%   | n/d    |
| <i>Var t/t, m/m, desest.</i>                      | 1,9%   | -2,1%  | 0,0%   | -0,2%  | 2,6%   | 2,2%   | -0,6%  | -3,0%  | 2,5%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,5%   | n/d    |
| <b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>    | -8,7%  | -4,0%  | -8,1%  | -7,6%  | -1,5%  | -1,0%  | 4,0%   | -8,8%  | -1,2%  | -3,1%  | 4,3%   | 5,0%   | n/d    |
| <i>Var t/t, m/m, desest.</i>                      | 1,5%   | 0,2%   | -2,2%  | 1,3%   | 2,0%   | 1,3%   | -1,3%  | 0,0%   | -1,0%  | 0,8%   | 0,7%   | 0,4%   | n/d    |
| <b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>   | -7,9%  | -5,7%  | -7,3%  | -8,0%  | -4,1%  | -2,3%  | -1,1%  | -6,0%  | -0,4%  | -2,6%  | 2,7%   | 6,6%   | n/d    |
| <b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>                    | -23,1% | -3,7%  | -13,1% | -19,2% | -9,4%  | -7,8%  | -2,4%  | -3,4%  | 10,8%  | 10,5%  | 10,3%  | 17,0%  | n/d    |
| <b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>  | -23,9% | -16,2% | -17,9% | -19,7% | -20,2% | -12,6% | 0,0%   | -6,7%  | 11,2%  | 6,6%   | 14,5%  | 17,0%  | 23,7%  |
| <i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>                   | 5,6%   | -6,5%  | 3,6%   | -0,8%  | -4,0%  | 6,3%   | -12,6% | 8,2%   | 3,3%   | 1,3%   | 3,3%   | 5,0%   | 4,0%   |
| <b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>     | -20,7% | 6,6%   | -11,7% | -17,7% | 2,1%   | 0,0%   | 0,0%   | -8,7%  | 28,7%  | 10,7%  | 8,7%   | 16,9%  | 18,8%  |
| <b>Indicadores del Sector Externo</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Exportaciones en USD</b>                       | 4.967  | 5.759  | 5.040  | 4.715  | 4.836  | 4.591  | 4.252  | 3.881  | 4.537  | 4.829  | 5.415  | 5.150  | n/d    |
| <i>Var. % a/a</i>                                 | -10,6% | 12,2%  | -2,8%  | -6,3%  | 20,8%  | 33,9%  | 9,7%   | -6,3%  | 2,6%   | 1,8%   | 0,8%   | -2,6%  | n/d    |
| <b>Importaciones en USD</b>                       | 4.690  | 5.051  | 4.679  | 4.829  | 4.721  | 4.526  | 4.340  | 3.939  | 5.468  | 4.973  | 6.057  | 5.898  | n/d    |
| <i>Var. % a/a</i>                                 | -18,0% | -7,1%  | -15,2% | -2,1%  | -0,4%  | 0,2%   | 7,1%   | -2,4%  | 16,4%  | 13,8%  | 24,0%  | 15,4%  | n/d    |
| <b>Saldo Comercial en USD</b>                     | 277    | 705    | 361    | -114   | 115    | 65     | -88    | -58    | -931   | -144   | -642   | -748   | n/d    |
| <b>Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b> | 208,1  | 199,6  | 197,9  | 196,8  | 198,9  | 200,1  | 203,9  | 204,7  | 198,6  | 193,6  | 195,5  | 195,4  | 205,6  |
| <i>Var. % a/a</i>                                 | -4,8%  | -2,5%  | 2,1%   | 1,0%   | 6,4%   | 8,4%   | 13,2%  | 12,9%  | 7,0%   | -0,8%  | -8,4%  | -12,7% | -1,2%  |

| Indicador                                      | jul-16 | Ago-16 | sep-16 | oct-16 | nov-16 | dic-16 | ene-17 | feb-17 | mar-17 | abr-17 | may-17 | jun-17 | jul-17 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Precios</b>                                 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>IPC GBA (INDEC) Var. % m/m</b>              | 2,0%   | 0,2%   | 1,1%   | 2,4%   | 1,6%   | 1,2%   | 1,3%   | 2,5%   | 2,4%   | 2,6%   | 1,3%   | 1,4%   | 1,7%   |
| <i>Núcleo Var. % m/m</i>                       | 1,9%   | 0,8%   | 1,5%   | 1,4%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,3%   | 1,8%   | 1,8%   | 2,3%   | 1,6%   | 1,5%   | 1,8%   |
| <b>IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a</b> | 46,0%  | 43,8%  | 43,1%  | 43,9%  | 43,4%  | 40,3%  | 38,0%  | 34,4%  | 33,4%  | 27,3%  | 25,2%  | 23,4%  | 22,9%  |
| <i>Var. % t/t, m/m</i>                         | 2,4%   | 0,5%   | 1,3%   | 2,9%   | 1,9%   | 1,6%   | 1,6%   | 2,1%   | 2,4%   | 2,1%   | 1,8%   | 1,3%   | 2,1%   |
| <b>IPCBA (CABA) Var. % a/a</b>                 | 47,2%  | 43,5%  | 42,0%  | 44,7%  | 44,8%  | 41,0%  | 38,0%  | 35,6%  | 35,0%  | 29,4%  | 25,4%  | 23,4%  | 22,9%  |
| <i>Var. % t/t, m/m</i>                         | 2,2%   | -0,8%  | 0,8%   | 2,9%   | 2,0%   | 1,2%   | 1,9%   | 2,2%   | 2,9%   | 2,1%   | 1,8%   | 1,5%   | 1,8%   |
| <b>Indicadores Fiscales</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Ingresos Totales Var. % a/a</b>             | 22,3%  | 28,2%  | 28,5%  | 23,8%  | 48,8%  | 99,2%  | 40,0%  | 35,6%  | 47,9%  | 35,0%  | 14,5%  | 24,3%  | n/d    |
| <b>Gastos Primarios Var. % a/a</b>             | 30,7%  | 38,3%  | 36,7%  | 51,5%  | 33,0%  | 85,4%  | 37,9%  | 39,1%  | 29,0%  | 38,1%  | 23,6%  | 25,6%  | n/d    |
| <b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <i>Mediana</i>                                 | 25,0   | 25,0   | 20,0   | 20,0   | 21,0   | 22,0   | 25,0   | 25,0   | 25,0   | 20,0   | 21,0   | 20,0   | 21,0   |
| <i>Media</i>                                   | 29,8   | 30,9   | 29,8   | 27,6   | 28,6   | 29,6   | 29,2   | 31,2   | 31,3   | 27,4   | 27,9   | 27,3   | 28,3   |
| <b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <i>Indice</i>                                  | 45,6   | 42,6   | 43,3   | 46,0   | 43,9   | 44,9   | 0,0    | 40,7   | 41,0   | 46,2   | 45,8   | 42,0   | 43,0   |
| <i>Var. % m/m</i>                              | 7,1%   | -6,6%  | 1,6%   | 6,4%   | -4,6%  | 1,2%   | 0,0%   | -8,5%  | 0,7%   | 12,8%  | -0,9%  | -8,1%  | 91,9%  |
| <i>Var. % a/a</i>                              | -18,7% | -25,0% | -20,7% | -19,2% | -27,2% | -19,0% | -17,7% | -10,8% | -15,0% | 7,0%   | 7,3%   | -1,2%  | 98,8%  |