

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 169 - Año 19 – 13 de febrero de 2019

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Leandro Marcarián, Héctor Rubini, Eliana Scialabba y Jorge Viñas.

EL DATO DEL MES

Tasas de interés. El BCRA comenzó a impulsar una baja de la tasa de control monetario, absorbiendo base monetaria vía emisión de Letras de Liquidez a 7 días (LELIQ). La tasa promedio de las LELIQ emitidas el 12 de febrero fue de 44,36% anual, 14,9 puntos menos que a fin de 2018.

LO QUE HAY QUE SABER

Economía en calma, por ahora. La economía sigue en un escenario de recesión con inflación, pero sin perturbaciones. Se espera que la estabilidad del dólar y la baja gradual de las tasas de interés se extiendan hasta el mes próximo. La actividad económica no mostrará signos de sólida reactivación, lo cual es un factor de riesgo para las aspiraciones electorales del presidente Macri.

Perspectivas para este año. Se espera una caída del PIB no inferior al 1,5%, y una inflación de al menos 29%. Bajo estas condiciones han reaparecido serias dudas sobre el logro de un déficit primario igual a cero para este año.

Venezuela en crisis. La presión internacional y las tensiones internas parecían debilitar al régimen gobernante. Sin embargo, su caída es poco probable si las FF.AA. siguen apoyando a Nicolás Maduro. Mientras tanto, se agrava la crisis económica, lo cual complicará la reconstrucción que deberá encarar un eventual futuro gobierno que pudiera surgir de elecciones libres.

Brasil inicia una nueva etapa. El nuevo presidente Jair Bolsonaro recibió el país con un nivel de endeudamiento público insostenible y una alta demanda de reformas estructurales, especialmente la del sistema previsional. Se esperan cambios fundamentales también en materia de política comercial, y un alineamiento estrecho con los Estados Unidos.

LO QUE VIENE

Paritarias laborales. Comienza la negociación de subas salariales para este año. Para la mayoría de las actividades se esperan incrementos salariales entre 25 y 30%.

Préstamo del FMI. Se espera que el organismo apruebe el cumplimiento de las metas del programa de ajuste en curso, y que apruebe el desembolso de U\$S 10.700 millones para el mes de marzo.

Reforma del sistema jubilatorio en Brasil: La semana próxima quedará definido el proyecto de reforma que el Poder Ejecutivo enviará al Congreso de Brasil antes de fin de mes. Se descuenta un aumento en las edades mínimas para jubilarse, y la creación de un sistema de capitalización.

Venezuela: se esperan definiciones para evitar un agravamiento de la crisis política y humanitaria en curso. Mientras aumenta la presión internacional por elecciones libres en ese país, el gobierno de los EE.UU. no descarta ninguna nueva medida contra el régimen de Maduro, incluida la opción militar.

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

PANORAMA DE ARGENTINA

CALMA TRANSITORIA, POR AHORA...

Héctor Rubini

La economía se encuentra en relativa calma. El dólar y la inflación continuarían en leve descenso hasta febrero, al igual que las tasas de interés. La actividad no mostrará signos de sólida reactivación, lo cual es un factor de riesgo para las aspiraciones electorales del presidente Macri.

El año comenzó sin perturbaciones. Una buena noticia para la actual administración que enfrenta un año con foco casi exclusivo en las elecciones presidenciales de octubre. Todo indica que la campaña electoral tendrá como único eje la llamada “grieta” que enfrenta a la coalición gobernante Cambiemos con el ex Partido Justicialista, desmembrado hoy en una agrupación kirchnerista (“Unidad Ciudadana”) y dos agrupaciones no kirchneristas.

El oficialismo apuesta a inclinar la intención de voto a su favor de la mano del avance de las investigaciones judiciales sobre hechos de corrupción durante las pasadas administraciones kirchneristas. Las noticias más recientes son bastante negativas para dicho sector. Un hijo del empresario Lázaro Báez ha quedado detenido en el marco de una causa por lavado de dinero. A su vez el juez Bonadío dictó el procesamiento de 92 intendentes y ex intendentes municipales de 11 provincias en una causa por malversación de fondos del ex Programa de Gestión Integral de Residuos Sólidos Urbanos (GIRSU). Pero la novedad más relevante fue la decisión del Tribunal Oral N° 2 que rechazó el pedido de la ex presidente Cristina Fernández de Kircher para postergar el primer juicio oral en su contra relacionado con 52 contratos otorgados por el ex Ministerio de Planificación Federal a empresas de Báez por \$ 46.000 millones durante los tres gobiernos del matrimonio Kirchner. Dicho juicio se iniciará el próximo 26 de este mes contra Cristina Fernández de Kirchner, Lázaro Báez y otros 14 acusados.

El avance de las causas contra la ex presidenta es una complicación más que fundamental para inclinar la intención de voto mayoritaria a su favor. Pero el oficialismo no tiene un panorama muy a su favor tampoco. Pero la oposición confía en inclinar la intención de voto a su favor en la medida en que la economía no salga del escenario actual de destrucción de actividad y empleo con inflación no inferior al 2% - 2,5% mensual.

La elección presidencial se celebrará en octubre, precedida por la Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) en agosto, pero a nivel provincial once jurisdicciones han adelantado los comicios para gobernador y las PASO provinciales. El ciclo lo inició la provincia de La Rioja con un cuestionado plebiscito para reformar su Constitución Provincial para habilitar al actual gobernador Sergio Casas a que se presente como candidato para un tercer mandato.

CUADRO 1. CALENDARIO ELECTORAL

1.a. Comicios adelantados respecto de los nacionales

27-ene-19	Consulta popular La Rioja
17-feb-19	PASO La Pampa
10-mar-19	Elecc. pñales y munic. Neuquén
31-mar-19	PASO San Juan
07-abr-19	PASO Chubut y elecc. pñales y munic. Río Negro
14-abr-19	PASO Entre Ríos
28-abr-19	PASO San Luis y Santa Fe
12-may-19	Elecc. pñales y munic. Córdoba
19-may-19	Elecc. pñales y munic. La Pampa
02-jun-19	Elecc. pñales y munic. San Juan y Misiones
09-jun-19	Elecc. pñales y munic. Chubut y Entre Ríos
16-jun-19	Elecc. pñales y munic. San Luis y Santa Fe
29-sep-19	Elecc. pñales y munic. Mendoza

Fuente: datos de gobiernos provinciales.

Provincias que podrían confirmar adelantamiento de sus comicios:
Chaco, La Rioja, Tucumán y
Tierra del Fuego

1.b. Fechas clave para los comicios nacionales

30-abr-19	Cierre padrón provisorio de votantes y fecha límite para novedades registrales.
10-may-19	Vence plazo para apertura de registro de empresas de encuestas y sondeos de opinión para las PASO.
25-may-19	Cierre del plazo para recepción de redamos de electores sobre el padrón provisorio.
12-jun-19	Vence plazo de solicitud de reconocimiento de alianzas transitorias y confederaciones para participar en los comicios.
17-jun-19	Constitución de Junta Electoral de agrupaciones políticas.
	Vence plazo para comunicar a la Junta Electoral, la integración, reglamento, domicilio y sitio web de las juntas electorales partidarias.
	Vence plazo para asignar colores de las boletas partidarias para las PASO y para las elecciones generales.
19-jun-19	Asignación de colores para agrupaciones nacionales .
20-jun-19	Asignación de colores para agrupaciones distritales que no pertenecen a una agrupación nacional.
22-jun-19	Cierre del plazo para presentar listas de precandidatos para las PASO.
24-jun-19	Vence plazo para admisión o rechazo de las listas por parte de la Justicia Electoral y para que las juntas partidarias comuniquen a los juzgados federales las listas de precandidatos oficializados, para que a su vez estos los informen a la Dir. Nac. Electoral para la asignación de aportes y espacios de campaña
27-jun-19	Presentación de modelos de boletas por parte de las listas internas a la Junta Electoral Partidaria
02-jul-19	Vence plazo para designar responsable económico financiero por agrupación política.
	Designación de un responsable técnico y un representante tecnológico por lista y agrupación.
07-jul-19	Fin del plazo para sorteo público de espacios para asignar espacios de publicidad.
12-jul-19	Inicio de la campaña electoral en medios audiovisuales. Vence plazo para designación y ubicación de mesas receptoras de votos y para designación de autoridades de mesa. Impresión y publicación del padrón definitivo.
27-jul-19	Publicación de lugares y mesas de votación.
09-ago-19	8:00 hs. AM: fin de la campaña electoral para las PASO. Inicio de la veda electoral, prohibición de realizar actos públicos, proselitismo, publicar y difundir encuestas y sondeos preelectorales
11-ago-19	Elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO).
13-ago-19	Vence plazo para redamos sobre los comicios. Inicio del escrutinio definitivo.
07-sep-19	Vence plazo para registro de candidatos proclamados en las PASO y pedido de oficialización de listas.
13-sep-19	Convocatoria al debate presidencial obligatorio.
17-sep-19	Vence plazo para la oficialización de candidatos por parte de la Justicia Electoral.
22-sep-19	Inicio de la campaña electoral para las elecciones generales.
27-sep-19	Publicación del padrón definitivo de electores.
02-oct-19	Inicio de la campaña electoral en medios de comunicación audiovisual.
12-oct-19	Inicio de plazo de prohibición de actos de gobierno susceptibles de promover la captación de votos.
19-oct-19	Prohibición de publicación de encuestas y pronósticos electorales.
25-oct-19	8:00 hs. AM: fin de la campaña electoral. Inicio de la veda electoral, prohibición de realizar actos públicos, proselitismo, publicar y difundir encuestas y sondeos preelectorales
27-oct-19	Elecciones generales. Prohibición de publicar encuestas y proyecciones sobre los resultados de las Elecciones Generales entre las 8:00 hs. y las 21:00 hs.
29-oct-19	Vence plazo para redamos sobre los comicios. Inicio del escrutinio definitivo.
24-nov-19	Segunda vuelta si ningún candidato obtuvo las mayorías requeridas (art. 149° de la Const. Nacional)

Fuente: Dirección Nacional Electoral.

El año estará focalizado en los resultados provinciales anticipados de las provincias de mayor peso electoral hasta el 11 de agosto. El resultado en términos de suma de votos para cada partido sigue un ordenamiento que tiende a repetirse en las elecciones generales.

Hasta ahora las encuestas arrojan cierta paridad entre el candidato ya confirmado por el oficialismo (el presidente Macri) y la potencial candidata opositora (Cristina Fernández de Kirchner). Sin embargo, entre ambos sumarían hoy entre

el 60% y 70% de los votos. Resta un 30%-40% de electores que pueden optar por algunos de ellos, o por otros candidatos, o bien emitir voto en blanco, nulo o no ir a votar. **Esto abre camino a una campaña electoral más intensa que en otras ocasiones, y con uso de todo tipo de tecnologías y estrategias publicitarias y de acción psicológica.**

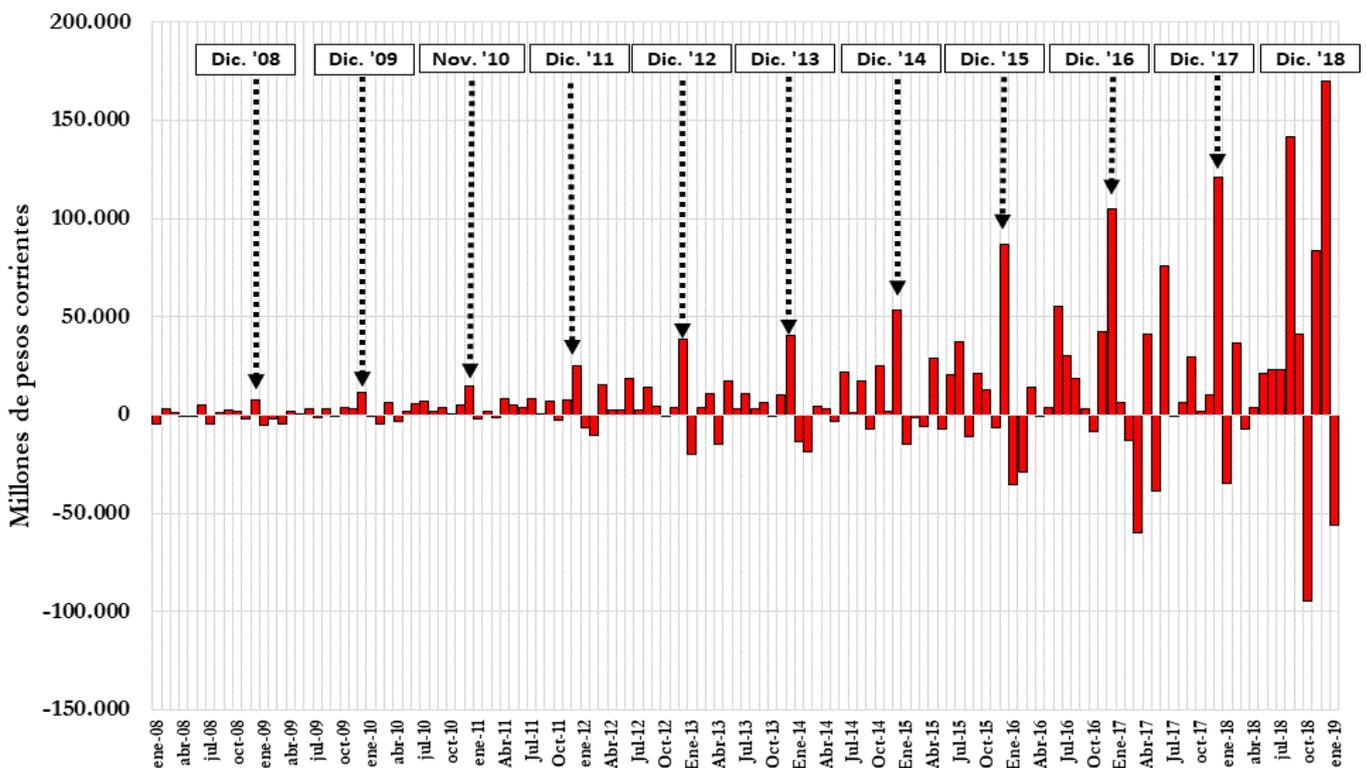
En el interín, el peso de la marcha de la economía no podrá obviarse. Si bien política fiscal y especialmente la monetaria, siguen las pautas acordadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el núcleo del programa sigue siendo el mantenimiento de muy altas tasas de interés, con un objetivo que algunos llaman “triple cero”:

- a) Cero endeudamiento externo.
- b) Cero crecimiento (sin estacionalidad) de la base monetaria.
- c) Cero déficit fiscal primario.

El objetivo de frenar la “fiebre del dólar” se ha logrado sin discusión. La eliminación de las Letras del Banco Central (LEBAC) no ha sido traumático y el stock de su sustituto parcial, las Letras de Liquidez (LELIQ), a 7 días, no crecen explosivamente como las LEBAC entre diciembre de 2015 y septiembre de 2017. **El tipo de cambio, a su vez ha retrocedido a niveles entorno de \$ 38, perforando el “piso” de la banda de intervención del BCRA.** Si bien la autoridad monetaria redujo de 3% mensual a 2% mensual la velocidad de aumento del “techo” y del “piso” de la banda de libre flotación, las expectativas respondieron mejor que lo esperado, con un tipo de cambio tendiendo a estabilizarse entre \$37 y \$39.. De todas formas, la cancelación de LEBAC y las necesidades del Tesoro para pago de salarios estatales y transferencias a sectores de bajos ingresos generó en diciembre **un salto de la base monetaria de \$ 170.086 M.** Un récord histórico que continúa el patrón crónico del BCRA de generar hacia fin de año la mayor expansión monetaria mensual de cada año, sea para financiar al Tesoro o para otros fines. **Prueba visible de la inexistencia de supuestos “sesgos contractivos” de política monetaria y de falta de independencia del BCRA.**

Además, los incrementos anuales de la base monetaria en una década de crecimiento nulo de la actividad real tornan más que evidente la imposibilidad de pensar, siquiera, en una baja en serio de la inflación, más allá de lo que ocurra con sus mecanismos de propagación vía reajustes de salarios, alquileres, y precios regulados.

GRÁFICO 1. BASE MONETARIA. VARIACIONES MENSUALES (EN \$ M)



Fuente: BCRA

El siguiente cuadro, muestra un patrón de preocupante crecimiento de la emisión monetaria en 11 años, y con visible aceleración. Los datos del BCRA muestran **que entre fin de 2017 y fin de 2018 la base monetaria creció un 1.323,5%, a una tasa anual promedio creciente: de 23,1% anual en la primera presidencia de Cristina Kirchner, a 31,4% promedio anual bajo la actual administración.** Dinámica bien inflacionaria, no corregida al menos hasta 2018:

CUADRO 2. BASE MONETARIA. VARIACIONES (EN \$ M) Y TASAS DE CRECIMIENTO % ANUALES

Año	Var. en \$ M	Var. % anual	Var. % prom. anual	Administración
2008	10.470	10,6%	23,1%	Cristina F. de Kirchner (I)
2009	12.901	11,8%		
2010	38.058	31,1%		
2011	62.514	39,0%		
2012	84.430	37,9%	29,5%	Cristina F. de Kirchner (II)
2013	69.845	22,7%		
2014	85.368	22,6%		
2015	161.325	34,9%		
2016	197.775	31,7%	31,4%	Mauricio Macri
2017	179.449	21,8%		
2018	407.864	40,7%		

Acumulada 1.309.998 1323,5%

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

El programa en curso desde octubre pasado apunta a un control de la inflación con un compromiso de freno abrupto y permanente al *crecimiento* de la base monetaria. Instrumento necesario, no suficiente, y de aplicación apenas inicial. A su vez, la prima de riesgo país promedio mensual (índice EMBI de JP Morgan para la deuda soberana argentina) registró una caída de 122,4 puntos básicos entre diciembre de 2018 y la primera semana de este mes. **Es la segunda mayor caída después de la de la deuda de Venezuela (1.846,6 p.b.), pero por su nivel se encuentra entre las más altas de la región: 4.704 p.b. para Venezuela, 677 p.b. en el caso de Ecuador, y en tercer lugar Argentina (651 p.b.).**

CUADRO 3. PRIMA DE RIESGO PAÍS (EMBI JP MORGAN) EN PUNTOS BÁSICOS. PROMEDIOS MENSUALES

Período	Global	LatAm	Venezuela	Ecuador	Argentina	Rep. Dom	México	Bolivia	Brasil	Paraguay	Guatemala	Colombia	Uruguay	Perú	Panamá	Chile
Enero-abril 2018	312,2	347,6	4.548,3	521,8	396,4	275,7	239,8	195,7	228,1	194,9	179,0	171,1	150,4	136,6	117,4	118,6
Mayo 2018	352,5	387,7	4.464,3	687,4	469,5	318,9	268,7	214,8	259,8	227,6	205,9	189,7	187,3	157,6	139,4	135,4
Junio 2018	376,9	408,0	4.711,0	714,7	529,1	341,1	292,6	270,0	318,8	246,4	225,2	199,8	195,3	163,2	149,1	142,3
Julio 2018	364,9	391,0	4.986,1	650,6	571,4	323,4	267,6	263,6	287,6	215,7	192,7	180,2	175,8	150,1	134,8	136,9
Agosto 2018	383,1	407,3	5.363,6	680,3	668,5	331,0	278,9	253,7	299,6	214,7	199,2	182,4	174,6	149,2	136,9	139,4
Septiembre 2018	384,6	408,8	6.091,1	689,9	667,5	323,8	269,3	229,7	313,2	213,7	207,5	176,7	170,3	139,6	126,6	133,3
Octubre 2018	377,6	405,6	5.807,3	671,0	658,1	319,3	268,7	237,0	263,0	218,2	216,9	179,5	171,8	143,3	131,5	129,5
Noviembre 2018	404,7	433,9	6.028,1	746,1	655,8	340,9	326,9	297,8	258,0	246,5	239,3	201,8	197,2	157,0	153,5	146,2
Diciembre 2018	422,3	452,0	6.550,5	766,1	773,6	362,6	340,4	356,6	266,1	255,3	258,5	211,1	200,2	162,9	160,2	159,4
Enero 2019	400,5	428,6	5.737,5	709,6	701,0	343,7	328,5	331,8	249,1	236,5	242,0	200,6	187,1	155,5	152,3	148,4
1º a 7 de feb. 2019	368,4	395,7	4.703,9	677,1	651,2	318,4	312,6	300,8	234,3	216,5	214,2	185,8	174,1	147,3	136,6	137,7
Var. Feb'19 vs. Dic. '18	-53,9	-56,3	-1.846,6	-89,0	-122,4	-44,2	-27,8	-55,8	-31,8	-38,8	-44,4	-25,3	-26,2	-15,6	-23,6	-21,7
Promedio 2018 (a)	375,4	404,6	5.394,5	680,9	598,9	326,3	283,6	257,7	277,1	225,9	213,8	188,0	180,3	151,1	138,8	137,9
Promedio ene-feb '19 (b)	384,5	412,1	5.220,7	693,3	676,1	331,1	320,5	316,3	241,7	226,5	228,1	193,2	180,6	151,4	144,4	143,0
(b) - (a)	9,1	7,5	-173,8	12,4	77,2	4,8	36,9	58,7	-35,5	0,6	14,3	5,2	0,2	0,3	5,6	5,1

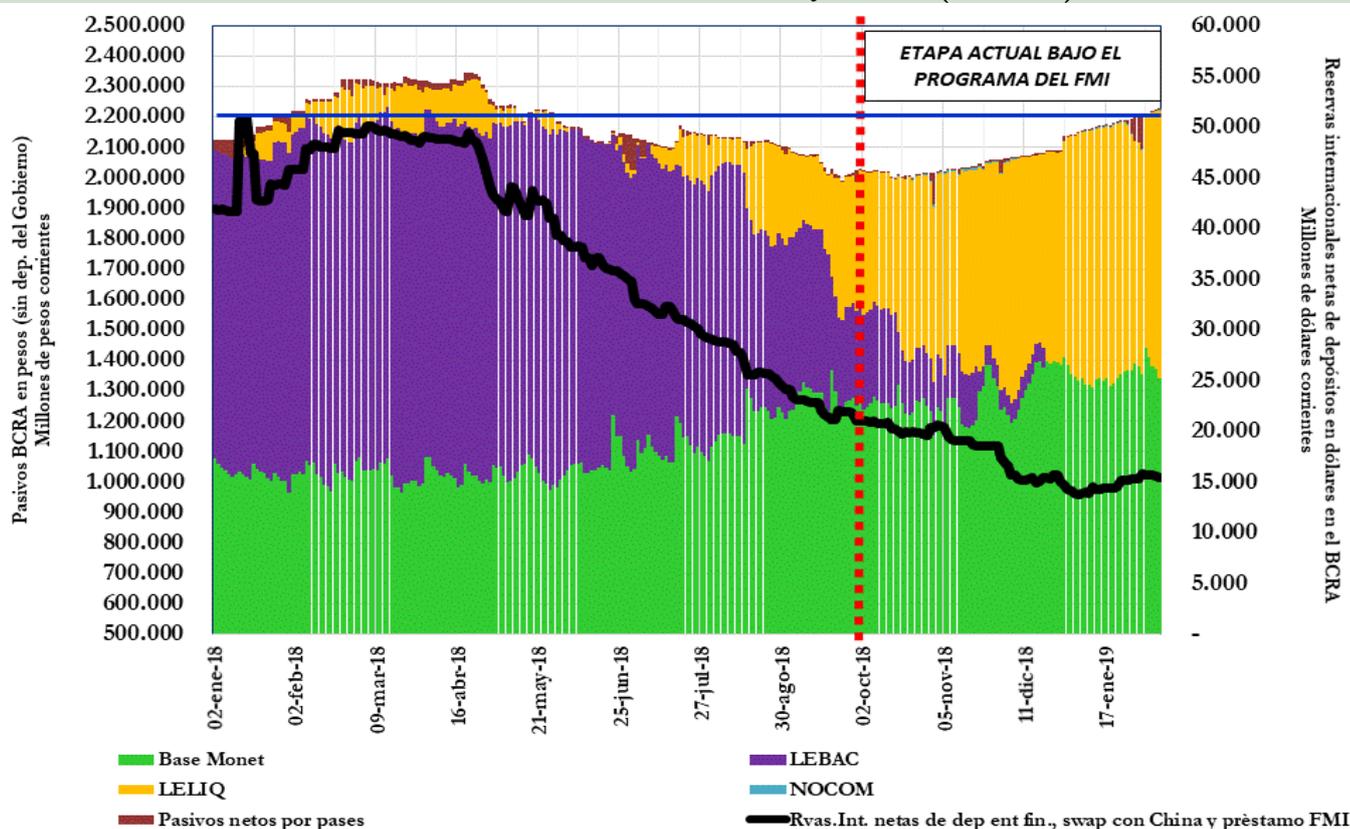
Fuente: JP Morgan Chase.

En el caso de nuestro país el riesgo país promedio para enero y la primera semana de febrero todavía supera el promedio del año pasado. Sin embargo, ha descendido, al igual que el resto de la deuda de países emergentes, por la mejora de la demanda de bonos de países emergentes impulsada por varios factores:

- la buena recepción de la tregua comercial entre EE.UU. y China que impulsó la demanda de deuda de este país y otros emergentes,
- la decisión de la Reserva Federal de no subir la tasa de Fondos Federales y la expectativa de que no lo haría en el resto del año, incentivando compras de papeles de países emergentes¹,
- el “cierre” del gobierno por más de un mes paralizó la Security Exchange Commission suspendiendo la emisión de deuda corporativa de alto riesgo y aumentando la búsqueda de mayores retornos en papeles de países emergentes,
- la percepción de debilitamiento de Maduro en Venezuela, y
- mayor crédito de inversores externos a encuestas que preelectorales favorables al presidente Macri.

La actual meta de crecimiento cero de la base monetaria, sin estacionalidad supone estabilizar su nivel en torno de \$1,4 billón hasta fin de año. Sin embargo, la suma de pasivos monetarios y no monetarios del BCRA crece sin pausa desde el 1° de octubre pasado:

GRÁFICO 2. PASIVOS DEL BCRA Y RESERVAS INTERNACIONALES AJUSTADAS (2018-2019)

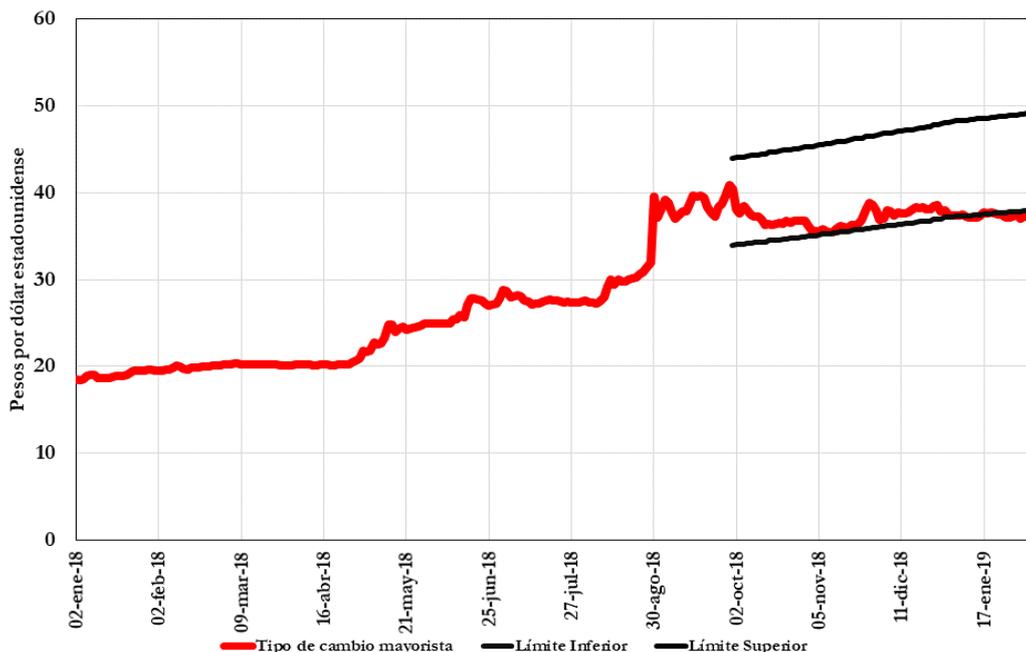


Fuente: elaboración propia con datos del BCRA

A su vez, las reservas netas de aportes del FMI y del Banco Central de China, y de depósitos en dólares, iniciaron leve recuperación a principios de enero. El tipo de cambio dejó de subir, pero se ha estabilizado a punto de terminar quedando por debajo del límite inferior de la banda de no intervención del BCRA. Algo que ahora forzará a reconsiderar el esquema, ya que la banda ambiaría es no sólo amplia, sino totalmente devinculada del comportamiento de la cotización del dólar.

¹ Ver en más detalle el art. De Jorge Viñas “ “ en este IEM

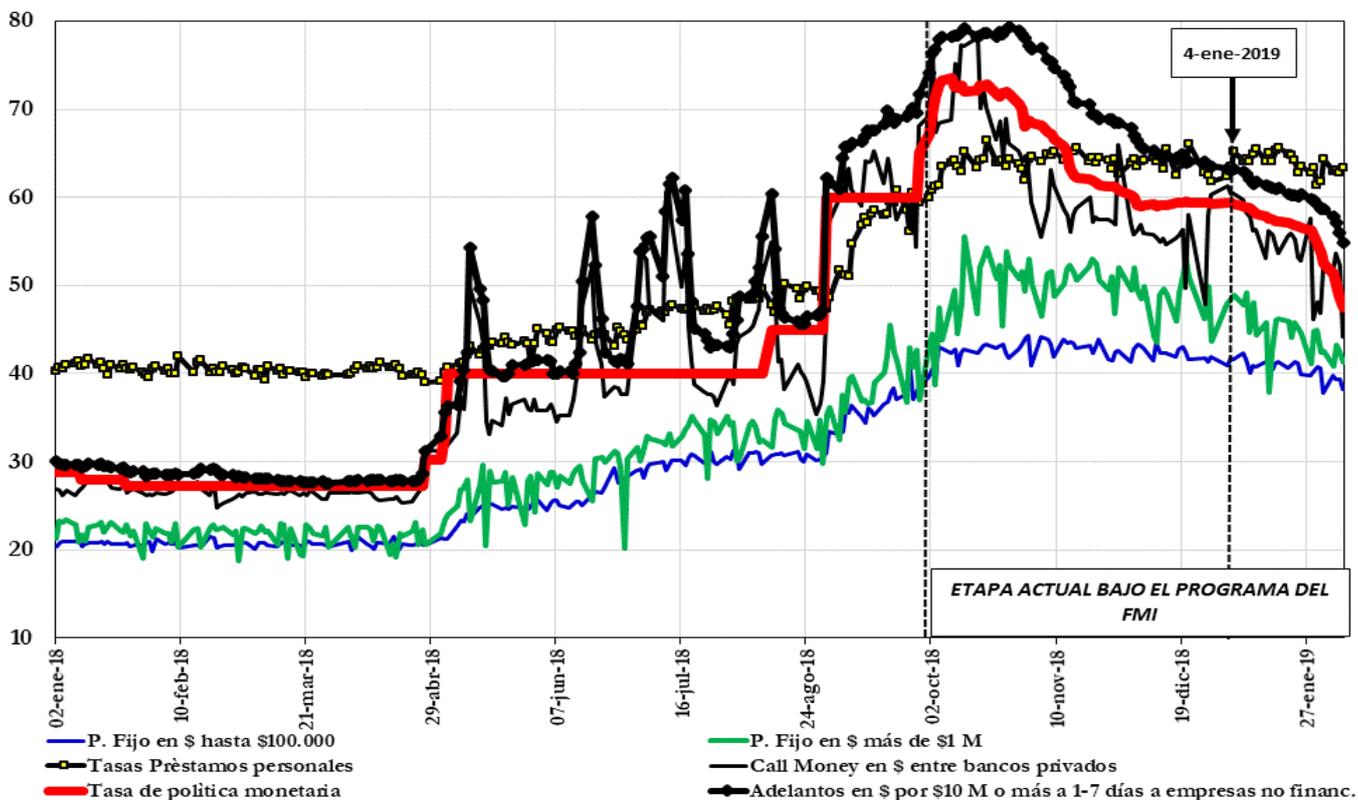
GRÁFICO 3. TIPO DE CAMBIO NOMINAL (\$/U\$) Y BANDA DE INTERVENCIÓN DEL BCRA



Fuente: elaboración propia con datos del BCRA

Las altas tasas de interés, a su vez, empezaron a registrar una baja algo más “agresiva” a partir de enero, por las colocaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) a 7 días de parte del BCRA para controlar la base monetaria:

GRÁFICO 4. TASAS DE INTERÉS EN PESOS (% ANUAL)



Fuente: BCRA.

Como lo advertimos ya el año pasado, el programa del FMI enfría la demanda interna del sector privado (consumo e inversión), no contribuye a un fuerte aumento de la competitividad ni de las exportaciones, y conduce a una

dinámica irreversible (al menos en el primer semestre de este año) de quiebras y concursos de empresas, destrucción de vacantes laborales y empobrecimiento de la población.

Probablemente, el BCRA ha tratado de inducir un alivio acelerando la baja de la tasa de policía monetaria², en línea con la baja en los indicadores de inflación esperada del último Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA. Pero como lo muestra el gráfico anterior, **esa baja sólo es acompañada por el segmento de grandes entidades, que a su vez concentran sus operaciones con grandes clientes.**

La tasa promedio para depósitos hasta \$ 100.000 está en leve baja, pero es más visible el descenso desde enero de las tasas de call money y de adelantos por más de \$10 M a empresas no financieras. **Las tasas para préstamos personales (en buena parte del sistema no muy desalineadas para adelantos a pequeñas empresas), se mantienen desde octubre en los niveles promedio récord de los últimos 11 años.** Igualmente, se trata de un indicador aproximado: las mismas entidades cobran múltiples tasas según plazos, clientes y garantías. **En entidades de primera línea se observan tasas que en algunos casos están entre 55% y 160%.** Es de imaginar los niveles (y su dispersión) en los circuitos informales. Un escenario difícil de revertir el BCRA debido a dos factores fundamentales:

- a) La inflación esperada y observada, incorporada en las tasas nominales, se realimentan con los ajustes desincronizados de precios regulados, salarios, alquileres y otros contratos,
- b) La recesión de duración en principio incierta, pero que conduce a un aumento permanente del riesgo crediticio que los intermediarios financieros perciben en todos sus potenciales clientes, sean empresas o personas físicas.

Resolver esto, exige cambios en reglas de juego en el marco de un programa de estabilidad y desarrollo económico. O sea, un programa con metas, instrumentos y mecanismos de corrección para asegurar un sendero de crecimiento de la actividad y el empleo, con menor inflación, y mejora en los indicadores de pobreza y de equidad distributiva.

La semana pasada trascendieron los nombres de reconocidos economistas que formularían propuestas al actual gobierno, pero no es claro si resultaría en la publicación o no de lineamientos para un plan de estabilización y al menos de crecimiento económico.

Cualquiera sea quien gane las próximas elecciones deberá optar por un programa de crecimiento y estabilidad, y de ser necesario imponerlo sobre el actual “plan” del FMI, carente de ninguna estrategia para volver a crecer. Algo harto incoherente: **sin un rápido retorno a un sendero de crecimiento del PIB a no menos de 4%-5% anual, y de las exportaciones, Argentina no podrá cancelar la deuda con el FMI, salvo el otorgamiento de algún perdón o “waiver” o la renegociación de una reprogramación de vencimientos a plazos más largos.** Sin lograr ni una cosa ni la otra, se arriesgará a súbitas reacciones de inversores y ahorristas que pueden conducir a una crisis fiscal, cambiaria y/o bancaria, de consecuencias tan o más devastadoras que las de la crisis de 2018.

ECONOMÍA REAL Y CUENTAS FISCALES

Adolfo Bosch y Eliana Scialabba

La crisis cambiaria afectó negativamente a la economía real, aceleró la inflación y erosionó los ingresos de los trabajadores. Para 2019 se espera una caída del PIB en torno de 1,5%, y una inflación no inferior al 29%. Bajo estas condiciones, reaparecieron las dudas sobre el cumplimiento de la meta fiscal acordada con el FMI para este año.

1. Contexto

El excesivo “gradualismo” de la gestión de Cambiemos asestó un duro golpe al desempeño económico de 2018. La corrida cambiaria que llevó el dólar de \$20 a \$42 aceleró la necesidad de ajustar los desequilibrios monetarios y fiscales, con la supervisión del FMI. El ajuste forzado por la crisis llevó a que 2018 sea un año decepcionante en materia económica: **la inflación en 2018 fue del 47,6% i.a., la máxima desde 1991, y la actividad económica se contrajo un**

² Desde el 1° de octubre pasado es la tasa promedio de la operatoria diaria del BCRA con Letras de Liquidez (LELIQ) a 7 días.

2,2% i.a. (acumulado a noviembre). Estos resultados afectaron negativamente el nivel de empleo y el desempeño fiscal. En tanto, la inflación “pulverizó” los salarios reales y la recaudación en términos reales, empeorando los indicadores de pobreza e indigencia.

Los últimos datos oficiales de la economía real muestran signos de deterioro de la actividad económica: de los 32 indicadores del siguiente Cuadro, los que aparecen con color verde indicando una mejora respecto de la medición inmediata anterior son nueve: Otros 10 en amarillo reflejan variación insignificante o nula respecto de los valores reportados en el período anterior, mientras que 13 aparecen en color rojo, reflejando un inequívoco empeoramiento:

CUADRO 4: INDICADORES DE LA ECONOMIA REAL

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Precios	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Diciembre 2018	Var. % mensual	2,4%	2,8%	●
				Var.% interanual	45,5%	46,8%	●
	IPC G.B.A	INDEC	Diciembre 2018	Var. % mensual	2,8%	2,9%	●
				Var.% interanual	47,1%	48,0%	●
	IPC NACIONAL	INDEC	Diciembre 2018	Var. % mensual	2,6%	3,2%	●
				Var.% interanual	47,6%	48,5%	●
Demanda interna	Ventas de electrodomesticos y articulos del hogar	INDEC	Setiembre 2018	Var. % interanual a p.corrientes	-1,8%	8,7%	●
	Ventas en Shoppings		Ene-Nov 2018	Var. % interanual a p.corrientes	24,1%	15,6%	●
	Ventas en Supermercados		Ene-Nov 2018	Var. % interanual a p.constantes	-0,8%	0,7%	●
			Ene-Nov 2018	Var. % interanual a p.corrientes	27,1%	26,3%	●
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Diciembre 2018	Var.% interanual	-40,6%	-45,9%	●
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Noviembre 2018	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-2,3%	0,6%	●
				Var.% interanual (sin estacionalidad)	-7,5%	-4,2%	●
	PBI		3 ^{er} Trimestre	Var. % jul-set '18 vs jul-set ' 17	-3,5%	-4,0%	●
Actividad Industrial	Estimador Mensual de Actividad Industrial	INDEC	Noviembre 2018	Var.% interanual	-13,3%	-6,8%	●
	Uso capacidad instalada			Noviembre 2018	Var. % ene-nov '18 vs ene-nov ' 17	-3,8%	-2,5%
Construccion	Indicador Sintetico de la Actividad de la Construccion	INDEC	Noviembre 2018	Var.% interanual	-15,9%	-6,4%	●
				Var. % ene-nov '18 vs ene-nov ' 17	2,7%	4,9%	●
	Puestos de trabajo Construccion (Sector privado)			Var.% mensual	0,5%	-1,3%	●
				Var.% interanual	-2,4%	-1,5%	●
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Diciembre 2018	Var % mensual	6,1%	-1,0%	●
				Var. interanual	49,4%	41,2%	●
				Var % ene-dic '18 vs ene-dic '17	41,6%	40,8%	●
				Var % mensual	0,4%	0,0%	●
	Sistema Seguridad Social			Var. interanual	22,5%	22,6%	●
				Var % ene-dic '18 vs ene-dic '17	24,7%	25,0%	●
				Var % mensual	-0,7%	9,5%	●
				Var. interanual	32,6%	45,3%	●
Créditos y Débitos en Cta.Cte	AFIP	Diciembre 2018	Var % ene-dic '18 vs ene-dic '17	35,6%	35,9%	●	

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, ACARA, GCBA y AFIP.

2. Demanda interna

Las ventas de los shoppings a precios corrientes en noviembre 2018 alcanzaron un total de 5.902,1 millones de pesos, (+ 20,6, % interanual). Sin embargo, a precios constantes la variación fue negativa, reflejando una baja del 16,3%. Para el período enero-noviembre de 2018 las ventas en shoppings acumularon una caída interanual de 0,8%, revirtiendo la suba interanual para enero-octubre, de 0,7%.

En cuanto a las ventas de supermercados en noviembre de 2018 fueron de 2018 respecto al mes de noviembre del año 2017, a precios corrientes crecieron 33,3%, pero a precios constantes cayeron un 12,5%. En el período enero-noviembre de 2018 las ventas de supermercados crecieron 27,1%, pero a precios constantes se redujeron un 2,3%.

A su vez, el patentamiento de autos 0 km, cayó 10,9% en 2018, observando una fuerte caída de 40,6% i.a., en diciembre pasado, superada a su vez por la de noviembre, con un desplome de 45,9% i.a. **Enero no mostraría cifras**

más alentadoras. Según varias concesionarias las ventas habrían registrado una caída en torno del 50% i.a. Por otro lado, la Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina informó que para este año espera una caída de unidades vendidas entre 25 y 30% respecto de 2018.

3. Actividad económica

El estimador mensual de la actividad económica (EMAE) en noviembre de 2018 cayó unos 7,5% i.a. en noviembre pasado. Los sectores de actividad con mayor caída respecto a igual periodo del año anterior fueron comercio mayorista y minorista, y reparaciones (-17%), industria manufacturera (-12,6%) y construcción (-11,4%). En el otro extremo, los sectores de actividad con menor caída respecto a igual periodo del año anterior fueron agricultura, ganadería, caza y silvicultura con 1,9%, enseñanza con 1,0% y electricidad, gas y agua con 0,7%. **El PIB, a su vez, cerró el tercer trimestre con una caída interanual de 3,5%, levemente inferior a la del trimestre anterior (-4,0% i.a.).**

4. Actividad industrial

El Estimador Mensual de Actividad Industrial (EMI) del INDEC cerró noviembre 2018 con una caída 13,3% i.a., y los primeros 11 meses acumuló una contracción 3,8% i.a.. Desagregando por sectores de esta rama se observaron las siguientes variaciones interanuales para enero-noviembre de 2018:

a. Rubros con caída i.a. del nivel de actividad actividad:

• Industria textil	(-32,2%),
• Metalmecánica excluida la industria automotriz	(-26,2%),
• Productos de caucho y plástico	(-17,4%),
• Edición e impresión	(-16,7%),
• Industria automotriz	(-14,8%),
• Productos minerales no metálicos	(-10,5%),
• Refinación del petróleo	(-6,7%),
• Bloque de papel y cartón	(-5,7%),
• Elaboración de sustancias y productos químicos	(-5,5%),
• Alimentos y bebidas	(-4,0%).

b. Rubros con aumento i.a. del nivel de actividad:

• Industrias metálicas básicas	(4,1%)
• Industria del tabaco	(1,5%)

5. Capacidad instalada de la industria manufacturera

El dato de noviembre pasado fue de 63,3%, **nivel inferior al de noviembre (69,2%), y también al de octubre de 2018 (64,8%)**, mostrando inequívocamente una dinámica de caída permanente, no transitoria, de la actividad del sector.

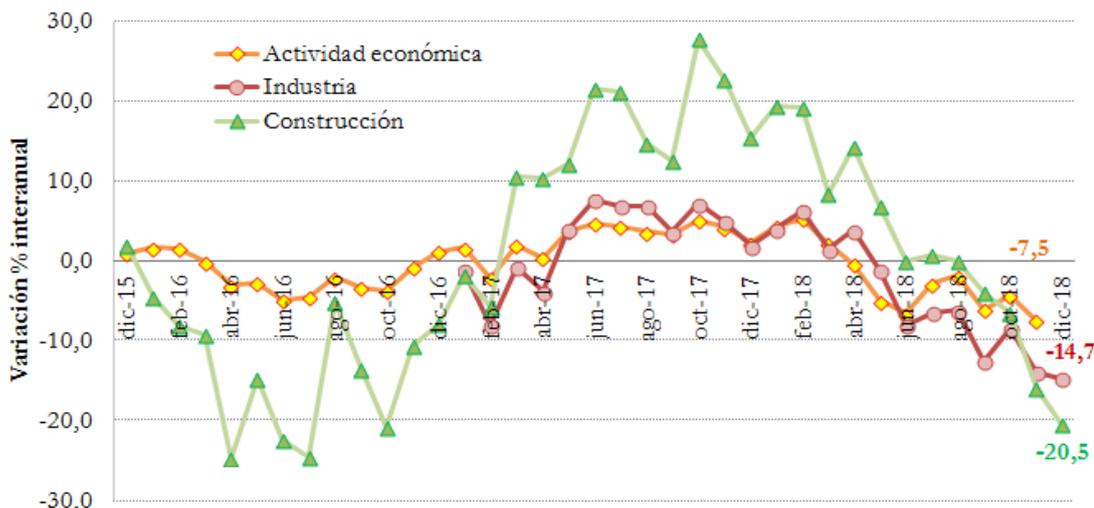
6. Construcción

El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) de diciembre 2018 cayó 20,5% i.a., de modo que para todo 2018 registró un aumento de apenas 0,8% desestacionalizado.

El resultado positivo del año se explica debido a que durante los primeros meses la actividad creció fuertemente, traccionada por la obra pública, principal afectada por el ajuste fiscal. A partir de junio comenzó a contraerse, profundizándose su deterioro con el transcurso de los meses.

En diciembre, las mayores contracciones de presentaron en los rubros Sanitarios de cerámica (-40,3% i.a.) y Asfalto (-39,8% i.a.). En tanto, a pesar de la expansión anual, el rubro Asfalto se contrajo un 11,0% i.a., debido al mencionado recorte de la obra pública.

GRÁFICO 5. ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE), ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL E INDICADOR SINTÉTICO DE LA CONSTRUCCIÓN – VARIACIÓN % INTERANUAL



Fuente: INDEC

Los puestos de trabajo del sector sufrieron en noviembre de 2018 un descenso 0,7 % con relación al mes anterior y de 3,3 % i.a. Para enero-noviembre 2018, todavía se mantuvo en un 3,0% superior al de igual período de 2017.

7. Empleo registrado y salarios reales

La contracción del nivel de actividad y la aceleración de la inflación tuvieron su consecuente impacto en el mercado de trabajo. De esta forma, 2018 cerró con menor nivel de empleo y de salarios reales.

De acuerdo al Ministerio de Producción y Trabajo, **a noviembre se perdieron 172.200 puestos de trabajo registrado respecto al mismo mes del año anterior (-1,4% i.a.), mientras que respecto al mes anterior la caída fue de 38.100 puestos de trabajo (-0,3%).**

En noviembre de 2018, dentro del sector privado, se redujeron en términos anuales tanto los asalariados registrados (96.000 incluyendo casas particulares) como los trabajadores independientes (10.500 trabajadores menos). De esta forma, **cayó el empleo 1,4% i.a. y 0,3% mensual.**

En el sector público también se verificó una contracción en términos interanuales, aunque mucho más moderada que la del sector privado: se perdieron 6.800 puestos de trabajo, lo que representó una caída del 0,2% i.a., mientras que se expandió un 0,2% respecto al mes anterior.

**CUADRO 5. TRABAJADORES REGISTRADOS SEGÚN OCUPACIÓN PRINCIPAL
 EN MILES Y VARIACIÓN % MENSUAL E INTERANUAL. NOVIEMBRE 2018.**

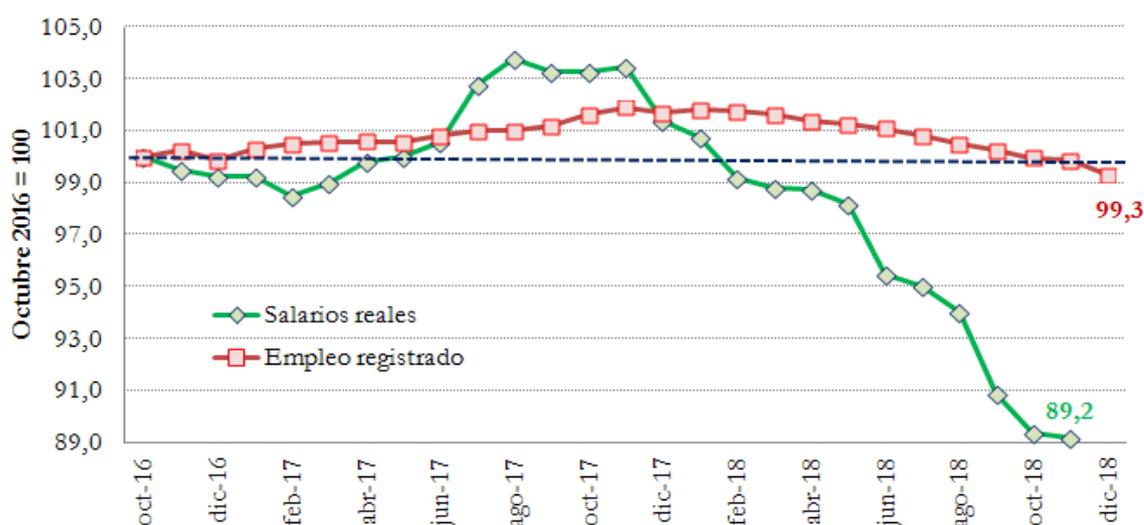
Modalidad de ocupación principal	Cantidad de trabajadores (Miles)	Variación mensual		Variación interanual	
		Miles	%	Miles	%
Total	12.177,9	-38,1	-0,3%	-172,2	-1,4%
Sector Privado	8.652,1	-37,2	-0,4%	-106,5	-1,2%
Asalariados	6.164,4	-32,2	-0,5%	-117,7	-1,9%
Monotributistas	1.596,2	-4,9	-0,3%	-2,6	-0,2%
Casas particulares	494,8	1,8	0,4%	21,7	4,6%
Autónomos	396,7	-1,9	-0,5%	-7,9	-1,9%
Sector Público	3.172,3	-5,1	0,2%	-6,8	-0,2%
Monotributistas sociales	353,5	4,2	1,2%	-58,9	-14,3%

Fuente: elaboración en base a Ministerio de Producción y Trabajo e INDEC

La destrucción de puestos de trabajo, asociada a la caída del nivel de actividad, ha sido más significativa en los sectores “Industria Manufacturera” (-5,2% i.a.), “Construcción” (-4,0% i.a.) y “Comercio y reparaciones” (-2,6% i.a.).

En cuanto a los ingresos, el INDEC informó que en noviembre los salarios nominales aumentaron un 27,9% i.a., muy por debajo de la inflación. De esta manera, hasta noviembre de 2018 el poder de compra de los salarios (salario real) se contrajo un 20,5% i.a.

GRÁFICO 6. ÍNDICE DE EMPLEO REGISTRADO Y SALARIOS REALES – OCTUBRE 2016 = 100



Fuente: elaboración en base a Ministerio de Producción y Trabajo e INDEC

Con más grado de desagregación, las cifras oficiales indican que la suba nominal de los salarios fue de 29,2% i.a. en el sector privado registrado, 27,8% i.a. en el sector público y 25,0% i.a. en el privado no registrado. **La caída de los salarios reales hasta noviembre fue, por consiguiente, de 19,2% i.a. para los trabajadores privados registrados, 20,7% i.a. para los empleados públicos y 23,5% i.a. para los no registrados.**

8. Comercio exterior

El saldo de la balanza comercial de diciembre de 2018 cerró con un superávit de U\$S 1.369 millones de dólares. Las exportaciones aumentaron un 15,4% i.a. y las importaciones cayeron 27,1% i.a.. Es importante destacar que, en el acumulado de los doce meses del año 2018 según grandes rubros y usos, el que tuvo una mayor variación por el lado de las exportaciones respecto a igual periodo del año 2017, fue combustible y energía con 41,2% y el rubro que tuvo una mayor caída del lado de las importaciones fue vehículos automotores de pasajeros con 17,1% y en segundo lugar los bienes de capital con una caída del 11,9%.

CUADRO 6. INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE	FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	INDEC	Diciembre 2018	Nivel (U\$S M)	5.282	5.349	●
			Var. % interanual	15,4%	14,6%	●
			Enero-diciembre 2018 (U\$S M)	61.621	58.621	●
			Var % ene-dic '18 vs. ene-dic '17	5,1%	4,2%	●
			Nivel (U\$S M)	3.913	4.365	●
			Var. % interanual	-27,10%	-29,20%	●
			Enero-diciembre 2018 (U\$S M)	65.441	66.930	●
			Var % ene-dic '18 vs. ene-dic '17	-2,2%	-0,1%	●
			Saldo balanza comercial	Enero-diciembre 2018 (U\$S M)	-3.820	-8.309

Fuente elaboración propia en base a datos de INDEC.

9. Sector público

9.a. Recaudación

La recaudación tributaria se incrementó un 31% i.a. durante 2018, totalizando los 3.382.644 millones de pesos. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos del gobierno para recaudar más impuestos, la suba del nivel de precios también afectó negativamente los ingresos del Tesoro, los cuales se contrajeron un 16% i.a.

La expansión de la recaudación se explicó principalmente por el alza del 44% i.a. de “IVA”, que sumó 1.104.580 millones de pesos, un tercio de la recaudación total. No obstante, a pesar del incremento nominal, perdió un 3% i.a. en términos reales. Otros tributos que aumentaron en términos nominales pero que presentaron retrocesos en términos reales fueron: “Seguridad social” recaudó un 25% i.a. más, por lo que cayó un 23% i.a. real; impuesto a las Ganancias aumentó un 34% i.a., 14% i.a. por debajo de la inflación, y los ingresos por el gravamen sobre Créditos y Débitos en cta. cte. creció 36% i.a., perdiendo 12% i.a. de poder de compra.

En tanto, los tributos relacionados con el comercio exterior tuvieron una fuerte expansión tanto en términos nominales como reales. El incremento del dólar duplicó la base imponible en pesos y además el gobierno extendió el cobro de retenciones a las exportaciones de todo tipo de bienes y servicios.

CUADRO 7. RECAUDACIÓN TRIBUTARIA 2017 – 2018*

	Millones de pesos		Variación % interanual nominal	Variación % interanual real
	2017	2018		
Ganancias	555.023	742.052	34%	-14%
IVA	765.336	1.104.580	44%	-3%
Créditos y Débitos en cta. Cte.	172.838	234.300	36%	-12%
Derechos de importación	69.259	104.991	52%	47%
Derechos de exportación	66.121	114.160	73%	67%
Seguridad social	704.177	878.379	25%	-23%
Recaudación Total	2.578.609	3.382.644	31%	-16%

* El cálculo en términos reales se realizó en base a la evolución del Índice de Precios al Consumidor, excepto para “Derechos de importación” y “Derechos de exportación”, para los cuales se consideraron los precios de importaciones y exportaciones publicados por INDEC.

Fuente: elaboración en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

De esta manera, los “Derechos de exportación” se expandieron nominalmente un 73% i.a., mientras que debido a la moderada suba de los precios de las exportaciones, los ingresos reales aumentaron un 67% i.a. Similar el caso de los “Derechos de importación”, que aumentaron un 52% i.a. en términos nominales y un 47% i.a. real.

9.b. Gasto público

El “Gasto corriente” creció 29% i.a. en 2018 hasta \$ 3,1 billones, 19% debajo de la inflación. Dicha suba se explicó, principalmente, por el recorte de subsidios a servicios públicos (incluidos en “Transferencias Corrientes”) y la suba de las “Remuneraciones” de los empleados públicos por debajo de la inflación (+20% i.a.). A su vez, las prestaciones de “Seguridad social” se expandieron un 26% i.a. dado que se ajustan a la inflación pasada.

CUADRO 8. GASTO PÚBLICO 2017 – 2018*

	Millones de pesos		Variación % interanual nominal	Variación % interanual real
	2017	2018		
Gastos corrientes	2.419.198	3.118.191	29%	-19%
Gastos de consumo y operación	437.723	536.201	22%	-25%
Remuneraciones	333.193	400.835	20%	-27%
Bienes y Servicios	104.349	134.995	29%	-18%
Intereses y rentas de la prop.	224.927	388.978	73%	25%
Seguridad social	1.022.541	1.291.678	26%	-21%
Transferencias corrientes	682.518	817.728	20%	-28%
Gastos de capital	207.934	210.296	1%	-47%

* El cálculo en términos reales se realizó en base a la evolución del Índice de Precios al Consumidor

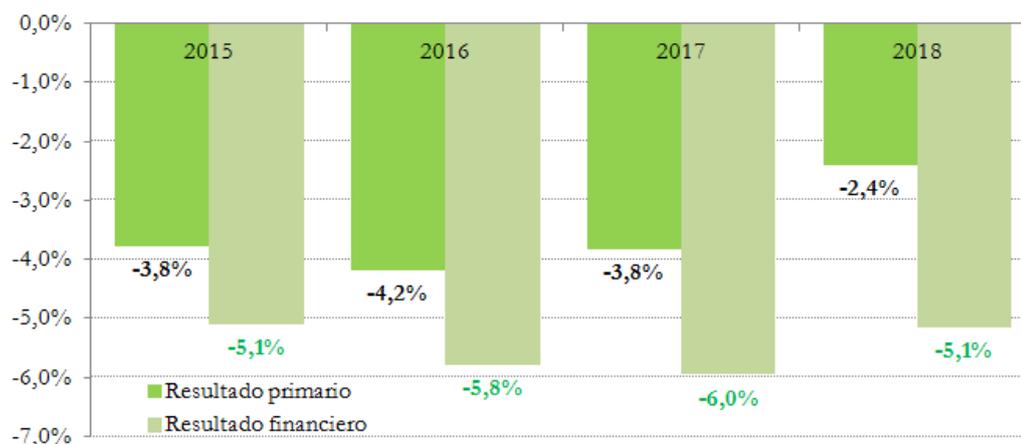
Fuente: elaboración en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

Por otra parte, tal como se mencionó previamente, el gasto más afectado por el “ajuste” es el “Gasto de capital” (que incluye, en su mayoría, las erogaciones relacionadas con la obra pública), el cual sólo se expandió un 1% i.a. en términos nominales, con una caída real del 47% i.a. En el otro extremo, los gastos que se más se incrementaron fueron los “Intereses y rentas de la propiedad” debido a la expansión del stock de deuda, y por lo tanto, de los intereses devengados por esta. Durante 2018 este gasto se incrementó un 73% i.a. (+25% i.a. en términos reales).

9.c. Resultado fiscal

Durante 2018 el resultado primario totalizó los 338.987 millones de pesos, lo que equivale a 2,4% del PIB, mientras que el resultado financiero (luego del pago de intereses de la deuda pública) sumó 727.927 millones de pesos (equivalente a 5,1% del PIB).

GRÁFICO 7. RESULTADO PRIMARIO Y FINANCIERO (% DEL PIB)



Fuente: elaboración en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

Si bien el gasto público creció a un ritmo menor que los años anteriores y los ingresos se expandieron a una mayor tasa, tal como se analizó en los apartados previos, el alto nivel de gasto indexado e inflexible a la baja dio lugar a un nuevo “rojo” fiscal, a pesar del ajuste fiscal llevado adelante por el Tesoro. En tanto, en términos de resultado fiscal, la reducción como porcentaje del PIB fue menor, dada la mencionada expansión de los intereses de la deuda pública.

10. Consideraciones

Los peores pronósticos se confirmaron para 2018, que cerró con una inflación del 47,6%, una caída del producto bruto interno en el tercer trimestre de 3,5% y una deuda pública que según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) pasó del 53,3% respecto al PIB a fin de 2015 al 77,4% a mediados del 2018.

A su vez, según las cifras presentadas por el FMI en Davos el pasado 21 de enero, la caída será del 1,7% i.a., mientras que la mediana del REM (BCRA) de enero estima una recesión del 1,2% para este año. En tanto, según el mencionado REM, la inflación se ubicará en torno al 29% este año, y el dólar cotizará en torno de \$48 para el mes de diciembre.

Este menor nivel de actividad se traducirá en una mayor caída del nivel de empleo, afectando negativamente al consumo (afectado por los menores salarios reales), la inversión y la recaudación tributaria (dado que la mayor parte de la misma depende del consumo, la producción y los salarios). Inevitablemente seguirán aumentando los ya preocupantes índices de pobreza e indigencia en todas las provincias del país.

El efecto de este escenario de estanflación puede generar un problema adicional para el gobierno: el Tesoro debe cumplir con la meta de déficit cero acordada con el FMI, pero no se observa una fuerte desaceleración del gasto público más allá del freno a la obra pública y el recorte de subsidios a los servicios públicos.

A esto se suma a que una parte importante del gasto (social) se ajusta por inflación, lo que presionará al alza el gasto, complicando el logro del objetivo de un déficit primario nulo. Además con la recaudación atada al nivel de actividad, puede complicarse el cumplimiento de la meta para este año. **En caso de no lograrse, el gobierno**

enfrentaría dos opciones: que el FMI le permita cierto incumplimiento de la meta fiscal o bien incrementar el nivel de endeudamiento por encima de lo inicialmente previsto para este año y el próximo.

Sin embargo, dadas las condiciones más favorables del sector externo, este año no sería tan complicado acceder a financiamiento como en 2018. Además, el Tesoro está renovando casi la totalidad de la deuda con los acreedores privados, de modo que **no sería de descartar en el peor escenario un aumento adicional del endeudamiento con el propio FMI.**

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: PONIENDO EL FRENO

Jorge Viñas

El cambio de la Reserva Federal de EE.UU. hacia una postura “prudente” en su política monetaria fue bien recibido por los mercados financieros, que tuvieron una fuerte recuperación en enero. Mientras tanto, la mayoría de los indicadores a nivel global apuntan hacia una desaceleración de la actividad, siendo Europa la región donde el freno se siente con mayor intensidad.

1. Una Fed más “prudente” alivia a los mercados financieros

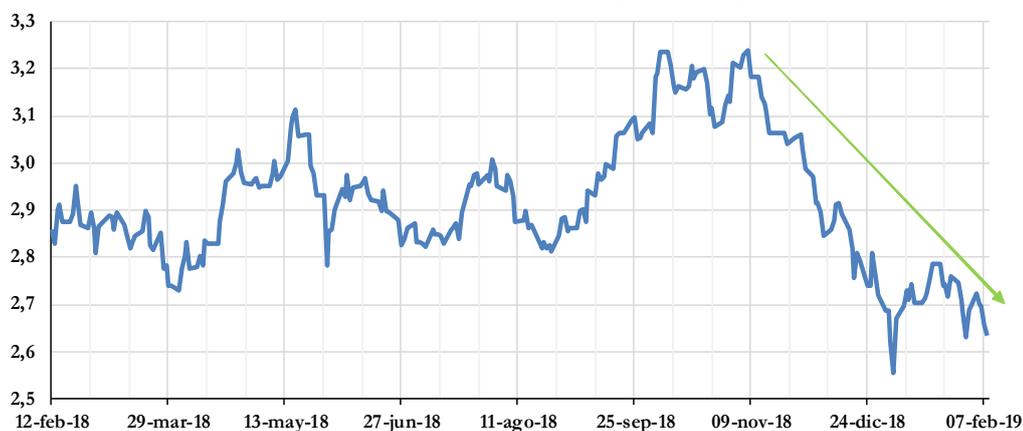
Tras un cierre de 2018 que dejó fuertes pérdidas en la mayoría de los mercados financieros del mundo, las perspectivas para 2019 lucían bastante sombrías. La economía global mostraba signos de desaceleración, al mismo tiempo que numerosos factores de riesgo destacándose entre ellos: a) la guerra comercial entre EE.UU. y China, b) el cierre (“*shutdown*”) del gobierno de EE.UU. por falta de acuerdo presupuestario, c) un Brexit sin acuerdo.

Mientras tanto, los bancos centrales de los países desarrollados continúan el proceso de normalización gradual de la política monetaria, esperaándose para 2019 subas de tasas en EE.UU., y una progresiva reducción de la liquidez global vía la reversión de los programas de QE (“*quantitative easing*”) que se estaban transformando en QT (“*quantitative tightening*”).

Respecto a ese cuadro esperado a fines de 2018, en enero pasado se observó un cambio significativo: la decisión de la Fed de adoptar una postura “prudente” en la conducción de la política monetaria, que significa suspender las subas de tasas de interés, y poner bajo revisión el plan de reducción de los activos de su balance (el QT), que a esta altura debía alcanzar un tope de U\$50.000 millones mensuales. Esa decisión indujo un fuerte alivio en los mercados financieros, no solo de EE.UU. sino en todo el mundo.

Toda la estructura de tasas de interés en EE.UU. se desplazó hacia abajo. La tasa de retorno del Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años bajó de un máximo de 3,24% en noviembre de 2018 a 2,63% el viernes 8 de febrero. Pero esto no implicó el un riesgo del que se habló mucho durante 2018, que la curva de rendimientos tomara pendiente negativa, con las tasas a largo plazo inferiores a las cortas, fenómeno generalmente percibido como anticipo de una recesión.

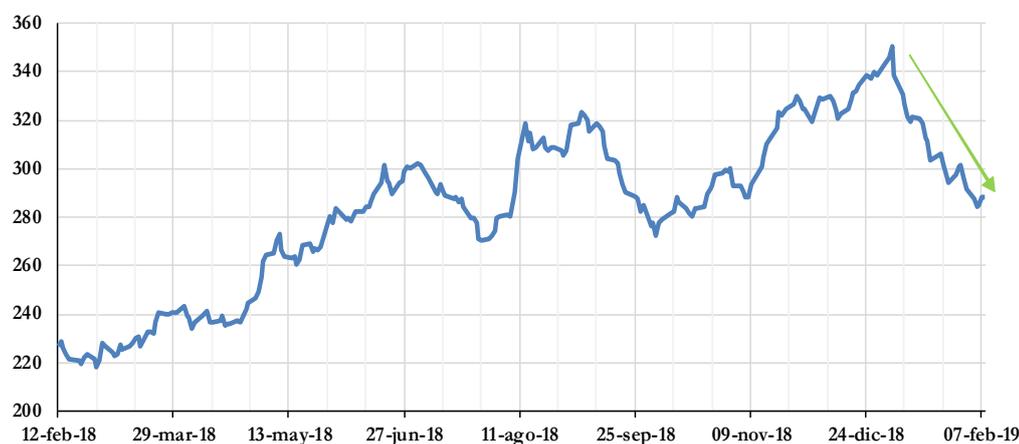
GRÁFICO 8. TASA DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS (% ANUAL)



Fuente: Bloomberg

El índice de bonos de mercados emergentes subió un 3,2% en enero con una caída del spread frente a la tasa de los bonos de EE.UU. de más de 50 p.b. (véase el gráfico 9) Producto de la vuelta de los flujos de capital, la mayoría de las monedas de mercados emergentes recuperaron valor frente al dólar, sobresaliendo los casos de Sudáfrica, Rusia y Brasil, con más de 6% de apreciación cambiaria en el primer mes del año. Los índices bursátiles de los principales países emergentes también registraron fuertes subas, sobresaliendo en este caso los de Argentina y Brasil, con subas medidas en dólares de 21% y 18%, respectivamente.

GRÁFICO 9. EVOLUCIÓN DEL SPREAD DEL ÍNDICE DE BONOS EMERGENTES (P.B.)



Fuente: Bloomberg

El cambio de postura de la Fed provocó una reducción del costo de oportunidad para los inversores y abrió la puerta para una reducción de las elevadas primas de riesgo que incorporaban la mayoría de los activos en sus valuaciones. Pero de ahora en más, tras la fuerte recuperación de principios de año, los fundamentos de la economía global y los diversos factores de riesgo que siguen vigentes recuperarán protagonismo. Y en estos frentes las noticias no son tan alentadoras como para seguir alimentando la euforia.

2. Sigue la preocupación por el crecimiento global, con foco en Europa

Si bien entre los países desarrollados **EE.UU.** mantiene el mejor desempeño relativo, su economía presenta algunas señales de menor pujanza hacia adelante. En especial, un menor dinamismo en las ganancias corporativas, sumado al agotamiento del efecto de la rebaja de impuestos que entró en vigencia a principios de 2018, está provocando un debilitamiento en la inversión en activos fijos y en la actividad industrial. El consumo también muestra alguna señal de enfriamiento, aunque el reciente descenso en los precios de los combustibles genera una mejora en el ingreso disponible que amortiguará esa tendencia.

Por el momento las condiciones del mercado laboral se mantienen muy firmes, con una creación de empleo que sostiene un ritmo mensual elevado y la tasa de desempleo apenas por encima de los mínimos. Pero el bajo desempleo sigue sin generar presiones salariales significativas. En este sentido, la reciente decisión de la Fed de quitar el sesgo alcista de la trayectoria de tasas con el desempleo por debajo de cualquier cálculo de “tasa natural”, parecería indicar que el ente monetario ha “enterrado” definitivamente la curva de Phillips.

En la adopción de la postura prudente de la Fed, parece haber tenido una influencia mayor el rápido deterioro que estaban experimentando las condiciones financieras, que aumentaban el riesgo de una crisis sistémica. Además, la Fed también tuvo en cuenta las potenciales repercusiones negativas del deterioro económico que se estaba evidenciando en el resto del mundo.

Otro factor que no hay que perder de vista es el enfrentamiento por el presupuesto entre la Administración de Trump y los Demócratas que ahora controlan la Cámara de Representantes. Si bien con la tregua de fines enero se consiguió que el Gobierno vuelva a funcionar plenamente por tres semanas, luego del cierre (“*shutdown*”) más largo de la historia que duró 35 días, no hay hasta el momento indicios de un acuerdo, por lo que el riesgo de un nuevo cierre sigue latente. Si bien a lo largo de la historia los numerosos episodios de “*shutdown*” no han tenido impacto económico

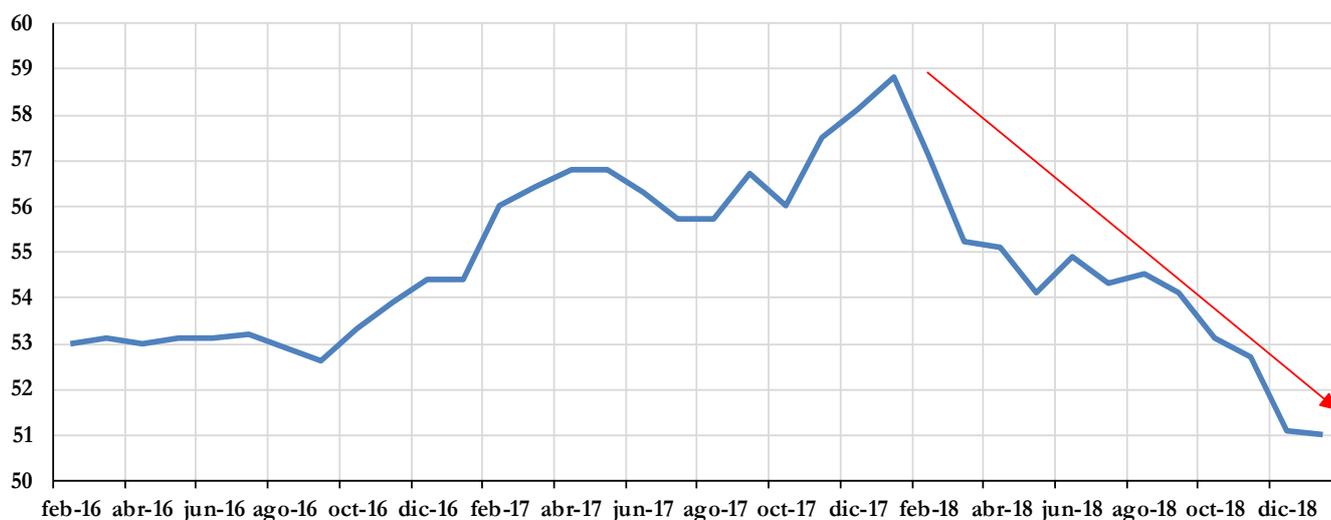
significativo, la extensión inédita del de este año, más aún si llega a reanudarse, podría pasar a tener un efecto negativo relevante sobre la actividad económica.

En el resto del mundo desarrollado, el foco está puesto en **Europa**, ya que **Japón** sigue atrapado en su esquema crónico de bajo crecimiento y prácticamente nula inflación, sin que las medidas intentadas surtan efecto positivo duradero, pero tampoco mostrando un deterioro adicional preocupante.

La economía de la **Eurozona** venía dando señales de deterioro a lo largo de 2018, y el comienzo de 2019 no parece marcar un cambio en esta tendencia. La primera estimación oficial del crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2018 se ubicó en el 0,9% anualizado respecto al trimestre anterior, mostrando una leve mejora respecto al crecimiento de sólo 0,6% anualizado del tercer trimestre. La mejora se explica por la esperada recuperación de Alemania de la caída del PIB de -0,8% anualizado que registró en el tercer trimestre, por problemas puntuales y transitorios en la industria automotriz. Pero Italia sigue de mal en peor, acumulando el segundo trimestre consecutivo de caída del PIB (-0,5% anualizado en el tercer trimestre, -0,9% en el cuarto trimestre), por lo que “oficialmente” está en recesión, como ya venían anticipando las encuestas de actividad y otros indicadores.

La encuesta de actividad económica PMI Composite, que viene mostrando una tendencia declinante desde principios de 2018, volvió a descender otro peldaño en enero de 2019, al ubicarse en 51,0 frente a 51,1 de diciembre, cada vez más próximo al nivel de 50 que divide aguas entre expansión y contracción de la actividad (véase el gráfico 10). Una vez más, Italia sobresale del lado negativo, ubicándose en enero en 48,8, un nuevo mínimo para el actual ciclo e internándose más en terreno contractivo. La profundidad de la recesión, a la que aún no se le ve una salida, impone un serio desafío a la coalición gobernante que podría llevar a su ruptura y a un nivel de incertidumbre política mayor.

GRÁFICO 10. EUROZONA: EVOLUCIÓN DEL INDICADOR PRINCIPAL DE LA ENCUESTA PMI COMPOSITE



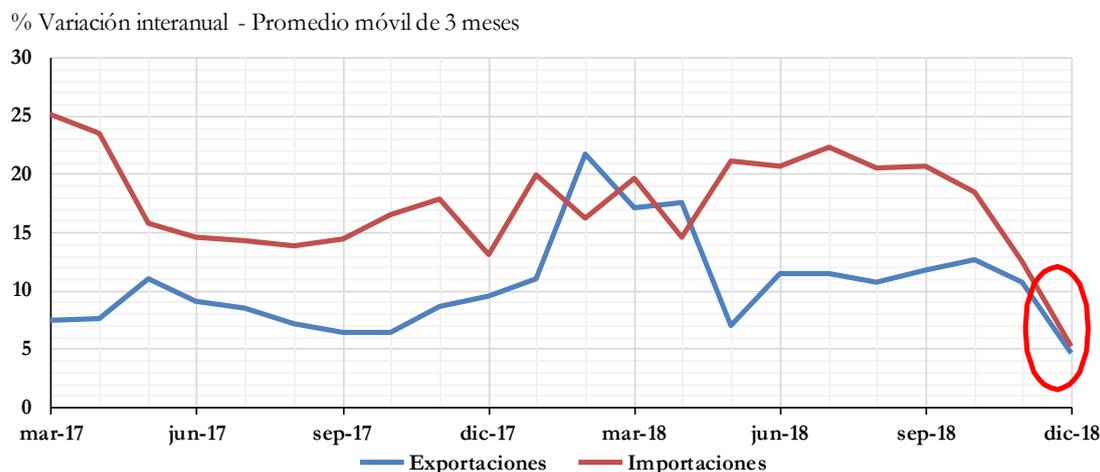
Fuente: Bloomberg

Pero los problemas de Europa no se agotan en Italia. El Brexit sigue siendo una fuente de incertidumbre, más aun luego del fracaso rotundo de la Primer Ministro británica Theresa May en su intento de aprobación parlamentaria del acuerdo de separación con la UE. A esta altura, es difícil de anticipar el desenlace, siendo probable que el Reino Unido solicite una extensión del plazo que vence el 29 de marzo. Muchos observadores siguen pronosticando que finalmente el parlamento británico logrará aprobar un acuerdo con algunas modificaciones, pero la posibilidad de una salida sin acuerdo, que tendría repercusiones económicas muy negativas tanto para el Reino Unido como para la UE, no se puede descartar. Tampoco se descarta totalmente un nuevo referéndum que permita dar marcha atrás con el Brexit, pero hoy no aparece como la opción más viable.

Pasando a **China**, otro de los focos de preocupación para el crecimiento de la economía mundial, en las próximas semanas la atención volverá centrarse en torno a las negociaciones comerciales con EE.UU. El 1° de marzo vence el plazo de 90 días de negociación acordado en Buenos Aires entre Trump y Xi. Hasta ahora, las declaraciones de los líderes, incluyendo el discurso anual de Trump ante el Congreso de EE.UU. por el Estado de la Unión, han tenido un

tono constructivo, pero no hay ninguna evidencia de avances concretos hacia un acuerdo. La tregua pactada en Buenos Aires ayudó a descomprimir las expectativas negativas que se habían formado en torno al crecimiento económico en China, a pesar de que los datos de comercio exterior de China continuaron mostrando un debilitamiento (véase el gráfico 11).

GRÁFICO 11. COMERCIO INTERNACIONAL DE CHINA (TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL)



Fuente: Bloomberg

Respecto a los datos de actividad económica, el PIB del cuarto trimestre de 2018 registró un crecimiento interanual del 6,4%, levemente por debajo del 6,5% del tercer trimestre, pero en línea con las estimaciones del consenso. De esta forma, el año 2018 cerró con un crecimiento anual del 6,6%, que en los titulares de todo el mundo fue resaltado como el más bajo en 28 años.

Mientras que los datos más recientes apuntan a una estabilización del crecimiento en torno al 6% anual, no se descarta que en la primera parte de 2019, el ritmo de actividad económica decaiga por debajo de ese nivel. En este contexto, el gobierno chino sigue tomando medidas monetarias y fiscales tendientes a sostener el crecimiento. **Las más recientes se han focalizado en el consumo: subsidios a la compra de autos y artículos del hogar, más la reducción del impuesto a las ganancias de los individuos desde el 1° de enero de 2019.** En materia monetaria, se esperan para los próximos meses una nueva reducción de encajes y de tasas de referencia del Banco Popular de China (BPCH)

De todos modos, su éxito para apuntalar el crecimiento depende crucialmente del progreso en las negociaciones con EE.UU., aun cuando a principios de marzo no se anuncie un acuerdo definitivo, y de que el contexto financiero global sea benigno.

VENEZUELA: UNA CRISIS TODAVÍA MUY LEJOS DE SU FINAL

Jorge Viñas

La fuerte presión internacional y las tensiones sociales parecían debilitar al régimen de Maduro. Sin embargo, es poco probable la caída del régimen si Maduro conserva el control de las FF.AA. Mientras tanto, se agrava la crisis económica, lo que complicará la reconstrucción que deberá encarar un futuro gobierno que surja de elecciones libres.

“It ain't over till it's over”

Dicho popular en EE.UU. atribuido a un jugador de béisbol de los años '40 y '50, “Yogui” Berra, autor de muchas “frases célebres”

Han pasado más de dos semanas, desde que el 23 de enero de 2019 Juan Guaidó, Presidente de la Asamblea Nacional de Venezuela, se proclamara “presidente encargado”, invocando al artículo 233 de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela de 1999. Gracias a las multitudinarias marchas de apoyo en Caracas y otras ciudades, y al apoyo internacional que obtuvo principalmente de EE.UU. y una mayoría de países latinoamericanos, se transform

de inmediato en la amenaza más fuerte y creíble para terminar con el régimen chavista de Nicolás Maduro, tras varios intentos fallidos. Pero al día de hoy, Maduro sigue resistiendo.

Varios factores se combinaron para generar expectativas serias de que la caída de Maduro es posible:

- 1) La situación económica desesperante para la mayoría de la población, que sufre un fuerte empobrecimiento en una hiperinflación sin freno y con severa escasez de bienes de primera necesidad. Esto genera un creciente descontento y resistencia social, reduciendo la base de sustento popular de Maduro a su mínima expresión.
- 2) La posición institucional cada vez más débil de Maduro, que inició un segundo periodo presidencial para el que fue electo en comicios con aspectos irregulares, principalmente la proscripción de varios líderes opositores.
- 3) La aparición de un líder de la oposición con una estrategia clara que permitió dejar de lado, al menos momentáneamente, las profundas diferencias que dividían al arco opositor y debilitaban su capacidad de enfrentar al gobierno en forma efectiva.
- 4) El respaldo decidido que el accionar de Guaidó recibió de parte muchas naciones del mundo desde el primer momento, comenzando por los miembros del Grupo de Lima³ y EE.UU. Luego siguió el Parlamento Europeo, al que se sumaron varios países miembro de la UE al vencer el ultimátum de una semana que le dieron a Maduro para que convocara a elecciones: España, Alemania y otros 13 miembros de la UE (sobre 28 en total) reconocieron a Guaidó como presidente transitorio. Este amplio apoyo internacional aumenta la sensación de aislamiento del régimen de Maduro y reduce su capacidad de reclamar legitimidad, más allá de que sigue teniendo el apoyo abierto de Rusia, China, Turquía, Cuba y Nicaragua, y simpatías en México, Uruguay, Bolivia, Italia y Grecia, entre otros.
- 5) El cambio de postura de EE.UU., que a pesar de sus repetidas condenas al régimen chavista, seguía siendo una de sus principales fuentes de ingresos y de financiamiento: hasta ahora mantenía las compras de crudo venezolano, y las operaciones de Citgo, filial de la petrolera estatal PDVSA en EE.UU. Ahora finalmente se decidió a cerrar el cepo sobre Maduro, con sanciones económicas que pueden asfixiarlo financieramente.

En efecto, el 29 de enero, el Tesoro de EE.UU. anunció el bloqueo de todas las propiedades e intereses de PDVSA en EE.UU. y la prohibición para empresas y ciudadanos estadounidenses de entrar en transacciones comerciales con PDVSA. Aclararon que las refinerías de Citgo en EE.UU. pueden seguir operando normalmente, pero que sus compras de crudo venezolano debían ser dadas de baja, de lo contrario los pagos quedarían embargados en una cuenta especial a ser administrada por el presidente encargado, Juan Guaidó. **Esto significa la interrupción de toda venta de crudo de Venezuela a EE.UU., dado que sería absurdo que Maduro tomara medidas que alimenten los recursos administrados por Guaidó. Se estima que alrededor de la mitad de los ingresos generados por las exportaciones de crudo de PDVSA provienen de EE.UU., algo más de U\$10.000 millones al año tomando como referencia un precio de U\$55 por barril⁴.**

Adicionalmente, EE.UU. impuso la prohibición de exportar bienes y servicios estadounidenses a Venezuela, citando específicamente el caso de diluyentes, que son derivados del petróleo necesarios para refinar el petróleo pesado que produce Venezuela, sin los cuáles el petróleo es de menor calidad y por lo tanto sufre un descuento mayor en el mercado internacional. EE.UU. exportaba alrededor de 100.000 barriles diarios de diluyentes a Venezuela.

Si bien no se descarta la posibilidad de que Venezuela pueda redireccionar sus exportaciones de crudo a otros mercados así como obtener la provisión de diluyentes de otras fuentes, como mínimo los costos logísticos serán significativamente más altos, por lo que el flujo neto de ingresos de dólares a Venezuela se reducirá en forma tangible. Teniendo en cuenta la fuerte restricción financiera en la que ya se encuentra Venezuela como consecuencia de la caída abrupta de la producción de petróleo en los últimos años y de la creciente dependencia de las importaciones de bienes para consumo básico de la población, podría ser el golpe de gracia para las endeble finanzas de Maduro.

³ Conformado por los países que suscribieron la Declaración de Lima el 8 de agosto de 2017, condenando la ruptura del orden constitucional en Venezuela y dando su respaldo a la Asamblea Nacional de Venezuela, democráticamente electa: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay y Perú, uniéndose posteriormente Guyana y Santa Lucía.

⁴ Hay que tener en cuenta que parte del crudo que exporta PDVSA no genera ingresos porque van para pagar deudas, principalmente a China y algo a Rusia también, o porque son cedidos a países de Centroamérica y el Caribe como parte de convenios de ayuda del régimen bolivariano a los gobiernos de esos países.

En forma paralela a la presión interna y externa para promover una transición hacia la normalización democrática, se empezaron a elaborar planes para la reconstrucción económica de un país que ha quedado arrasado como si hubiera sido escenario de una guerra. Si bien no hay ningún tipo de cifras y estadísticas remotamente precisas, la mayoría de las estimaciones “a mano alzada”, incluyendo las del FMI, calculan el PIB corriente en dólares en torno a U\$S 100.000 millones, la mitad de lo que era en 2010 e incluso en fecha tan cercana como 2015. Según la comisión de finanzas de la Asamblea Nacional, la hiperinflación se sigue acelerando y **en enero alcanzó el 191,5% mensual, a un ritmo del 3,5% diario**. La inflación estimada es similar al ritmo de devaluación del tipo de cambio paralelo, que se depreció en enero 194%, al pasar el valor del dólar de 739 a 2.174 bolívares. **La tasa de inflación interanual fue estimada en 2.688.670%**.

Por lo que el primer paso de un plan de reconstrucción debe ser un plan de estabilización monetaria. Si bien la experiencia histórica de otros procesos hiperinflacionarios en el mundo indica que el cambio de régimen en sí mismo generará un cambio de expectativas que contribuirá a la estabilización, también será clave que el nuevo sistema incluya algún tipo de anclaje cambiario. Dado que los sistemas de tipo de cambio fijo están absolutamente “fuera de moda” en la actualidad, el debate de la forma que debería adoptar dicho anclaje está abierto y todavía no hay ninguna precisión.

Para la recuperación de la capacidad productiva, será clave la restitución de derechos de propiedad al sector privado, que ha sido víctima de un proceso de nacionalización implacable, principal responsable de la caída de la producción y la creciente dependencia de las importaciones de la economía venezolana. Pero el nivel de deterioro es tan grande que el proceso dependerá de una fuerte ayuda internacional vía asistencia e inversiones, que deberá seguramente incluir algún paquete excepcional del FMI, por encima de los U\$S 22.000 millones de cuota máxima.

Aquí es donde entra un factor álgido para los planes de reconstrucción: el peso de la deuda externa. Entre las fuertes deudas acumuladas en los últimos años a través de distintos canales y la abrupta caída del PIB estimado, el peso de la deuda se estima que asciende a más de 140% del PIB. Se trata de un nivel de deuda a todas luces insostenible, que requerirá de un alivio significativo si no ha de transformarse en una carga insoportable que termine ahogando cualquier esfuerzo de recuperación. Ese alivio requiere una restructuración que implicará una fuerte quita de capital para los tenedores privados de títulos de deuda⁵.

Se estima que con una quita del 70% sobre el capital de los tenedores de bonos y otros acreedores privados como los comerciales, **el peso de la deuda caería del 140% al 56% del PIB**. Aquí se viene una negociación dura, y las declaraciones de quienes están a cargo de los planes de reconstrucción ya encienden alarmas entre los tenedores de deuda, que actualmente se encuentran “atrapados” ya que la compra-venta de los bonos en los mercados financieros fue suspendida.

Con el paso de los días, se multiplican las dudas respecto a si estos planes y especulaciones para “el día después” no se están apresurando demasiado. Tras la proclama de Guaidó, el hecho de que Maduro no reprimiera las manifestaciones en su contra y apresara y a las horas liberara al líder opositor, alimentó esperanzas de que estaba demasiado debilitado y no contaba con el apoyo de las fuerzas militares para la represión. Pero por el momento, el grueso de la cúpula militar lo sigue apoyando. Desde la administración del presidente encargado se están enviando señales para seducir a los militares, prometiendo amnistía a todos los que participaron del régimen pero ahora contribuyan a la transición democrática. Hasta ahora no han tenido éxito. La última movida está relacionada con la ayuda humanitaria internacional que se está acumulando en la frontera colombiana y que Maduro se niega a dejar ingresar. **Algunos especulan que la negativa de Maduro podría inclinar a los militares a rebelarse**. Pero todavía no hay novedades en ese sentido.

Sin el apoyo de las fuerzas armadas, no quedan muchas opciones para lograr una transición pacífica. Aquí es donde surge la amenaza latente de que derive en un conflicto armado. Las naciones latinoamericanas rechazan abiertamente esta posibilidad, pero Trump ha dicho que mantiene todas las opciones abiertas. Además, existen cuestiones

⁵ Dado que una parte importante de la deuda tiene carácter bilateral (China, Rusia) o multilateral (CAF), que en las restructuraciones de deuda soberana suelen no aceptar ningún tipo de quita, los tenedores privados de bonos deberán soportar la mayor parte de los recortes. Se estima que la deuda con China asciende a U\$S 13.000 millones y la deuda con Rusia a unos U\$S 3.000 millones, aunque algunas fuentes ubican el monto total de la deuda con los dos países que se muestran como los principales apoyos de Maduro en U\$S 30.000 millones. Mientras que con organismos multilaterales, principalmente la CAF, la deuda ascendería a U\$S 5.500 millones.

geopolíticas que se pueden complicar, como la incidencia de China y Rusia en Venezuela, o todos los problemas derivados del terrorismo y el narcotráfico que siguen acumulando tensiones en las fronteras con Colombia y Brasil.

Si bien, todavía hay expectativas de que el conflicto en Venezuela tenga una resolución feliz y sin violencia, con la salida de Maduro de escena y una transición democrática, nada lo garantiza y existen riesgos no triviales de salidas más traumáticas⁶.

BRASIL Y BOLSONARO, A LA ESPERA DE LA REFORMA PREVISIONAL

Leandro Marcarian

Bolsonaro ha recibido a Brasil con un nivel de endeudamiento insostenible y alta demanda por reformas estructurales, especialmente la del sistema previsional. Un fracaso puede dilapidar el capital político del nuevo presidente a pocas semanas de haber asumido.

1. Comenzó la era Bolsonaro

El 1 de enero de 2019 Jair Bolsonaro asumió la presidencia de Brasil. Un país todavía en una severa crisis política, económica e institucional que condujo a una contracción de la economía real por más de 7 puntos entre 2014 y 2016, y que el empeoramiento de las cuentas públicas, y el aumento del desempleo y de la relación deuda/PIB.

Ahora, ya dejado atrás el período de promesas electorales, se llegó al momento en que se empieza a testear cuáles de esas promesas se quieren cumplir primero (cuál es el orden de prioridades efectivo del gobierno) y cuáles pueden ser llevadas a la práctica (el orden de prioridades dictado por la realidad). El nuevo gobierno ha sido muy claro en eso. El flamante ministro de economía, Paulo Guedes, en uno de sus primeros anuncios se pronunció a favor de:

- privatizar prácticamente todas las empresas públicas,
- una reforma del sistema de pensiones,
- desregular la economía a través de varias medidas, como reformas impositivas y menor carga burocrática (disminuir los ministerios de 29 a 15, menores salarios para el sector público, etc.) y
- auditar el sistema de planes sociales con premios a los funcionarios que descubran irregularidades (estimando un ahorro anual potencial de hasta USD 3.000 millones).

Al cierre de este artículo, solo el último anuncio empezó a ser ejecutado. El resto, aun están en el laboratorio del Ministerio de economía de Brasil. Sigue habiendo cierta controversia en la decisión de privatizar empresas como Petrobras hacia adentro del gobierno.

Según Salim Mattar, secretario de “Desestatización y Desarrollo” del Ministerio de Economía, el objetivo del presidente es mantener solo Petrobras, Banco do Brasil y el Banco Caixa, pero con tamaño reducido. Todo lo demás, incluido subsidiarias de las recién mencionadas, serán vendidas. Sin embargo, el proceso de privatizaciones aun no comenzó.

Por su parte, la desregulación de la economía todavía no comenzó en la práctica y la reforma del sistema de pensiones aún no se introdujo al congreso. Sobre este último punto, se espera que el proyecto de ley se conozca en cuanto se le de el alta al presidente, internado tras su tercera operación como consecuencia del atentado que sufrió en campaña y a quien ahora se le diagnosticó neumonía, lo que lo obligó a extender su internación en cuidados semi intensivos.

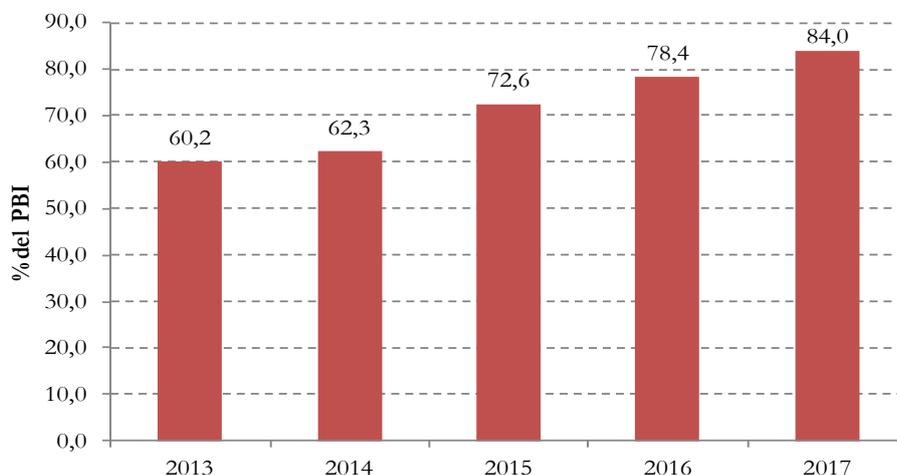
De todos modos, todas estas (futuras) medidas tienen como objetivo final la consolidación fiscal y llevar al ratio deuda/PIB nuevamente a una senda sostenible. Según el FMI⁷, si bien el déficit primario disminuyó entre 2016 y 2017, (reflejando una sub ejecución del gasto), la deuda pasó del 78,4 al 84 por ciento del PIB.

⁶ Al momento de escribir estas líneas, aparece un titular en Bloomberg que dice (traducción propia): “Los días de Nicolás Maduro como Presidente de Venezuela pueden parecer que están contados. Pero recuerden, se dijo lo mismo de Assad en Siria, y él aún sigue vigente”.

⁷ Ver <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/08/03/Brasil-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-46154>

El objetivo para 2018, y que se mantiene en 2019 es seguir cerrando el rojo fiscal. El gobierno tiene bien en claro que de no cumplir con la consolidación fiscal que le reclama el mercado, los inversionistas podrían perder la confianza en la sustentabilidad del nivel de deuda, llevando a un aumento del riesgo país, fuga de capitales y depreciación del real.

GRÁFICO 12: DEUDA PÚBLICA BRUTA DE BRASIL (2013-2017)



Fuente: elaboración propia en base a datos de FRED

Aunque los mercados han reaccionado muy favorablemente a estos anuncios (con el Bovespa ganando 9,97% desde la victoria en segunda vuelta de Bolsonaro hasta el día en que este artículo se redactó⁸), hay consenso de que la madre de todas las batallas será la reforma del sistema previsional, y que, de fallar, los inversores perderán rápidamente la confianza en el nuevo gobierno. El desafío es doble, dado que no solo se lo estará evaluando a Bolsonaro en su efectividad para reformar el sistema, sino también en la celeridad con que lo haga. **El Ashmore Group, un fondo de inversiones especializado en mercados emergentes, estima que Brasil tiene hasta el inicio del segundo semestre para demostrar avances palpables en la reforma, antes de que los inversores se empiecen a retirar⁹.**

El sistema previsional es el gran agujero negro fiscal de Brasil. El país asigna un 12% de su PIB al pago de pensiones, comparado con un promedio de 8% para los países más ricos de la OCDE, y las proyecciones marcan que, de no reformarse el sistema, para el año 2050 ese porcentaje superará el 25%.

El sistema es particularmente benévolo, en el sentido que paga tasas de reemplazo (pensiones en relación al salario durante época de trabajador activo) relativamente altas y a menor edad que en el resto de los países de la OCDE. **La edad de retiro promedio en Brasil es de 56 para los hombres y 53 para mujeres dado que no existe una edad mínima para el retiro. Simplemente con cumplir con un determinado número de años de aportes, el trabajador ya es elegible para solicitar su pensión y jubilarse.** En un artículo de 2017¹⁰ la OCDE plantea que "...si bien la expectativa de vida en Brasil es menor, eso no compensa tan baja edad de retiro, haciendo al sistema financieramente insostenible...".

Sumado a esto, está el mecanismo de indexación. Según la Constitución, la pensión mínima no puede ser menor al salario mínimo¹¹. Por consiguiente, cada aumento del salario mínimo implicó un aumento equivalente de la pensión mínima, la cual es recibida por dos tercios del total de beneficiarios del sistema.

Este mecanismo de indexación llevó a que desde 2003, el salario mínimo, y por ende la pensión mínima aumente a un ritmo promedio del 10,36% por año¹², mientras que la inflación media¹³ en ese período fue del 5,88%. **Esto implicó**

⁸ <https://es.investing.com/indices/bovespa-historical-data>

⁹ <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2019/01/03/market-considers-bolsonaro-Brazils-last-chance-to-reform-economy/#5a4a58b5452d>

¹⁰ <https://www.oecd.org/Brasil/reforming-Brasil-pension-system-april-2017-oecd-policy-memo.pdf>

¹¹ Al día de hoy, son equivalentes.

¹² <https://br.advfn.com/indicadores/salario-minimo/evolucao>

un aumento en términos reales de la pensión mínima de un 71% en este período. Como consecuencia de todas estas inconsistencias, el sistema previsional de Brasil acumula un déficit anual cercano al 4,5% del PIB, convirtiéndose en uno de los principales *drivers* de la deuda pública, haciendo que la reforma no solo sea necesaria sino inevitable.

Más allá de que el ministro Guedes aún no ha aclarado demasiado sobre cómo quiere que sea el nuevo sistema, los pilares de la potencial reforma pueden inferirse en base al proyecto de reforma que intentó pasar el ex presidente Temer:

- imponer una edad mínima para jubilares
- modificar el mecanismo de indexación
- bajar la tasa de reemplazo
- aumentar la cantidad de años de aportes (el sistema actual plantea un mínimo de solo 15 años)

La pregunta que todos los analistas se hacen es si podrá Bolsonaro conseguir el apoyo necesario en el congreso para aprobar esta reforma¹⁴. Solo en la Cámara de Diputados hay, luego de la última elección, 30 partidos representados (ninguno posee más del 12% de las bancas), con el PT como la primera minoría con 56 bancas y el oficialismo la segunda con 52¹⁵.

La situación en el Senado es aún peor, donde solo posee 4 bancas. Asumiendo que obtendrá el apoyo de los otros partidos de derecha, alcanzará solo 130 votos en la Cámara Baja, y 10 en la Cámara Alta. La aprobación de una ley en Brasil exige mayoría simple (257 votos de 513 diputados y 41 de 81 senadores) y una enmienda constitucional exige el apoyo de las tres quintas partes (308 de 513 y 49 de 81 respectivamente). Sin embargo, desde el oficialismo dan por descontado la obtención de estos votos ya que aseguran contar con el apoyo de los llamados BBB: legisladores que defienden intereses corporativos de los hacendados (“Buey”), las iglesias evangélicas (“Biblia”) y militares y policías (“Bala”), a quienes responden más de 300 diputados¹⁶.

Bolsonaro busca un despegue económico a través de una señal fuerte. La señal elegida fue la reforma previsional. **Una gran duda es sobre si el Congreso aprobará una reforma tan fuerte como que requieren los mercados. La otra es sobre qué pasará si no lo logra.**

2. *Perspectivas macro*

El Banco Central de Brasil (BCB) publicó su sondeo semanal de expectativas de mercado Focus con cifras en línea con las estimaciones de la última misión del FMI a este país. Ambos informes esperan un IPCA creciendo al 4% anual durante los próximos 4 años. Esto habla de un Banco Central que consolida su política de *inflation targeting* después de algunos años en los que no fue tan efectivo. No solo eso, sino que se decide ser más agresivo que en años anteriores. Los objetivos de inflación estipulados por el BCB decrecen 25 puntos básicos por año a partir de 2018, después de 13 años de sostener un objetivo constante del 4,5% anual +/- 2¹⁷. El instrumento a utilizar parece ser la tasa de interés de referencia, para la cual se espera un aumento de 1 punto porcentual en 2020 y sosteniéndose a partir de entonces en su nuevo valor objetivo de 8%. El informe del BCB da cuenta de que **el mercado espera para 2019 una inflación de 3,87% para este año, 4% para 2020, 3,75% para 2021 y para 2022.**

Con respecto al PIB, mientras que el relevamiento Focus del BCB muestra una expectativa de crecimiento constante e igual a 2,5% anual por 4 años, para el FMI el crecimiento será a tasa decreciente, pasando de 2,5% en 2019 a 2,2% en 2022. Esto no es un dato muy alentador, para una economía que supo crecer a tasas mucho mayores y que está necesitada de más que un simple rebote estadístico. Estos números **podrían estar reflejando una posible desconfianza del FMI a 2 tipos de cuestiones. Que el gobierno no pueda aprobar las reformas pro mercado que**

¹³ <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9258-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor.html?=&t=series-historicas>

¹⁴ Vale recordar que el presidente saliente Temer intentó pasar una reforma al sistema, pero fue vetada en el congreso.

¹⁵ <https://noticias.uol.com.br/politica/eleicoes/2018/raio-x/camara/>

¹⁶ <https://www.lapoliticaonline.com/nota/115528-bolsonaro-gano-52-diputados-pero-dependera-de-la-bancada-buey-biblia-y-bala/>

¹⁷ <https://www.bcb.gov.br/pec/metas/InflationTargetingTable.pdf>

prometió; o que las reformas que se aprueben no sean lo suficientemente fuertes como para darle a la economía el aire que necesita.

Con respecto al tipo de cambio nominal, la encuesta del BCB muestra gran estabilidad a lo largo del tiempo, con un real entre 3,70 y 3,85 por dólar entre 2019 y 2022. El mercado también espera un superávit comercial permanente, pero levemente decreciente hasta 2022, pero con IED en aumento como respuesta a la confianza del mundo en la nueva gestión. En cuanto al resultado fiscal primario, el FMI espera que Brasil llegue al déficit 0 en 2022, pero el relevamiento del BCB refleja expectativas más optimistas, de convergencia al superávit primario en 2021 y 2022.

NOTAS ESPECIALES

IN MEMORIAM: ENRIQUE KAWAMURA (1971-2019)

Héctor Rubini

Pocas veces se puede escribir una reseña sobre el fallecimiento de un colega cercano, y más que colega un gran amigo. En este caso, la muerte de Enrique Kawamura es una irreparable y dolorosa pérdida para su familia, y también para la gran cantidad de amigos, allegados y conocidos.

Enrique Lucio Kawamura Ishiy había nacido en la ciudad de Buenos Aires en 1971. Egresado del Colegio Nacional de Buenos Aires, complete la licenciatura en Economía en la Universidad de Buenos Aires (UBA), el Posgrado en Economía en el Instituto Torcuato Di Tella y el Doctorado en Economía en Cornell University (EE.UU.). Sin lugar a dudas ha sido uno de los más talentosos economistas argentinos de las últimas dos décadas, con una inteligencia fuera de serie y una capacidad de trabajo y estudio muy superior a lo normal. Antes de recibirse en la UBA había tomado cursos de topología y lógica matemática, campos que dominaba con una facilidad absolutamente fuera de lo común.

Lo conocí en 1992, de casualidad, en la biblioteca de FIEL. Me sorprendió un muchacho de poco más de 20 años devolviendo el libro *Dynamic Macroeconomic Theory* de Thomas Sargent. Le pregunté “¿Estás leyendo ese libro?”, y riéndose me respondió “Dos veces, y resolví todos los ejercicios”. No era chiste, era verdad. Poco tiempo después me enteré que se llamaba Kawamura, y años después lo conocería. Su capacidad y su pasión por la economía era fuera de lo común. Había que consultarlo, forzosamente para intentar siquiera escribir algo publicable en algún tema de macroeconomía. Algo que ya trascendía con comentarios de varios de sus ex profesores: “es un fuera de serie”, “alguien así, nace uno cada 100 años”, “nunca conocí alguien como Enrique”. Y Enrique (a quien conocíamos como “Kawa”, o “Kike”), lo fue confirmando luego con calidad de sus publicaciones. Seguirlo era fascinante pero alcanzarlo, imposible.

En 1994 ingresó al Posgrado en Economía del Instituto Torcuato Di Tella que completó en la primera mitad de 1995 con las máximas calificaciones en todas las materias. Luego partió hacia Cornell University. Allí completó el doctorado en Economía, aprobando su tesis en agosto de 1999, año en que se incorporó definitivamente a la Universidad de San Andrés, donde desarrolló toda su carrera profesional. En dicha casa de estudios llegó a dirigir en distintos períodos la licenciatura, la maestría y el doctorado en economía. Allí dictó cursos de Microeconomía para alumnos de 1er y 2º año de la licenciatura en Economía, y de Economía Internacional Monetaria para los alumnos de 3er año de dicha carrera. En la maestría en Economía dictó cursos de Macroeconomía, Economía Monetaria Avanzada y Programación Dinámica. A su vez, en la Universidad de Buenos Aires fue docente de Microeconomía de nivel intermedio entre los años 2005 y 2017, y también en un curso de Macroeconomía II en 2016 y 2017. A su deceso era el director de la Maestría en Economía de la Universidad de San Andrés.

Como se lee en la página web de dicha casa de estudios: “sus intereses de investigación y docencia se concentran en teoría macroeconómica, economía financiera y bancaria y aplicaciones de teoría de racionalidad acotada a problemas macroeconómicos y financieros”. Fue investigador visitante en el Banco Interamericano de Desarrollo y, brevemente, en Cornell y en el Departamento de Economía de la Washington University en St. Louis. Sus trabajos se caracterizaron, sin excepción, por una precisión lógica absoluta y un rigor matemático absolutos. Algo ya evidente en su tesis doctoral: “*Essays in Incomplete Markets and Financial Intermediation*”, y en su primer artículo presentado en la Reunión de la Asociación Argentina de Economía Política de 1993, en coautoría con Federico Guerrero: “Expectativas, Rezagos Fiscales y la Trampa de Alta Inflación”.

Entre 1993 y 2017 publicó documentos de trabajo, artículos en revistas con referato, y capítulos en un libro del Banco Interamericano de Desarrollo de 2017, además de varios trabajos presentados en las reuniones anuales de la

Asociación Argentina de Economía Política y otros papers en revistas con referato. Además, en 2011 recibió el premio de la Academia Nacional de Ciencias Económicas por su trabajo “Exchange Rate Regimes, Banking and the Non-Tradable Sector” publicado en 2007 en el *Journal of Monetary Economics*.

Dotado de una mente brillante, fue un ejemplo como hijo, esposo, padre, y amigo. Humilde, amable, atento, respetuoso, honesto, siempre inspiró respeto dentro y fuera de los ámbitos académicos. Como lo destacara en su sepelio Walter Sosa Escudero, director del Departamento de Economía de la Universidad de San Andrés: era un apasionado. Efectivamente, un apasionado como pocos por la economía y por la formación de mejores economistas. Con una sonrisa permanente, combinaba su amabilidad y humildad con un rigor científico absoluto, y una notable generosidad para compartir sus conocimientos sin subestimar a nadie.

Siempre tenía algo nuevo para enseñar, una lectura para recomendar, una orientación adecuada y oportuna para resolver problemas, hasta los más difíciles de abordar. Algo más que visible en el *faculty* de la Universidad de San Andrés, donde contribuyó significativamente a consolidarlo como uno de los mejores de América Latina. Su segundo hogar, donde además se ganó el respeto y el afecto no sólo de sus pares sino de sucesivas generaciones de alumnos y ex-alumnos.

Los diálogos con Enrique siempre eran productivos, fueran estos de unos pocos minutos o de más de una hora. Era un placer compartir charlas en su oficina, cubierta de libros y papers, un mate siempre listo, y el infaltable banderín y un poster del club de fútbol de sus amores, Huracán de Parque Patricios. Deja una esposa con dos pequeños hijos, para la profesión sus publicaciones, y para quienes lo conocimos, su impronta, su ejemplo y su permanente voz de aliento. Lo vamos a extrañar, y por mucho tiempo.

La siguiente es una lista, probablemente incompleta, de sus publicaciones:

- “Expectativas, Rezagos Fiscales y la Trampa de Alta Inflación” (con Federico Guerrero), *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXVIII Reunión Anual. Tucumán. Noviembre de 1993. Versión final publicada en 1994 en *Económica* (La Plata), XL (1), 93-115.
- “Expectativas, Déficit Fiscal, Políticas Cambiarias e Inflación” (con Federico Guerrero), *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXIX Reunión Anual. La Plata. Noviembre de 1994.
- “Crecimiento Endógeno, Externalidades e Impuestos. Una Disgresión sobre la Eficiencia Económica” *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXIX Reunión Anual. La Plata. Noviembre de 1994.
- “Banks with Peso-Dominated Deposits in Small Open Economies with Aggregate Liquidity Shocks” *Documento de Trabajo* N° 27. Universidad de San Andrés. Octubre de 2000.
- “Asset Market and Consumption Dynamics with Boundedly Rational Investors”. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXXV Reunión Anual. Córdoba. Noviembre de 2000.
- “General Equilibrium with Unawareness in Entrepreneurship Economies”. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXXVI Reunión Anual. Buenos Aires. Noviembre de 2001.
- “Banks with Peso-Denominated Deposits in Small Open Economies with Aggregate Liquidity Shocks”, *Seminario del Departamento de Economía*. Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata. Abril de 2002. Acceso online en http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/56812/Documento_completo.pdf-PDFA.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- “A Note on the Credibility of Bank-Run Preventing Devaluation Policies”, *Económica* (La Plata), XLVIII (1-2), 51-67. 2002
- “Financial Innovation in Multi-Period Economies”, *Cuadernos de Economía*, 40 (120), 177-205. Agosto de 2003.
- “Banking and Exchange Rate Regimes in Two-Good, Two Currencies, Small Open Economies with Cash-in-Advance Constraints. The Case of Flexible Rates and Dollarized Banks”. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXXVIII Reunión Anual. Mendoza. Noviembre de 2003.
- “Exchange Rate Regimes, Monetary Policy and Banking Performance in Economies with Cash Constraints. Chang and Velasco Revisited”. *Documento de Trabajo* N° 66. Universidad de San Andrés. Enero de 2004.
- “Investors’ Distrust and the Marketing of New Financial Assets”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 44(2), 265-295. Mayo de 2004.

- “On Liability Dollarization: A Simple Model with Domestic and Foreign Creditors” (con Daniel Heymann). *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXXIX Reunión Anual. Buenos Aires. Noviembre de 2004. Versión revisada: *Documento de Trabajo N° 80*. Universidad de San Andrés. Febrero de 2005.
- “Competitive Equilibrium with Unawareness in Economies with Production”. *Journal of Economic Theory*, 121 (2), 167-191. Abril de 2005.
- “Insider Trading and Corporate Governance in Latin America” (con Juan José Cruces), en *Investor Protection and Corporate Governance. Firm-Level Evidence across Latin America* (ed. Por Alberto Chong y Florencio López-de-Silanes), Cap. 1, 85-155. Inter-American Development Bank & Stanford University Press. Versiones anteriores: *Research Network Working Paper #R-5 I 3*. BID. Washington DC. Septiembre de 2005 y *Working Paper N° 86*, Universidad de San Andrés, Diciembre de 2005.
- “Exchange Rate Regimes, Banking and the Non-Tradable Sector”. *Journal of Monetary Economics* 54 (2) 325-345. Marzo de 2007.
- “Exchange Rate Regimes in a Small-Open-Economy, Banking Model with Domestic Aggregate Shocks”. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXXII Reunión Anual. Bahía Blanca. Noviembre de 2007.
- “Banks and Markets in a Monetary Economy” (con Gaetano Antinolfi). *Journal of Monetary Economics* 55 (2) 321-334. Marzo de 2008.
- “Sobre el Rol de las Políticas Fiscales y Financieras en las Fluctuaciones Macroeconómicas” (con Daniel Heymann), *Económica* (La Plata), LV, 45-97. 2009.
- “Modelos de Múltiples Agentes” (con Daniel Heymann, Roberto Perazzo y Martín Zimmermann) en *Progresos en Economía Computacional* (Editor: Omar Chisari), Cap. 5, 145-178. Colección Progresos en Economía. Asociación Argentina de Economía Política- Temas Grupo Editorial. Buenos Aires. Noviembre de 2009.
- “Pareto-Improving Default” (con Ives Balasko), *Working Paper N° 102*, Universidad de San Andrés. Mayo de 2010.
- “Some Observations on the Notion of Liquidity” (con Gaetano Antinolfi), *Paper 1220*. Annual Meeting of the Society for Economic Dynamics. Montreal (Canadá). Julio de 2010.
- “Valuación de Activos Financieros: ¿Qué nos Enseñan Más de Cincuenta Años de Investigación?”, en *Progresos en Finanzas* (Editor: Ricardo Bebczuk), Cap. 3, 27-87. Colección Progresos en Economía. Asociación Argentina de Economía Política- Temas Grupo Editorial. Buenos Aires. Octubre de 2010.
- “Understanding Export Taxation and Regulation in Oil and Gas in Argentina after 2002”. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXXVII Reunión Anual. Trelew. Noviembre de 2012.
- “Is Risk Good for Saving? Message from the General Equilibrium Model” (con Yves Balasko), *Texto para Discussão N° 615*. Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Río de Janeiro RJ. Brasil. Agosto de 2013.
- “Towards a New Inflation Targeting Framework in Latin America and the Caribbean: Rationalizing “Unconventional” Monetary Policies” (con Javier García-Cicco). *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XXXVIII Reunión Anual, Rosario. Noviembre de 2013.
- “Central Bank Liquidity Management and “Unconventional” Monetary Policies” (con Javier García-Cicco). *Economía Journal (LACEA)* 15(1), 39-87, Junio de 2014. Versión anterior: *IDB Working Paper N° IDB-WP-484*. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC. Febrero de 2014.
- “Behavioral Heuristics and Market Patterns in a Bertrand-Edgeworth Game” (con Daniel Heymann, Roberto Perazzo y Martín Zimmermann). *Journal of Economic Behavior & Organization* 105, 124-139. Septiembre de 2014.
- “Dealing with the Dutch Disease: Fiscal Rules and Macro-Prudential Policies” (con Javier García-Cicco). *IDB Working Paper N° IDB-WP-562*. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC. Julio de 2015. También en *Journal of International Money and Finance*, 55, 205-239. Julio de 2015.
- “Public Expenditure: Is There a Bias against Public Investment? A Political Economy Explanation”. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. XL Reunión Anual, Salta. Noviembre de 2015. Versión revisada de abril de 2016 en <https://www.udes.edu.ar/sites/default/files/kawamura.pdf>
- “Firms’ Investment and Savings in Latin America: Stylized Facts from the Enterprise Survey” (con Lucas Ronconi), *IDB Working Paper N° IDB-WP-638*. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC. Diciembre de 2015.
- “Effects of Foreign Currency Debt on Non-Financial Latin American Firms: Evidence from the 2000s” (con Javier García-Cicco), *IDB Technical Note N° IDB-TN-1103*. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC. Diciembre de 2016.

- “Public-Infrastructure and Energy-Subsidy Policies, Energy Access by the Poor and Long-Term Macroeconomic Performance”. *CAF-Working Paper N° 2017/08*. Corporación Andina de Fomento. Bogotá. Abril de 2017.
- “Regulation and State Intervention in Non-Renewable Natural Resources: The Cases of the Oil and Gas Sectors in Argentina”, en *The Economics of Natural Resources in Latin America: Taxation and Regulation of the Extractive Industries* (ed. por O. E. Manzano, F. H. Navajas y A. Powell). Routledge & Inter-American Development Bank, Cap 6, 135-170. Enero de 2018.

También pueden encontrarse online algunos artículos que escribió para diarios locales sobre la coyuntura económica de nuestro país y videos de algunas entrevistas.

OTRA GRAN PÉRDIDA: HAROLD DEMSETZ (1930-2019)

Héctor Rubini

El 4 de enero falleció a los 88 años Harold Demsetz, uno de los pilares del análisis económico de los derechos de propiedad, de la llamada “Nueva Economía Institucional”, habiendo expandido y profundizado la frontera en temas de organización industrial (sin utilizar teoría de los juegos), con varios de los trabajos más influyentes hasta hoy, sobre competencia, monopolios, políticas antitrust, y regulación de empresas de servicios públicos.

En 2013 la American Economic Association lo nombró “Distinguished Fellow” destacándolo como “uno de los microeconomistas más profundos y creativos del siglo 20”, y afirmando que “varias de sus contribuciones anticiparon investigaciones posteriores durante varios años o incluso décadas, y han ofrecido análisis esclarecedores de problemas fundamentales de la teoría económica”. Su nombre aparece, además, en el famoso libro de Mark Blaug, *Great Economists Since Keynes*.

Demsetz había nacido en Chicago, Illinois, en 1930. Completó el B.A. in Economics en la Universidad de Illinois (1953), el Master of Business Administration en la Northwestern University (1954) y el doctorado en Economía en esa Universidad en 1959. Fue profesor de las Universidad de Michigan (1958), la de California en Los Ángeles (UCLA) entre 1959 y 1963, Chicago Business School (1963-71) y nuevamente UCLA desde 1972 hasta su muerte. Allí fue director del departamento de Economía entre 1978 y 1980. Fue director de la Mont Pelerin Society, y en 1996 presidente de la Western Economic Association International. En 1991 recibió el Premio Distinguido a la Enseñanza de la Western Economic Association. Posteriormente recibió de la Northwestern University el Doctorado Honorario en Letras y Humanidades en 1994, y en 1996 la Universidad Francisco Marroquín (Guatemala) lo distinguió con el Doctorado Honoris Causa en Ciencias Sociales.

Al igual varios de sus colegas de UCLA, sus contribuciones se focalizaron en el análisis de las condiciones de entrada y salida de los mercados, y el impacto de los cambios en las instituciones y reglas de juego sobre el comportamiento de los agentes económicos. Su producción muestra una visible influencia de figuras históricas como Frank Knight, y fluido intercambio con más que notables contemporáneos como Ronald Coase, Aaron Director, George Stigler, y sus colegas de UCLA, en particular, Armen Alchian.

Siempre enfatizó que el apartamiento del ideal de competencia perfecta no es un impedimento para que el sistema de precios sea el principal mecanismo de coordinación de las actividades económicas. Ese funcionamiento siempre está condicionado al establecimiento de condiciones institucionales determinadas fundamentalmente de un marco jurídico que defina derechos de propiedad y que garantice su cumplimiento y protección. Esto ha sido central en su análisis de las barreras a la entrada a mercados, y la definición de lo “mercados desafiables” (“*contestable markets*”), para demostrar que, en mercados controlados por uno o dos gigantes, es factible el comportamiento competitivo en presencia de competidores potenciales con relativamente bajos costos de entrada. En su trabajo “*Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy*”, de 1973, demostró que aun en presencia de poder monopólico en el corto plazo, la rivalidad de otras empresas puede debilitar ese poder. Previamente, en otro trabajo de 1968 (“*Why Regulate Utilities?*”) enfatizaba que “no tenemos ninguna teoría económica que nos permita deducir si un precio es o no competitivo a partir del grado de concentración observable en un mercado en particular”.

El foco de las investigaciones de Demsetz fue la determinación, origen e impacto de la definición de los derechos de propiedad, y de las garantías de los mismos. Un tema con el que para muchos economistas aún hoy,

entienden que Demsetz fue un verdadero revolucionario y que debió haber sido galardonado con el Premio Nobel, junto a su colega de UCLA (también fallecido) Armen Alchian. Junto con él publicó en 1972 el trabajo “*Production, Information Costs and Economic Organization*”, que muchos consideran el iniciador de la moderna literatura sobre contratos con incentivos y “*moral hazard*”, y del campo conocido como “economía de las organizaciones”.

Otro de sus trabajos de gran impacto fue “*Toward a Theory of Property Rights*” donde postula que los derechos de propiedad nunca están dados, y que son un resultado económico. Allí sostuvo que los individuos tienen incentivos para definir derechos de propiedad de manera que se adecuen a sus intereses y objetivos, y que esos incentivos junto a las fuerzas competitivas conducen a una definición de esos derechos de propiedad compatible con una asignación eficiente de recursos. En su enfoque, dicha definición endógena a las decisiones individuales conduce a derechos de propiedad que tienden a internalizar los efectos de las acciones individuales. De ese modo pueden contribuir a minimizar el alcance potencial de externalidades resultantes de las decisiones de los individuos. Una implicancia directa es que los cambios en el contexto económico probablemente sean causa de cambios en la definición de los derechos de propiedad, pero los individuos requieren cierto tiempo hasta que descubran *cómo* deberían cambiar esos derechos de propiedad. Est trabajo ha sido notablemente influyente, ya que esa idea ha permeado a gran parte de la literatura hasta el presente sobre contratos incompletos en economía y finanzas. También sobre la relacionada con el análisis económico de las instituciones legales, ya que hacer cumplir y respetar esos derechos (“*enforcement*”) es costoso. Según Demsetz, las instituciones eficientes para lograr ese “*enforcement*” aparecen cuando los beneficios de asegurar esos derechos más que compensan los costos de esas instituciones.

Se podrían escribir varias páginas más sobre la variedad de temas que estudió y desarrolló Demsetz con una calidad y claridad realmente envidables. Como bien lo ha destacado la American Economic Association en su sitio web en 2013, “su obra es **altamente original, independiente de las corrientes intelectuales prevalecientes, y perdurable**”¹⁸. Algunas de sus publicaciones más destacadas son las siguientes:

Libros:

- *Economic, Legal and Political Dimensions of Competition (Professor Dr. F. de Vries Lectures in Economics)*. Elsevier (1982). Reeditado en español (*La Competencia: Aspectos Económicos, Jurídicos y Políticos*). Alianza Economía (1986).
- *The Organization of Economic Activity: Ownership, Control and the Firm (vol. 1)*. Blackwell (1986). Reeditado en chino por Economic Science Press (2000).
- *The Organization of Economic Activity: Efficiency, Competition and Policy (vol. 2)*. Blackwell (1991).
- *Anti-Trust Economics: New Challenges for Competition Policy (con Alexis Jacquemin)*. Lund University Press (1994).
- *The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries*. Cambridge University Press (1996), Reeditado en chino y en español (*La Economía de la Empresa*). Alianza Economía (2007).
- *Supreme Court Economic Review Vol. 3*. University of Chicago Press Journals (1993).
- *Supreme Court Economic Review Vol. 4 (con Ernest Gellhorn (ed.))*. University of Chicago Press Journals (1995).
- *Supreme Court Economic Review Vol. 5 (con Ernest Gellhorn, y Nelson Lund (ed.))*. University of Chicago Press Journals (1997).
- *Supreme Court Economic Review Vol. 6 (con Ernest Gellhorn, y Nelson Lund (ed.))*. University of Chicago Press Journals (1998).
- *From Economic Man to Economic System: Essays on Human Behavior and the Institutions of Capitalism*. Cambridge University Press (2008), reeditado en 2011.

Trabajos de investigación (algunos de los más conocidos):

- “Toward a Theory of Property Rights”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 57 (2), 347-359 (1967)
- “The Cost of Transacting”, *Quarterly Journal of Economics*, 82 (1), 33-53 (1968).
- “Do Competition and Monopolistic Competition Differ?”, *Journal of Political Economy*, 76 (1), 146-148, (1968).
- “Why Regulate Utilities?”, *Journal of Law and Economics*, 11 (1), 55-95, (1968).
- “Information and Efficiency: Another Viewpoint”, *Journal of Law and Economics*, 12 (1), 1-22, (1969).
- “The Private Production of Public Goods”, *Journal of Law and Economics*, 13 (2), 293-306, (1970).

¹⁸ Ver <https://www.aeaweb.org/about-aea/honors-awards/distinguished-fellows/harold-demsetz>

- “Production, Information Costs, and Economic Organization” (con Armen Alchian), *American Economic Review*, 62 (2), 777-795, (1972).
- “Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy”, *Journal of Law and Economics*, 16 (1), 1-9, (1973).
- “The Property Right Paradigm” (con Armen Alchian), *Journal of Economic History*, 33 (01), 16-27, (1973).
- “Where is the New Industrial State?”, *Economic Inquiry*, 12 (1), 1-12, (1974).
- “Economics as a Guide to Antitrust Regulation”, *Journal of Economic History*, 19 (2), 371-384, (1976).
- “Barriers to Entry”, *American Economic Review*, 72 (1), 47-57, (1982).
- “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 375-390, (1983).
- “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences” (con Kenneth Lehn), *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155-1177, (1985).
- “Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return”, *American Economic Review*, 76 (2), 313-316, (1986).
- “The Theory of the Firm Revisited”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 4 (1), 141-161, (1988).
- “The Core Disagreement between Pigou, the Profession, and Coase in the Analyses of the Externality Question” *European Journal of Political Economy*, 12 (4), 565-579 (1996).
- “Toward a Theory of Property Rights II: The Competition between Private and Collective Ownership”, *Journal of Legal Studies*, 31 (2), 653-672 (2002).
- “Efficiency Wage Models of Unemployment: One View”, en *Market Failure or Success* (T. Coven & E. Crampton, eds.), cap. 7. Edward Elgar Publishing
- “R.H. Coase and the Neoclassical Model of the Economic System”, *Journal of Law and Economics*, 54 (S4), 7-13, (2012).

INDICADORES

Indicador	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	4,3%	5,3%	2,2%	-0,3%	-5,0%	-6,5%	-2,8%	-1,8%	-6,1%	-4,2%	-7,5%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	-1,7%	-3,9%	12,1%	-1,7%	5,9%	-6,4%	-3,0%	-0,7%	-6,2%	4,1%	-1,9%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	22,0%	13,0%	15,4%	21,4%	6,8%	-4,7%	-31,0%	-35,8%	-44,1%	-50,0%	-57,9%	-46,4%	-53,4%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-28,6%	14,4%	7,9%	-7,8%	2,3%	-17,2%	3,2%	-2,3%	-19,0%	-12,7%	-11,1%	46,3%	-31,8%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	1,2%	6,9%	3,0%	4,2%	-0,8%	-6,9%	-4,3%	-6,5%	-8,8%	-2,4%	-7,4%	n/d	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,2%	0,0%	-0,9%	-0,9%	-0,7%	-1,6%	-1,3%	-1,7%	-0,3%	0,4%	-1,6%	n/d	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	4,0%	6,3%	1,5%	3,9%	-1,1%	-8,1%	-6,5%	-6,2%	-12,6%	-8,5%	-13,9%	-14,7%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	19,5%	19,3%	8,4%	14,4%	7,0%	-0,1%	0,7%	0,0%	-3,8%	-6,4%	-15,9%	-20,5%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	14,3%	12,4%	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%	-7,5%	-12,0%	-14,4%	-17,3%	-30,4%	-31,8%	-20,1%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-7,7%	6,4%	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%	7,7%	-6,7%	-1,1%	-9,9%	-7,3%	-6,6%	3,3%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,9%	-3,0%	-5,8%	0,0%	-9,9%	-8,9%	-17,9%	-17,9%	n/d
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	4.810	4.304	5.406	5.215	5.136	5.136	5.407	5.179	5.013	5.355	5.349	5.282	n/d
<i>Var. % a/a</i>	12,1%	10,4%	18,4%	7,2%	-6,4%	-0,3%	2,2%	-1,6%	-4,8%	1,4%	14,6%	15,4%	n/d
Importaciones en USD	5.737	5.196	5.960	6.102	6.447	5.458	6.179	6.310	4.699	5.077	4.365	3.913	n/d
<i>Var. % a/a</i>	32,2%	26,2%	8,9%	22,7%	6,3%	-7,5%	2,3%	-0,1%	-21,2%	-18,2%	-29,2%	-27,1%	n/d
Saldo Comercial en USD	-927	-892	-554	-887	-1.311	-322	-772	-1.131	314	278	984	1.369	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	203,1	212,9	217,1	219,0	223,6	210,6	202,8	201,3	195,8	200,1	196,3	197,3	199,5
<i>Var. % a/a</i>	-0,4%	4,0%	9,3%	13,1%	14,4%	7,9%	-1,3%	2,6%	-1,1%	0,7%	-2,3%	-1,7%	-1,8%

Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	2,1%	3,7%	3,1%	3,9%	6,5%	5,4%	3,2%	2,6%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,5%	2,1%	2,6%	2,1%	2,7%	4,1%	3,2%	3,4%	7,6%	4,5%	3,3%	2,7%	n/d
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,6%	2,6%	2,5%	2,6%	1,9%	3,9%	2,8%	4,1%	6,6%	5,1%	2,9%	2,8%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,5%	2,2%	2,5%	2,1%	2,6%	4,2%	2,9%	3,2%	7,8%	4,3%	3,2%	2,9%	n/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	25,8%	26,3%	25,4%	26,5%	27,2%	29,8%	31,0%	33,6%	39,5%	44,6%	46,8%	45,5%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,6%	2,6%	2,1%	3,0%	2,3%	3,7%	2,7%	3,7%	6,0%	5,3%	2,8%	2,4%	n/d
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	19,3%	26,7%	21,7%	20,9%	33,4%	36,5%	25,6%	32,3%	36,6%	45,6%	35,4%	27,4%	n/d
Gastos Totales	30,3%	20,6%	19,3%	13,4%	17,8%	22,1%	35,4%	18,7%	30,1%	40,5%	40,2%	27,9%	n/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	17,8%	28,3%	10,1%	13,4%	30,2%	33,9%	21,1%	26,4%	30,8%	39,8%	30,9%	27,7%	n/d
Gastos Primarios	19,5%	18,4%	17,6%	14,1%	17,9%	26,8%	19,1%	20,8%	26,5%	30,4%	32,2%	21,9%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	20,0	20,0	20,0	25,0	25,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	30,0	30,0	30,0
Media	28,4	27,0	29,2	33,1	33,3	35,8	32,2	35,3	40,4	39,9	38,3	35,7	39,2
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	45,2	43,8	43,8	40,1	36,1	36,0	36,3	36,2	33,7	32,6	32,1	36,0	33,1
<i>Var. % m/m</i>	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%	-10,0%	-0,3%	0,8%	0,0%	-7,0%	-3,1%	-1,7%	12,1%	-8,0%
<i>Var. % a/a</i>	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%	-21,2%	-14,4%	-14,6%	-23,9%	-34,0%	-36,1%	-37,2%	-16,7%	-26,7%