

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

Nº 141 AÑO 14

27 DE JULIO DE 2016

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ EL INVIERNO VIENE CON COMPLICACIONES...	2
▪ HORIZONTE DE TORMENTAS	5
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ LA VIDA DESPUÉS DEL BREXIT	8
▪ BRASIL: ¿TERMINA LA RECESIÓN?	15
NOTA ESPECIAL	
▪ IN MEMORIAM: JULIO H. G. OLIVERA (1929-2016)	19
INDICADORES	23

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

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

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

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- Según el INDEC, en junio de 2016 el IPC registró un incremento mensual de 3,1%. La misma fue levemente inferior a la inflación del IPC de la Ciudad de Buenos Aires (3,2%). Este último ya ha acumulado una suba de 29,2% en el primer semestre de 2016

LO IMPORTANTE

- Los ajustes de tarifas han quedado transitoriamente suspendidos en varias provincias por las acciones legales iniciadas por usuarios de servicios públicos. La decisión que adopte la Corte Suprema de Justicia en la materia puede ser crucial para el futuro de los ajustes de precios de servicios regulados por el Estado, y de las reacciones de los demás precios de la economía argentina.

LO QUE HAY QUE SABER

- El gobierno de Macri viene consolidando su poder político con mayor firmeza que lo esperado. Sin embargo, la inflación con recesión y los aumentos de tarifas públicas pueden debilitar la credibilidad en las políticas oficiales. Las autoridades confían en una recuperación con menor inflación para el año próximo, pero el sector privado espera cambios en precios absolutos y relativos que no serían compatibles con la recuperación de la estabilidad, el crecimiento económico y la apertura sostenida de vacantes laborales
- Los objetivos de déficit fiscal (4,8% del PIB, unos \$ 350.000 M) e inflación (25% anual) no podrán cumplirse. Tanto las expectativas relevadas por el BCRA como la dinámica hasta el momento, implican que no solo no se cumplirán estas metas sino que además el déficit alcanzaría el 5% del PIB (en torno de \$ 400.000-420.000 M) y la inflación de 2016 rondaría el 41%.
- El triunfo del Brexit se reflejó en una caída inicial de los mercados financieros. Sin embargo, la confianza en que los bancos centrales harán lo necesario para evitar un contagio financiero a gran escala, facilitó que rápidamente se restablezca la calma. Más allá de la incertidumbre respecto a las consecuencias de mediano y largo plazo para el crecimiento global, en el corto plazo la consolidación del escenario de tasas de interés extremadamente bajas en el mundo desarrollado favorece a los países emergentes.
- En 2015 el PIB brasileño cayó 3,8% y en 2016 podría caer más de 3%. Los indicadores de actividad son inequívocamente recesivos, mientras el desempleo continúa aumentando y afecta a 11,4 M de personas. Mientras tanto, todavía no se observan los efectos de las políticas implementadas por el nuevo gobierno.

LO QUE VIENE

- Reglamentación del nuevo régimen de blanqueo de capitales
- Unificación de las centrales obreras y reclamos de reapertura de negociaciones paritarias para recuperar la caída del salario real del primer semestre del año.
- Presentación ante el Congreso de la Nación del proyecto de Ley de Presupuesto 2017.
- Expectativas ante la decisión de la Corte Suprema sobre la suspensión o no de los recientes incrementos de tarifas de electricidad, gas y agua.
- Probables definiciones finales en el Parlamento brasileño respecto del juicio político a la suspendida presidente Dilma Rousseff.

PANORAMA DE ARGENTINA

EL INVIERNO VIENE CON COMPLICACIONES...

Héctor Rubini

El gobierno de Macri viene consolidando su poder político con mayor firmeza que lo esperado. Sin embargo, la inflación con recesión y los aumentos de tarifas públicas pueden debilitar la credibilidad en las políticas oficiales. Las autoridades confían en una recuperación con menor inflación para el año próximo, pero el sector privado espera cambios en precios absolutos y relativos que no serían compatibles con la recuperación de la estabilidad, el crecimiento económico y la apertura sostenida de vacantes laborales.

*"The thrill is gone, baby
The thrill is gone away
You know you done me wrong, baby
And you'll be sorry some day..."*

The Thrill is Gone, B.B. King (1969)

La economía no ha mostrado novedades significativas en el curso del mes de julio. Si bien se ha aprobado el blanqueo impositivo en ambas cámaras del Congreso Nacional, todavía no se ha emitido la normativa que reglamente de manera precisa dicha operatoria. Es una incógnita entonces cuánto dinero fuera de la economía argentina (registrada) estarían dispuestos a exteriorizar sus titulares, sobre un total estimativo en torno de los U\$S 400.000 M. Por consiguiente, tampoco es claro sobre ese monto desconocido, cuánto permanecería en el exterior, y del que eventualmente se reingresara a la economía formal, cuánto aumentaría potencialmente la recaudación tributaria, y cuánto iría a financiamiento directo del Tesoro vía compra de deuda pública.

Lo único claro es que financiaría el pago de juicios a jubilados por reajustes adeudados y eventuales aumentos en los haberes. Las cifras también son imprecisas en esta materia, y sobre el cierre de este informe, recién comenzaba a operar un aplicativo de la página web de la ANSES para que los interesados con juicios iniciados al Estado acepten o no la oferta oficial, y para que quienes no lo hicieron renuncien a futuros juicios a cambio de un aumento no muy significativo (se estima no mucho más de un 30%) en los haberes jubilatorios.

Los indicadores macroeconómicos no muestran cambio alguno en la dinámica de inflación con estancamiento. La relativa moderación en los indicadores de inflación de la ciudad de Buenos Aires y otras provincias, no son suficientes como para pensar en un sendero firme hacia la estabilidad de precios. A esto se ha sumado la incertidumbre sobre el futuro de los desordenados ajustes de tarifas de electricidad, luz y agua.

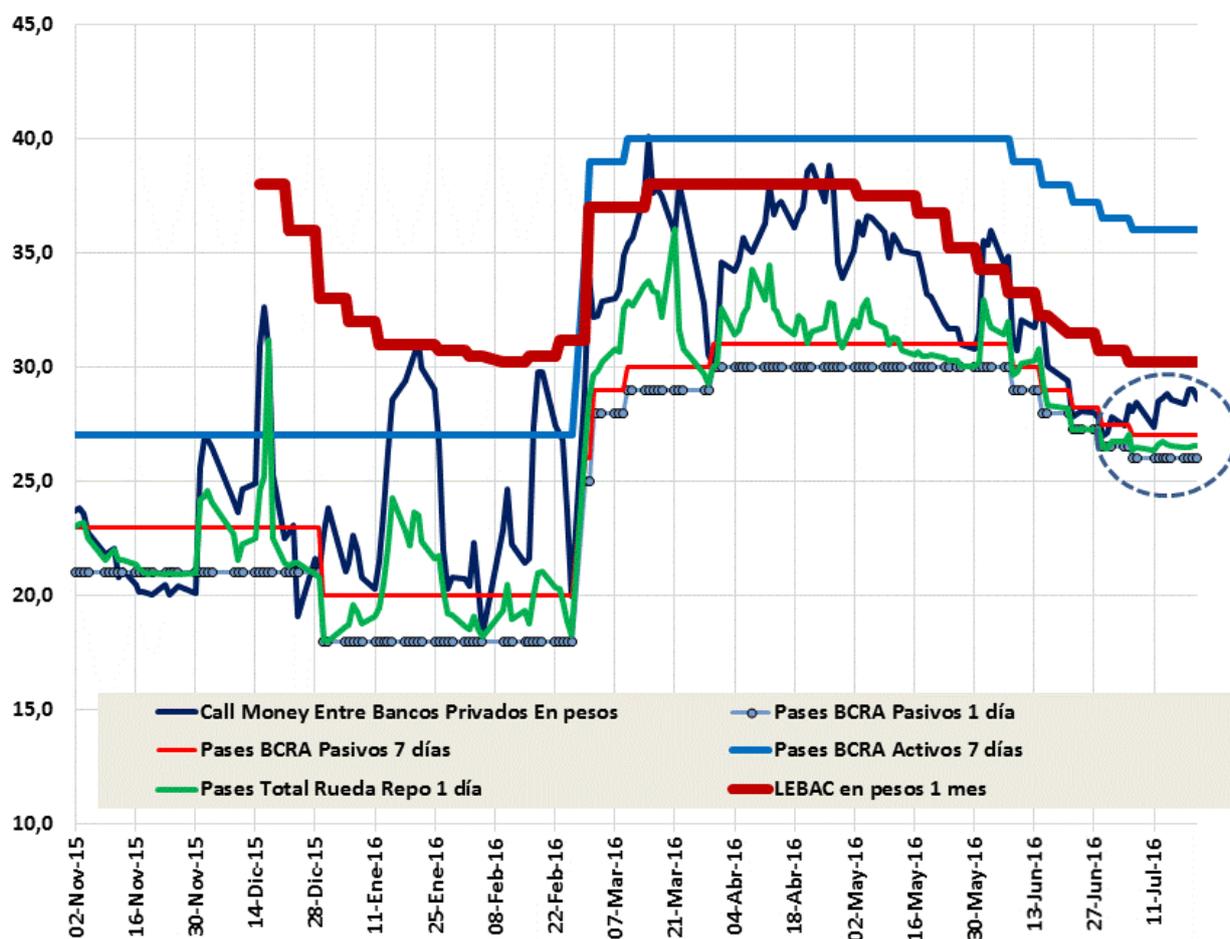
Las acciones judiciales iniciadas en más de la mitad de las provincias contra dichos ajustes han prosperado casi sin excepción, y la Corte Suprema decidió no expedirse en este mes, y postergar todo dictamen definitivo para el próximo mes. Por consiguiente, no es claro cuál será el futuro de la dinámica de ajustes de tarifas en lo que resta del año, aun cuando desde el Poder Ejecutivo se prometió que no habrá más ajustes. Sin embargo, los deslizamientos en algunos precios específicos han generado cierta inquietud. La suba prevista en principio de aceites comestibles dio lugar a ciertos faltantes y prácticas poco comunes en algunos supermercados que impulsó un acuerdo de precios entre el gobierno y los empresarios del sector. La Ciudad de Buenos Aires, a su vez, había dispuesto un fuerte aumento en los pasajes de tren subterráneo, pero al cierre de este informe, el mismo quedó transitoriamente suspendido por la decisión de una jueza en lo Contencioso Administrativo.

Sin síntomas de ajuste fiscal alguno, la política hasta ahora prudente del BCRA no es suficiente para estabilizar expectativas de inflación, ni tampoco para recrear un clima de reactivación.

Si bien las tasas de pases con el BCRA y de interés interbancarias a corto plazo (1 a 7 días) muestran un sesgo descendente desde el mes de mayo, se encuentran entre 25% y 30% anual. Esto pone un piso necesariamente alto para los demandantes de crédito, quienes además deberán afrontar a partir de septiembre el incremento de comisiones bancarias de varias entidades.

El BCRA parece priorizar la necesidad de enfriar aún más la demanda agregada con el objeto de alcanzar a fin de año o antes el objetivo de una inflación mensual de 1% o menos. Sin embargo, parece imposible sin una mayor recesión y consecuentemente mayores problemas de liquidez tanto en la economía real como en el sector financiero. El siguiente gráfico muestra que las tasas de call money (financiamiento a 24 hs.) entre bancos privados se ha despegado del movimiento descendente de las tasas de referencia. Si bien esto no indica problema alguno en el sistema financiero, refleja sí, que al menos algunas entidades importantes empiezan a percibir insuficiencia de liquidez en algunas contrapartes, algo si se quiere más que obvio en la medida en que no se reactive la actividad económica.

GRÁFICO 1: TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCRA E INTERBANCARIAS (ENTIDADES PRIVADAS)
 (TASAS % ANUALES EN PESOS)



Fuente: IICE, en base a datos del BCRA

El escenario político se mantiene por ahora con un oficialismo cada vez más consolidado, tanto por la habilidad ganada sobre la marcha para negociar acuerdos políticos, como por las crecientes complicaciones judiciales de los principales líderes políticos del kirchnerismo. Sin embargo, el impacto del llamado “tarifazo” ha sido negativo y dos semanas atrás se asistió al primer cacerolazo contra el gobierno de Mauricio Macri, con un detalle particular: buena parte de los mismos se concentró en áreas urbanas de mayor poder adquisitivo. Ciertamente la suba de tarifas es un gran problema hasta ahora no resuelto de manera aceptable para gran parte de la sociedad, pero también habría una creciente disconformidad con otros aspectos de la gestión de la actual administración. De no revertirse el escenario de estanflación, y sin una visible corriente de inversión pública y privada que reactive el mercado interno, el malhumor no cederá.

De cara al futuro, se presentan dilemas de difícil resolución, varios de los cuales han reavivado críticas contra la desconcentración de decisiones económicas en varios ministerios y la ausencia de un ministro de economía único. El puente de 5 meses, con o sin inversiones extranjeras asoma, ahora, frente a desafíos y dilemas cada vez más exigentes. Las tarifas públicas no pueden retrotraerse a los niveles de principios de año sin mayores problemas en la provisión de servicios de electricidad, luz y agua. Tampoco se pueden sostener incrementos que dejan pulverizado el ingreso disponible de pocos usuarios. No es claro hasta ahora cuál sería la solución que concilie la necesidad de subir tarifas para recuperar la inversión en infraestructura y reducir la brecha fiscal con la preservación del ingreso disponible de las familias.

No sólo se asiste a la eliminación de subsidios en el área del Gran Buenos Aires, sino a una modificación tarifaria en todas las provincias, que por momentos luce inentendible. El objetivo de “sincerar” tarifas públicas no sólo enfrenta el capítulo judicial del próximo mes, sino que tendrá impactos dinámicos inevitables: aun corrigiendo no pocas boletas con incrementos exagerados, la recuperación tarifaria tiene impacto positivo en las empresas si supera al aumento de precios, salarios y tipo de cambio. Caso contrario, su efecto sobre los incentivos para recuperar y aumentar la inversión en infraestructura energética y de otros servicios puede ser nulo. El costo inevitable: una aceleración inflacionaria con atraso cambiario, caída de salario real y mayor recesión. Nuevamente, otra complicación para la administración de expectativas y revertir la incipiente percepción de desencanto que empieza a observarse en estas semanas.

El tipo de cambio volverá a estar bajo fuego ¿Conviene que se atrase para que no suba la inflación, a costa de favorecer importaciones y amenazar no pocas fuentes de trabajo? ¿Es factible una depreciación hacia un tipo de cambio en torno de 18 o 20 pesos para sostener o recuperar cierta competitividad sin traslado a precios? En caso afirmativo, ¿cómo evitarlo? ¿cómo anclar expectativas y desacelerar la inflación inercial sin acentuar el clima recesivo? ¿sólo vía ingreso de capitales? ¿Y si el blanqueo de capitales y el ingreso espontáneo de inversores extranjeros no alcanza? La eficiencia en la asignación y uso de recursos, y la equidad en la distribución de la renta, y también de las oportunidades para empresarios y trabajadores no se van a mantener inalterables en ningún proceso de cambio de precios relativos, ni de los ingresos salariales y no salariales. Si la estabilidad de precios no se percibe factible para un horizonte temporal de 6-12 meses, tampoco se podrá esperar reducción de la incertidumbre sobre cambios en precios relativos, ni en la demanda del mercado interno.

El atraso tarifario no modera el impacto negativo de la suba de los demás precios. El atraso cambiario significa pérdidas potenciales y reales para la industria manufacturera y los exportadores más alejados de los puertos. ¿Hay solución única? Da la impresión de que no. La historia argentina es sumamente rica para extraer enseñanzas más que útiles, pero no es claro cuál será el rumbo que seguirán las autoridades en el actual semestre.

Mientras tanto, ya se va el mes de julio y no se perciben arribos significativos de inversiones extranjeras directas, ni síntomas de apertura de nuevas vacantes laborales. Reactivar la obra pública, el mercado de crédito y el mercado de capitales aparecen como condiciones necesarias para volver a crecer y empezar a reactivar el alicaído mercado interno. Sin embargo, también se requiere estabilizar los cambios en precios e ingresos relativos, junto a una política fiscal y monetaria coherente con la estabilidad presente y futura del tipo de cambio y la inflación.

Cuanto más se demore la provisión de señales convincentes en estos frentes, más tardará en disiparse la creciente incertidumbre y la percepción de continuidad de la actual estanflación hasta el año próximo. De ocurrir esto último, no sólo se deteriorará el resultado fiscal, sino que tenderá a agudizarse la conflictividad social, poniendo en serio riesgo las esperanzas de la actual administración para las cruciales elecciones legislativas de 2017.

HORIZONTE DE TORMENTAS

Gustavo Martín

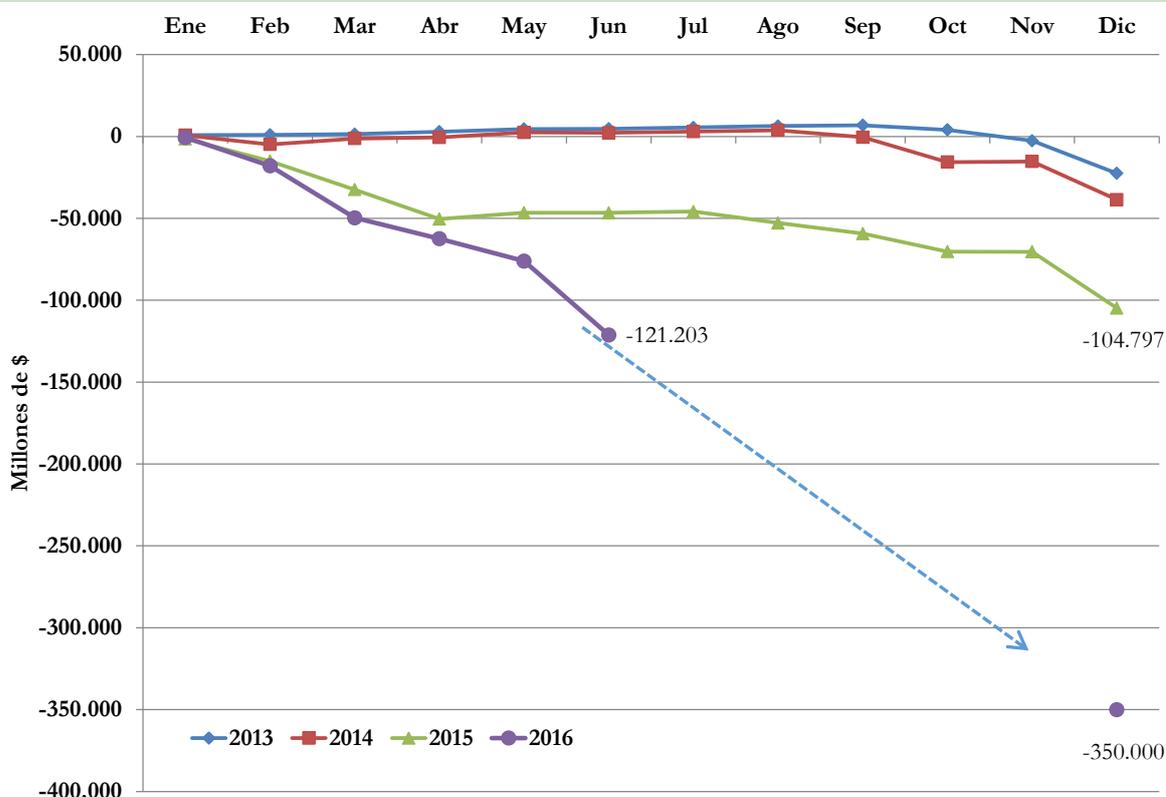
Los objetivos de déficit fiscal (4,8% del PIB, unos \$ 350.000 M) e inflación (25% anual) no podrán cumplirse. Tanto las expectativas relevadas por el BCRA como la dinámica hasta el momento, implican que no solo no se cumplirán estas metas sino que además el déficit alcanzaría el 5% del PIB (en torno de \$ 400.000-420.000 M) y la inflación de 2016 rondaría el 41%.

1. Meta fiscal en riesgo

A principios de este año, el Ministro de Hacienda y Finanzas hizo pública su intención de lograr un déficit de 4,8% del PIB para este año. En su momento adujo que el déficit continuaría por un tiempo a niveles altos y que sería difícil de bajar debido a la pesada herencia recibida: gastos ocultos, gastos excesivos en obra pública donde además existen diversos hechos de público conocimiento donde se sospechan cohechos. Con la mitad del año transcurrido, datos fiscales hasta mayo, nuevos datos de PIB publicados por el INDEC y el relanzamiento del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) por parte del BCRA, resulta posible ahondar en el análisis y elaborar posibles hipótesis acerca de la evolución del peso fiscal y la plausibilidad de la meta planteada.

Según surge del REM, el consenso (la mediana de las estimaciones relevadas) de las expectativas para el déficit fiscal de este año alcanza \$ 350.000 M, esto es aproximadamente tres veces el déficit del año pasado. A junio de este año, el mismo acumula \$ 121.203 M, un 160% más que el acumulado del año pasado. Los datos de julio probablemente mostrarán que el rojo fiscal alcance cerca del doble del valor actual siendo que se pagará los salarios del sector público con aumentos, y se estaría reactivando la obra pública.

GRÁFICO 2: DÉFICIT FISCAL ACUMULADO



Fuente: IICE en base a datos de MECON y BCRA.

El factor que jugó a favor de durante los primeros seis meses del año es que prácticamente los gastos de capital del gobierno no se incrementaron, es decir se detuvo casi toda la obra pública: la Inversión Real Directa que apenas se incrementó en un 8,5%. Sin embargo, se espera que este tipo de gastos se reactiven a partir del segundo semestre como modo de impulsar la demanda agregada y estimular el nivel de actividad.

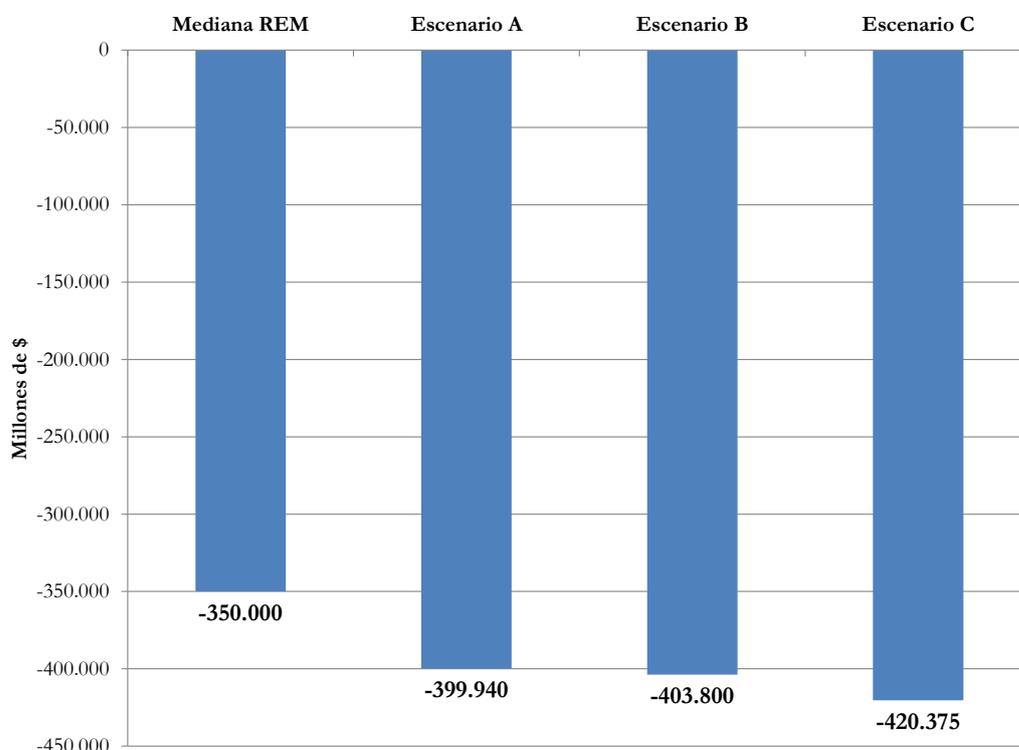
CUADRO 1: VARIACIÓN % INTERANUAL NOMINAL DEL GASTO ACUMULADO A JUNIO DE 2016

Gasto Primario (ex. intereses)	31,4%
Salarios	31,3%
Jubilaciones	38,9%
Subsidios	29,4%
Transferencias a Provincias	45,0%
Inversión Real Directa	8,5%
Gasto Total	30,7%

Fuente: IICE en base a datos de MECON

Existen, sin embargo, dudas acerca de que el gobierno efectivamente logre su meta fiscal, al igual que con la inflación cuyo objetivo de 25% para el año, que es más una utopía que realidad. Por caso, el gobierno debe hacerse cargo de los intereses generados por las emisiones de Letras del Tesoro que vencen este año y se pagan en dólares. Asimismo, deberá mantener por un tiempo los subsidios a servicios hasta tanto la Corte Suprema decida acerca de los incrementos en las tarifas que permitirían realizar ahorros en el erario público. También tendrá que enfrentar nuevos gastos por aumentos en salarios del sector público (los siguientes tramos acordados), jubilaciones (\$120.000 M entre incrementos en los haberes y el proyecto de pensión universal a la vejez) y pago de juicios previsionales (que ascendería a unos \$ 100.000 M).

GRÁFICO 3: DÉFICIT FISCAL A FIN DE AÑO



Fuente: IICE en base a datos de MECON y BCRA.

Sin aventurar los costos que supondrán los factores anteriormente mencionados, se pueden conjeturar algunos escenarios de cara a fin de año que auguran un déficit fiscal de al menos 5 puntos del PIB. El Escenario A del gráfico, plantea un déficit basado en una estimación de la inflación según el consenso del REM en 37% anual para 2016. El siguiente escenario, es el peor resultado esperado según el mismo REM, y el último, implica un incremento del 44% en los precios minoristas (peor escenario del REM). A todas luces, ninguno resulta deseable y las expectativas apuntan a que no pueda cumplirse el objetivo del gobierno, lo que no solo impactara en su reputación, sino que además retrasará cualquier reactivación de la actividad económica vía inversión privada sea local o extranjera.

2. Objetivo de inflación: no cumplido

En la segunda semana del mes se dieron a conocer los distintos índices de inflación. Según el INDEC, el IPC que releva los precios minoristas del área metropolitana comprendida por CABA y Gran Buenos Aires correspondientes al mes de junio arrojó una variación interanual de 3,1% luego del 4,2% de mayo. Si bien resultó una mejora en términos mensuales, hubo un leve ascenso de la inflación subyacente o núcleo: esta trepó de 2,7% el mes pasado a 3%. Cabe destacar que el dato de junio implica una inflación anualizada de 44%, que si bien es inferior a 63% que implicaba el dato anterior, aun es sensiblemente superior al objetivo planteado por el gobierno de un 25% para diciembre que ya fue diferido para abril del año que viene.

Las expectativas del consenso del REM prevén una inflación de al menos 37% interanual para este año con un sendero mensual descendente. No obstante, los pronósticos más optimistas auguran un 32% interanual (5 puntos por encima del objetivo del gobierno) y las más pesimistas 44%.

CUADRO 2: EXPECTATIVAS REM DE INFLACIÓN NACIONAL EN 2016

	Mediana	Promedio	Máximo	Mínimo
Variaciones % mensuales				
jul-16	2,2	2,3	3,3	1,9
ago-16	2,0	2,0	3,1	1,5
sep-16	1,8	1,8	2,7	1,5
oct-16	1,6	1,7	2,2	1,3
nov-16	1,5	1,6	2,0	1,2
dic-16	1,6	1,6	2,1	1,0
Variaciones % interanuales				
2016	37,0	37,0	44,1	32,5

Fuente: IICE en base a datos de BCRA.

Los otros datos de precios minoristas publicados como el IPC de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) y el IPC Congreso, se mostraron en línea con la evolución del IPC del INDEC. Por un lado, el IPCBA arrojó una variación del 3,2% en junio (47,4% interanual), esto es 1,8 puntos porcentuales inferior a la de mayo. El mes de junio arrojó la menor alza mensual desde diciembre último, aunque con una inflación núcleo¹ del 3,6%, lo que sugiere una gran persistencia en el comportamiento de los precios. Por otro lado, el IPC Congreso marcó un incremento mensual de 2,9% lo que implica un alza del 45,3% interanual. De esta manera, no parece improbable que la inflación cierre el año en torno del 40%, a menos que ocurra un *shock* externo inesperado sobre la oferta. Una inflación tan alta implica continuar en un estado de estanflación que difiere cualquier tipo de inversión, interna o externa, o decisiones de consumo y por lo tanto retrasa la recuperación esperada.

¹ La inflación núcleo comprende todos aquellos bienes y/o servicios que no están afectados por estacionalidad ni son regulados. En la actual medición del INDEC estos comprenden el 69,9% de la canasta del total del IPC.

PANORAMA INTERNACIONAL

LA VIDA DESPUÉS DEL BREXIT

Jorge Viñas

El triunfo del Brexit se reflejó en una caída inicial de los mercados financieros. Sin embargo, la confianza en que los bancos centrales harán lo necesario para evitar un contagio financiero a gran escala, facilitó que rápidamente se restablezca la calma. Más allá de la incertidumbre respecto a las consecuencias de mediano y largo plazo para el crecimiento global, en el corto plazo la consolidación del escenario de tasas de interés extremadamente bajas en el mundo desarrollado favorece a los países emergentes.

1. “Batacazo” del Brexit: shock inicial y rápida recuperación financiera

Si bien las encuestas auguraban un resultado reñido, la presunción generalizada era que a último momento la preferencia por el status quo terminaría inclinando la balanza en favor de la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE). En especial, luego de que a menos de una semana para el plebiscito el asesinato de una parlamentaria favorable a la permanencia enturbiara la campaña del Brexit. Por ello, cuando el 23 de junio por la noche los primeros resultados comenzaron a perfilar el triunfo de la opción por abandonar la UE, que terminaría por concretarse por un margen de 52% a 48% de los votos, la sorpresa tuvo un impacto resonante, tanto en términos políticos como financieros.

En **materia política**, la primera consecuencia fue la decisión de renunciar a su cargo del Primer Ministro James Cameron, anunciada el 24 de junio, inmediatamente después de confirmado el resultado. Siendo un ferviente defensor de la continuidad del Reino Unido en la UE, Cameron consideró que no era la persona adecuada para liderar las negociaciones con la UE por su salida, más allá de que la derrota de la opción que él defendía significaba una fuerte erosión de su poder hacia el interior del gobernante Partido Conservador. Si bien esto se encuadraba dentro de lo que se podía esperar ante el triunfo del Brexit, la perspectiva de una interna partidaria que se estimaba podía llevar cerca de dos meses en erigir un nuevo Primer Ministro, abrió un escenario de incertidumbre política preocupante.

Más sorprendente resultó que los principales referentes del partido gobernante en el campo del Brexit, como el ex-alcalde de Londres Boris Johnson, abandonaran la carrera por la sucesión. Esta decisión, junto con algunos sondeos de opinión que reflejaban cierta sensación de “arrepentimiento”, o por lo menos de “confusión”, entre los que votaron por la opción separatista, alimentaron las especulaciones de que Brexit podía llegar a quedar sin efecto, sea mediante el llamado a un nuevo plebiscito que presumiblemente tendría un resultado opuesto al primero, o simplemente porque la nueva conducción política podría decidir no avanzar en los pasos necesarios para salir de la UE. Tales especulaciones no encontraron un sustento sólido y, al momento de escribirse estas líneas, las posibilidades de un nuevo plebiscito, o de que el Brexit no avance, lucen muy remotas. Sin embargo, la reducción en la cantidad de competidores para la elección del sucesor de Cameron contribuyó a simplificar la contienda y a acortar sus plazos, de modo tal que menos de tres semanas después de la renuncia de Cameron, Theresa May quedó como única aspirante, asumiendo como la primera Primer Ministro mujer desde Margaret Thatcher.

Las **repercusiones financieras** más inmediatas estuvieron en línea con lo que se podía prever en caso de que triunfara el Brexit²: una abrupta depreciación de la libra esterlina, que ha sido también el efecto que más ha perdurado, y la caída de los mercados de acciones en todo el mundo, al mismo tiempo que los inversores se volcaban masivamente a los activos de refugio como el oro, el yen, o los bonos del Tesoro de EE.UU. y de Alemania. En efecto, durante la madrugada del 23 al 24 de junio, tras conocerse la tendencia favorable al Brexit en los primeros resultados publicados, la libra esterlina se depreció un 11% frente al dólar estadounidense, desde 1,50 a 1,32 dólares por libra. En los días siguientes, continuó depreciándose hasta un mínimo de 1,28, antes de experimentar un rebote acotado para ubicarse en el nivel de 1,31 dólares por libra al 22 de julio³.

² Para más detalles, véase en el IEM del mes anterior el artículo de Jorge Viñas, “*Todo el mundo pendiente del Brexit*”, IEM N° 140, 22 de junio de 2016, pág. 10.

³ Como referencia de la magnitud del debilitamiento que ha registrado la libra esterlina, el nivel más bajo al que había llegado en el peor momento de la crisis financiera internacional fue de 1,35 dólares por libra. Para encontrar el único período desde el abandono del sistema de Bretton Woods a

Del mismo modo, los principales índices accionarios del mundo sufrieron fuertes pérdidas en las primeras jornadas que sucedieron al resultado sorpresivo del plebiscito, como puede apreciarse en el cuadro 3. En dicho cuadro puede verse que la peor reacción en los días siguientes al Brexit se registra en los índices de la Eurozona y Japón, cuyas caídas incluso superan en magnitud al mercado del Reino Unido, epicentro del shock. Esto se debe a que la economía europea y la japonesa son las que presentan un estado relativamente más débil para hacer frente a un shock externo negativo⁴. También llama la atención que los índices de países emergentes hayan registrado pérdidas inferiores que los países desarrollados, cuando generalmente suelen ser los más castigados ante este tipo de eventos. Hacia el final del artículo se esbozará una explicación para este fenómeno.

CUADRO 3: EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES ACCIONARIOS TRAS EL BREXIT

Índice	País	Máxima caída desde 23/06	Fecha del cierre mínimo	Suba desde el mínimo al 22/07	Variación acumulada 23/06 - 22/07
Standard & Poors 50	EE.UU.	-5,3%	27-jun	8,7%	2,9%
FTSE 100	Reino Unido	-5,6%	27-jun	12,5%	6,2%
Eurostoxx 50	Eurozona	-11,2%	27-jun	10,2%	-2,2%
Nikkei	Japón	-7,9%	24-jun	11,2%	2,4%
Kospi	Korea	-3,1%	24-jun	4,4%	1,2%
Hang Seng	Hong Kong	-3,4%	28-jun	8,9%	5,3%
Sensex	India	-2,3%	24-jun	5,3%	3,0%
Micex	Rusia	-4,1%	27-jun	4,6%	0,4%
Bovespa	Brasil	-4,5%	27-jun	15,7%	10,6%
Mexbol	México	-4,1%	27-jun	7,4%	3,0%

Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

El precio de los commodities más sensibles a la actividad global, como el petróleo y las materias primas industriales, corrieron la misma suerte que las acciones, con caídas importantes en las jornadas siguientes al plebiscito. En forma opuesta, los activos de refugio recibieron un impulso significativo: el oro registró un nuevo máximo en lo que va de 2016, las tasas de retorno de los bonos del Tesoro de EE.UU. y Alemania alcanzaron un nuevo mínimo histórico (1,32% y -0,20% anual, respectivamente) y la moneda japonesa se apreció hasta llegar a 100 yenes por dólar, nivel que no alcanzaba desde 2013 en los comienzos de la *Abenomics*.

Sin embargo, la amenaza de un contagio financiero global que se transformara en una nueva crisis a gran escala se extinguió rápidamente. Para ello, jugaron a favor las expectativas de que los bancos centrales saldrían a brindar suficiente apoyo monetario y crediticio para neutralizar dicho riesgo. También ayudó que los datos económicos más recientes en las principales economías del mundo, EE.UU. y China, mostraran una mejora respecto a los meses anteriores, lo que estaría reflejando que la economía global presenta una situación más sólida de lo que se pensaba para absorber el shock negativo del Brexit. La menor percepción de riesgo se tradujo en un fuerte rebote de todos los mercados accionarios a partir del 28 de junio, al mismo tiempo que los activos de refugio sufrieron una retracción.

La rápida recuperación de los mercados financieros llevó al Standard & Poors 500, el principal índice accionario de EE.UU., a un nuevo máximo histórico. Al 22 de julio, un mes después del plebiscito británico, casi todos los mercados de acciones del mundo se ubican por encima al nivel previo al triunfo del Brexit. La excepción más relevante es la del índice Eurostoxx 50 de las principales empresas de la Eurozona, que todavía se mantiene un 2,2% por debajo del cierre del 23 de junio. En el otro extremo, sobresale el índice Bovespa de Brasil, que se ubica más del 10% por encima del cierre del 23 de junio, ayudado por condiciones internas particulares que se analizan en detalle en otro artículo en este número del IEM.

principios de los '70 en que la libra registró un nivel más débil que el actual, hay que remontarse hasta mediados de la década del '80, en pleno auge del "súper dólar", cuando llegó a un mínimo de 1,05 dólares por libra en el primer trimestre de 1985, pocos meses antes que el Acuerdo del Plaza Hotel generara un esfuerzo conjunto de los países desarrollados para revertir la fortaleza del dólar

⁴ Adicionalmente, los bancos europeos, que se encuentran en una situación patrimonial débil tras absorber los impactos sucesivos de la crisis hipotecaria de EE.UU. y la crisis fiscal de los países periféricos de la Eurozona, se encuentra entre los sectores más expuestos a las consecuencias negativas del Brexit, motivo por el cual ha sido el sector de peor performance en las bolsas, habiendo llegado a perder la cuarta parte de su capitalización de mercado en las dos semanas siguientes al Brexit.

Neutralizado el riesgo de contagio financiero, que aparecía como el principal riesgo global derivado del Brexit en lo inmediato, subsisten otros, aunque menos urgentes: a) la probabilidad de que el Reino Unido caiga en recesión en el segundo semestre, con las derivaciones negativas para el crecimiento de sus principales socios comerciales, empezando por Europa; b) las reverberaciones políticas del Brexit en el resto de la UE, a partir del impulso que significa para los partidos euroescépticos y antisistema del continente; y c) los efectos negativos sobre el crecimiento económico a mediano y largo plazo, a partir de una menor productividad y eficiencia derivada de la reducción de los volúmenes de comercio internacional y el aumento de los costos de transacción de un menor nivel de integración en la economía global.

La probabilidad de materialización de estos riesgos, a su vez, depende de: a) las medidas compensatorias de política económica que adopten las autoridades en los principales países involucrados; b) los nuevos acuerdos que surjan de las negociaciones entre el Reino Unido y sus ex-socios de la UE, que regularán sus relaciones comerciales en la era post-Brexit; y c) el dinamismo de aquellas regiones y sectores de la economía global menos afectados por el Brexit en forma directa.

2. *Incertidumbre por las nuevas relaciones entre el Reino Unido y la UE*

En su primera gira de encuentros con los líderes europeos, Theresa May encontró una recepción amable, especialmente por el lado de Angela Merkel, pero también el mensaje terminante de que el Reino Unido debe seguir los pasos establecidos por los estatutos de la UE para su abandono, comenzando por invocar el artículo 50. Se espera que la nueva Primer Ministro lo haga a principios de 2017, dado que el Reino Unido requiere de tiempo para establecer su estrategia de negociación. Una vez iniciado oficialmente el proceso, las normas establecen un máximo de dos años para negociar y definir las condiciones de la separación. Superado ese lapso, que se cumpliría a principios de 2019, si no hay acuerdo para una prórroga la separación queda consumada. Pero las normas no dicen nada respecto a cuáles deben ser las pautas de la relación entre los ex-socios una vez que se concreta la separación.

Al respecto, parecería que entre los líderes que impulsaron el Brexit y que ahora estarán a cargo de las negociaciones con la UE, sigue imperando la idea de que pueden “convencer” a los líderes de la UE de que mantengan el acceso preferencial del Reino Unido al mercado común europeo sin exigirles a cambio adhesión a la política de inmigración regional y aportes al presupuesto de la UE. Tales esperanzas se basan en que el Reino Unido, a diferencia de otros países a los que sí se le exigen los mencionados requisitos a cambio del acceso al mercado común (Suiza, Noruega, Islandia, Liechtenstein), se trata de un socio comercial demasiado importante para la UE, lo que genera incentivos fuertes para lograr un acuerdo cooperativo⁵.

Sin embargo, los líderes de la UE no parecen estar en posición como para brindarle un tratamiento benigno al socio que los abandona. De lo contrario, estarían alimentando a los partidos separatistas enquistados en sus respectivos países, especialmente en países como Francia, Italia o los Países Bajos, pero también en la propia Alemania. Por otro lado, la capacidad del Reino Unido de amenazar creíblemente a la UE de tomar represalias comerciales es muy acotada, dado que las normas de la Organización Mundial de Comercio limitan el margen de maniobra para imponer trabas comerciales arbitrarias.

De este modo, sin una hoja de ruta predeterminada y con objetivos contrapuestos de las partes, hay que prepararse para asistir a largas y arduas negociaciones con un final incierto. En su transcurso, no sería extraño que se vean a menudo posturas del tipo “Juego de la Gallina”, con las que ambas partes intentarán torcer la negociación en su favor, pero que de afuera darán la sensación de que las relaciones están al borde de la ruptura. La indefinición y la incertidumbre sobre el nuevo acuerdo que regirá las relaciones comerciales, reducirá la inversión a ambos lados del Canal de la Mancha e incrementará los costos de transacción.

3. *El impacto económico, por ahora limitado sólo al Reino Unido*

Antes del plebiscito, las simulaciones económicas ante un eventual triunfo del Brexit arrojaban unívocamente un impacto negativo sobre el crecimiento económico del **Reino Unido** para los próximos trimestres. El argumento común

⁵ También se ha mencionado la posibilidad de recurrir a algunas cláusulas de excepción existentes en los acuerdos comerciales con los mencionados países, concretamente el artículo 112 del Acuerdo del Área Económica Europea, que habla de la posibilidad de que un miembro tome medidas unilaterales ante el surgimiento de dificultades económicas, sociales o ambientales extraordinarias. Sin embargo, el precedente de Suiza, que en 2014 intentó restringir la inmigración sobre esta base y la UE amenazó con cortar el acceso al mercado común, no avala esta alternativa.

indicaba que la incertidumbre generada por dicho resultado tendría un efecto depresivo sobre la inversión empresarial, mientras que la depreciación de la libra esterlina y su traslado a inflación, castigaría los ingresos reales afectando negativamente al consumo de las familias, especialmente de servicios y bienes no comerciables. El sector financiero, el sector inmobiliario y el sector de ventas minoristas, se encuentran entre los que se verían más afectados. El impulso a las exportaciones generado por el nivel más competitivo de la moneda se vería parcialmente neutralizado por las nuevas trabas que seguramente encontrarán para acceder a Europa, el principal socio comercial del Reino Unido, por lo que no alcanzaría para compensar la desaceleración de la inversión y el consumo.

En cuanto a la magnitud del impacto negativo, el rango de estimaciones se ubicaba en torno al 1,0% – 1,5% anualizado de disminución en el crecimiento del PIB en los próximos dos años. Dado que antes del Brexit las proyecciones del crecimiento del PIB para el Reino Unido se ubicaban levemente por encima del 2%, la probabilidad de que la economía británica cayera en recesión era considerada baja.

Sin embargo, las primeras noticias económicas tras el Brexit, aunque no se trata de datos “duros”, indican que la probabilidad de recesión ha aumentado considerablemente. En efecto, el avance del mes de julio de la encuesta PMI de actividad económica, correspondiente a un relevamiento posterior al plebiscito, mostró una caída abrupta en el índice de actividad compuesto a 47,7 respecto a 52,4 en junio. Se trata de la mayor caída mensual registrada, alcanzando el nivel más bajo desde principios de 2009, en plena crisis financiera internacional. Si bien este indicador presenta un elevado margen de error para pronosticar el crecimiento del PIB trimestre a trimestre, la severidad de la caída apunta a un riesgo de recesión en alza.

GRÁFICO 4. REINO UNIDO: EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI COMPUESTO



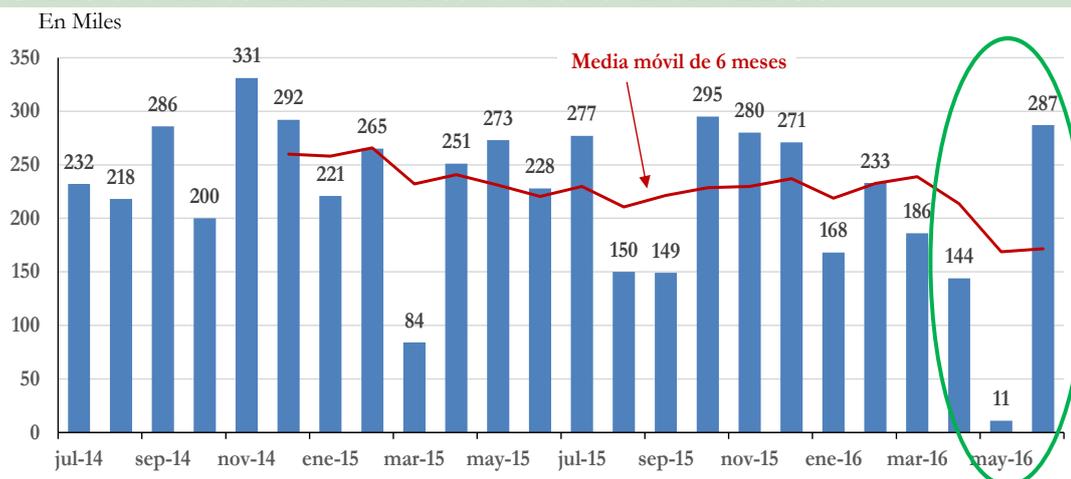
Nota: El valor 50 marca la división entre expansión y contracción de la actividad.
 Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Por el momento, no se observan síntomas de debilidad similar en el resto del mundo. En la **Eurozona**, la región más comprometida por sus lazos económicos cercanos con el Reino Unido, tanto el avance de la encuesta de actividad PMI como la encuesta de confianza del consumidor de julio arrojaron reducciones marginales, que no reflejan un quiebre de tendencia respecto a los meses anteriores. De todos modos, hay que tener en cuenta que el crecimiento europeo sigue siendo relativamente débil, se estima que el crecimiento del PIB del segundo trimestre se ubicó por debajo del 1% anualizado. Además, los incipientes síntomas de recesión en el Reino Unido auguran nuevas dificultades para la economía de la Eurozona hacia adelante⁶, además de los factores de riesgo propios como el stress financiero que atraviesan los bancos italianos o el incumplimiento de las metas fiscales en que han incurrido España y Portugal, que los expone a sanciones por parte de la Comisión Europea.

⁶ Las mismas simulaciones que estimaban la merma en el crecimiento del Reino Unido en 1,0%-1,5% anual, proyectaban para la Eurozona un impacto negativo en torno al 0,5% anual, algo manejable. Pero si la caída del Reino Unido es mayor y entra en recesión, el impacto negativo en la Eurozona también será mayor.

En cambio, los datos más recientes muestran que las economías de EE.UU. y China se encontraban al momento del plebiscito británico en mejores condiciones de lo que se pensaba. En el caso de **EE.UU.**, los datos de creación de empleo de junio mostraron una notable recuperación respecto a los datos decepcionantes de mayo, alejando los temores a un deterioro abrupto de las condiciones del mercado laboral (véase el gráfico 5). Los datos de ventas minoristas, actividad industrial y del sector inmobiliario también mostraron una evolución favorable en el mes de junio, contribuyendo a consolidar la percepción de que la economía ha retomado dinamismo de cara al segundo semestre. Del mismo modo, el avance de la encuesta PMI de actividad industrial registró una mejora de 51,3 en junio a 52,9 en julio, mostrando que el Brexit no alteró por ahora las perspectivas favorables.

GRÁFICO 5: CREACIÓN MENSUAL DE EMPLEOS NO AGRÍCOLAS EN EE.UU.



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

En **China**, el PIB del segundo trimestre registró un crecimiento desestacionalizado del 7,1% anualizado contra el trimestre anterior, lo que representa una aceleración respecto al 6,1% del primer trimestre. En términos interanuales, el crecimiento del segundo trimestre fue del 6,7%, igual al del primer trimestre, pero por encima de las proyecciones de consenso del 6,6% según Bloomberg. El fortalecimiento de la actividad económica refleja el impacto positivo de las políticas expansivas adoptadas desde fines de 2015, especialmente en materia fiscal.

Así mismo, los datos mensuales de actividad de junio mostraron una mejora respecto a los meses anteriores, especialmente en los rubros de producción industrial, ventas minoristas y exportaciones. En cuanto a la inversión, si bien a nivel agregado continuó mostrando desaceleración, se advierte una fuerte expansión de la inversión en infraestructura, que es donde más se refleja el estímulo fiscal.

Esto sirve para compensar la retracción de la inversión privada, que sigue sufriendo por el exceso de capacidad en varios sectores industriales, como cemento y acero, aunque se empiezan a advertir síntomas de que el exceso de capacidad se está corrigiendo.

Si bien se espera que el impacto de las políticas expansivas disminuya en el segundo semestre, el riesgo de que el crecimiento del PIB del año 2016 no alcance las proyecciones de 6,5%-6,7%, ha disminuido.

En **Japón**, la *Abenomics*, que había perdido fuerza ante los pobres resultados en materia de crecimiento económico y de inflación en los últimos trimestres y los escasos avances en las reformas estructurales, recibió un nuevo impulso político. El partido del Primer Ministro Abe obtuvo un amplio triunfo en las elecciones del Senado, lo que le permitió obtener una mayoría absoluta en la cámara alta, clave de cara a la reforma constitucional que apoya quiere llevar a cabo el primer ministro. La consolidación del poder de Abe abre la puerta a la implementación de una nueva ronda de estímulos fiscales y monetarios, lo que ha servido para reavivar las perspectivas para la actividad económica en el segundo semestre de 2016.

4. Bancos Centrales en alerta, pero sin actuar

Una de las claves para que el shock del Brexit no se propagara por los mercados financieros alimentando una nueva crisis, han sido las expectativas generalizadas de que los principales bancos centrales del mundo tomarían rápidamente nuevas medidas de estímulo en caso que las circunstancias lo requieran. Tales expectativas se basaban tanto en la experiencia reciente de la actuación de los bancos centrales ante eventos de stress financiero, como en las declaraciones de las autoridades de las instituciones monetarias (sea Carney del BOE, Draghi del BCE, o incluso Yellen de la Fed) resaltando que estaban alertas y preparados para actuar. Sin embargo, hasta el momento ninguno de ellos se ha visto compelido a tomar medidas concretas, quizás justamente porque los mercados financieros reaccionaron por sí solos, sin la necesidad de recurrir al “salvavidas” de los bancos centrales.

El primero de ellos en tener su reunión de política monetaria tras el Brexit fue el BOE, que tiene fama de ser generalmente el más veloz en la toma de decisiones⁷, y había anunciado que estaba preparado para socorrer al sistema financiero británico en caso que el Brexit provocara interrupciones en su funcionamiento. Pero en esta ocasión decidieron mantener sin cambios tanto la tasa de interés de referencia en 0,5%, como el monto de títulos comprados bajo el QE en 375.000 M de libras.

El argumento fue que prefieren esperar a la próxima reunión de agosto, para tener una noción más acabada del impacto del Brexit sobre la economía y el sistema financiero antes de actuar. Luego fue el turno del BCE, que siguió el mismo camino que el BOE, esperar a la próxima reunión, que en su caso es en septiembre, para tener una mejor evaluación del impacto del Brexit. Tanto en el caso del BOE como del BCE, el mercado financiero continúa descontando que en la próxima reunión sí adoptarían nuevas medidas expansivas.

En el caso de la Fed, si bien no se esperaban medidas de estímulo adicionales, la incertidumbre y las turbulencias globales en las semanas previas al plebiscito británico llevaron a que en la reunión de junio redujeran las subas proyectadas de tasas para el resto del año. Teniendo en cuenta la sensibilidad que ha demostrado la Fed a los sucesos externos a la hora de fijar su política monetaria, en los días posteriores al Brexit las valuaciones de los futuros de tasa de Fondos Federales no asignaban probabilidades de suba de tasas hasta el año 2018.

Sin embargo, tras los datos positivos de empleo del mes de junio, y ante la evidencia de que el Brexit no estaba generando contagio financiero, las probabilidades de suba de tasas empezaron a subir nuevamente, aunque en forma muy gradual. Al 22 de julio, la probabilidad de una suba de 25 p.b. en la próxima reunión del 27 de julio se ubica en el 8%, mientras que supera el 50% para el primer trimestre de 2017. En lo que respecta a la reunión del 27 de julio, si bien es altamente probable que la Fed no adopte ninguna medida, será importante el contenido del comunicado para determinar en qué medida sus miembros siguen preocupados por el impacto del Brexit.

En lo inmediato, el banco central que tiene mayores chances de implementar nuevas medidas expansivas es el BOJ en su reunión del 29 de julio, a partir del nuevo impulso que obtuvo la *Abenomics*, como se mencionó anteriormente. Sin embargo, las autoridades del BOJ se encargaron de desactivar las especulaciones que indicaban que estaban planeando implementar un “helicóptero de dinero”⁸, es decir que el BOJ expanda la base monetaria a través de transferencias directas de dinero a los ciudadanos. En cambio, ahora se espera que baje la tasa de interés de referencia a terreno aún más negativo, de -0,20% a -0,30%, y que aumente el programa de compra de activos bajo el QE, de 80 billones a 100 billones de yenes (aproximadamente 1 billón de dólares).

En definitiva, hasta el momento los bancos centrales no han actuado en la forma agresiva que muchos esperaban tras el triunfo del Brexit, aunque es cierto que todavía no se advierten los efectos económicos negativos que se pronosticaban, mientras que los mercados financieros han reaccionado favorablemente. Por ahora, las tasas de retorno extremadamente bajas de los bonos soberanos de los países desarrollados indican que persisten las expectativas de que las tasas de interés en el mundo desarrollado permanecerán muy bajas o negativas por mucho tiempo.

⁷ Por ejemplo, durante la crisis financiera internacional de 2008-2009, el BOE fue el primer banco central en implementar la política de QE, así como también fue el primero en salir a inyectar fondos directamente en los bancos cuando la quiebra de un banco hipotecario

⁸ “*Helicopter money*”, término utilizado por Ben Bernanke en un paper del año 2004 sobre las herramientas para derrotar la deflación, por el cual posteriormente, cuando llegó a la presidencia de la Reserva Federal, algunos críticos lo llamaban “Helicopter Ben”

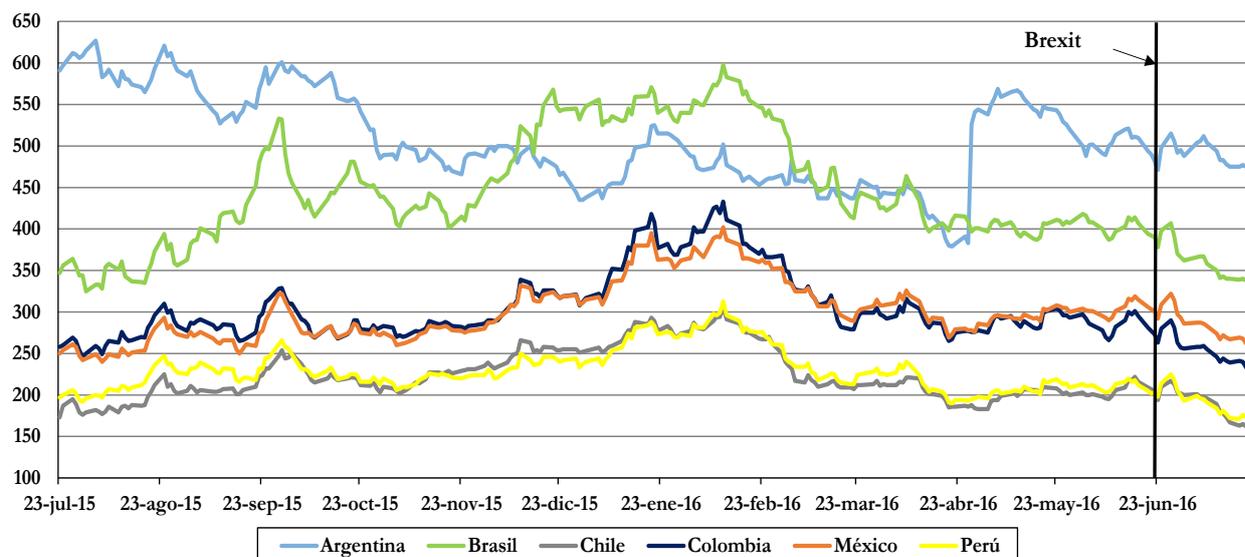
5. Saldo positivo para los países emergentes...¿durará?

Como consecuencia de la consolidación del escenario de tasas de interés muy bajas o negativas en todo el mundo desarrollado, los países emergentes se han visto beneficiados por una ola de ingreso de capitales, pertenecientes a inversores que buscan rendimientos positivos imposibles de conseguir en los países desarrollados. En efecto, según el Instituto de Finanzas Internacionales, los flujos de capital hacia mercados emergentes muestran el mayor ritmo en más de tres años. En la semana que terminó el 15 de julio, los fondos de inversión dedicados a bonos y acciones de mercados emergentes recibieron 6.500 M de dólares, el mayor ingreso semanal desde septiembre de 2013. Según la misma fuente, los flujos netos de capital privados de no residentes hacia países emergentes pasarán de una salida neta de más de 400.000 M de dólares en 2015 a un ingreso neto de 200.000 M en 2016.

Los países latinoamericanos han estado entre los más beneficiados, ya que sus lazos comerciales con el Reino Unido son más lejanos que los que tienen los países emergentes de Europa Oriental, a través de su vínculo con la UE. Por ello, se presume que el impacto económico directo del Brexit sobre la región no sería significativo. Además, los países de América Latina productores de commodities se ven favorecidos por la mejora que muestra la actividad económica en China hacia mediados de 2016. Esto se ha traducido en una reducción de los spreads soberanos en los principales países de la región, hasta ubicarse en los mínimos del último año (véase el gráfico 6). Del mismo modo, el ingreso de capitales se ha reflejado en la tendencia hacia la apreciación cambiaria tras el Brexit, aunque algunos países como Brasil, buscando evitar repetir malas experiencias recientes de apreciación excesiva del tipo de cambio inducida por los flujos de capital, ha salido el banco central a intervenir en el mercado cambiario en niveles de 3,20 reales por dólar, para ponerle freno a dicho proceso.

GRÁFICO 6: EVOLUCIÓN DE LOS SPREADS SOBERANOS DE PAÍSES DE AMÉRICA LATINA

Índice EMBIG Diversificado (en p.b.)



Fuente: IICE-USAL en base a datos de JPMorgan

Argentina es uno de los países más favorecidos por este contexto internacional y regional. Tras muchos años de haber estado aislado del mercado de capitales internacional, la exposición de los inversores globales a Argentina es muy baja. Por ello, el apetito por incorporar activos argentinos ha sido elevado, lo que le ha permitido al Gobierno Nacional así como también a varias provincias y empresas privadas, realizar numerosas colocaciones de deuda entre inversores extranjeros por más de 20.000 M de dólares desde la salida del default en abril.

De todos modos, no debe depositarse excesiva confianza en que el escenario global benigno se mantenga inalterable por mucho tiempo. La experiencia de los últimos años muestra que tanto los mercados financieros como el patrón de crecimiento de la economía mundial han estado expuestos a un nivel elevado de volatilidad e incertidumbre, lo que ha derivado con frecuencia en cambios bruscos de dirección. Cualquier cambio en las expectativas de tasas de interés en el mundo desarrollado, o un nuevo deterioro en las perspectivas de crecimiento global, podrían alterar rápidamente las condiciones favorables actuales.

BRASIL: ¿TERMINA LA RECESIÓN?

Eloy Aguirre

En 2015 el PIB brasileño cayó 3,8% y en 2016 podría caer más de 3%. Los indicadores de actividad son inequívocamente recesivos, mientras el desempleo continúa aumentando y afecta a 11,4 M de personas. Mientras tanto, todavía no se observan los efectos de las políticas implementadas por el nuevo gobierno.

1. *Nuevo Gobierno*

Luego del “impeachment” que suspendió a Dilma Rousseff como presidente de Brasil, el 12 de mayo de 2016 asumió el vicepresidente Michel Temer. En su primer discurso aclaró que no recortará los programas sociales del gobierno de Dilma Rousseff y señaló que sus prioridades serán generar confianza, aumentar la inversión privada y la creación de empleos. Una de las primeras medidas de gobierno fue reducir la cantidad de ministerios fusionando algunos, logró pasar de 31 a 24 ministerios. En este proceso tuvo que dar marcha atrás en la eliminación del Ministerio de Cultura, debido a la protestas de la comunidad artística.

El primer problema institucional no tardó en llegar, el 22 de mayo de 2016 diez días después de asumir la presidencia, el ministro de Planeamiento Romero Jucá (ex senador) dejó su puesto al filtrarse y publicarse una comunicación en la que se lo escucha sugerir formas de obstruir las investigaciones sobre Petrobras. Además, el 30 de mayo de 2016 renunció el ministro de Transparencia Fabiano Silveira, por motivos similares a Jucá, escuchas telefónicas acerca de cómo evadir la investigación sobre Petrobras, estas dos bajas le generaron al flamante gobierno brasileño un desgaste prematuro.

Asimismo, el pasado 14 de julio el Congreso brasileño eligió como presidente de la cámara de diputados a Rodrigo Maia, del partido Demócrata (centroderecha), aliado y sucesor directo del presidente Temer. De esta forma el gobierno de Temer pretende consolidar fuerzas en el poder legislativo. A fines de agosto de este año se definirá el juicio político de Dilma Rousseff, los senadores deberán votar sobre la destitución definitiva (mayoría calificada 54 votos) o la absolución. Si Dilma es destituida definitivamente, Michel Temer gobernará hasta el primero de enero de 2019, de lo contrario volvería a la presidencia de Brasil finalizada la suspensión.

Las primeras medidas económicas del gobierno de Michel Temer no fueron bien recibidas por la sociedad, a pocos días de asumir decidió reducción de subsidios para programas de gobiernos, como agricultura familiar y programas que tenían que ver con ayuda social. Además, anunció un tope para el gasto público de acuerdo a la inflación, el incremento de gastos anuales no podrá superar a la inflación anual. La propuesta de reforma sobre el gasto público será presentada en agosto para que se vote en el Congreso, la principal modificación recae sobre gastos como salud y educación que mantienen un porcentaje fijo del PIB.

Dada la crisis económica que atraviesa Brasil y el descontento social que ha generado la clase política brasileña, el gobierno de Temer necesita hacer alianzas políticas y generar confianza entre la población. Por este motivo y luego de las protestas por recortes de programas sociales, el gobierno aumentó en un 12,5% los subsidios hacia las familias beneficiarias del programa Bolsa Familiar, a fines de junio de 2016, que rondan alrededor de 14 millones de familias. Además, incrementó en U\$S 228 millones el programa de merienda escolar y educación básica.

A raíz del problema del desempleo el gobierno está preparando un proyecto de flexibilización laboral para enviar al congreso antes de fin de año. El ministro de trabajo, Ronaldo Nogueira, anunció el cambio de la ley laboral dándole prioridad a las negociaciones colectivas de trabajo para tratar salario y jornada laboral. Hoy la jornada laboral en Brasil es de 44 horas semanales y los sindicatos pretenden reducirla a 40 horas semanales. El ministro aclaró que en la nueva legislación no cambiará vacaciones, aguinaldo ni seguridad social. Además, la nueva ley podría incluir la regularización del trabajo tercerizado, actualmente existen alrededor de 10 millones de trabajadores tercerizados y el gobierno pretende permitir la tercerización en todos los rubros laborales.

Estas medidas tienen como objetivo tranquilizar las manifestaciones sociales, dar señales que es un gobierno que no posterga a los más humildes y generar gobernabilidad en un contexto de crisis económica y política. Este es el principal desafío del gobierno junto con el mejoramiento de la economía y la generación de crecimiento.

2. La economía

Las principales variables económicas brasileñas continúan en deterioro. La tasa de crecimiento del PIB en el año 2015 fue negativa -3,8%. Según el informe de mercado del Banco Central Do Brasil sobre una encuesta que realiza a las entidades bancarias⁹, se estima una caída del PIB brasileño para el año 2016 de 3,3% y un incremento para el año 2017 del 1%. El cuadro 4 resume la evolución de algunas de las principales variables económicas de Brasil, se puede observar un incremento de la inflación que va en aumento, 6,3% en 2014, 9% en 2015 y 5,1% en el primer semestre de 2016, que proyectado indica una inflación anual del 10,5% para este año. Las ventas en comercios minoristas cayeron 7,3% interanual y a pesar de la inflación creciente el índice de confianza del consumidor aumentó en junio de 2016 un 7,9%. En el primer trimestre de 2016 el consumo privado agregado cayó un 6,3% interanual.

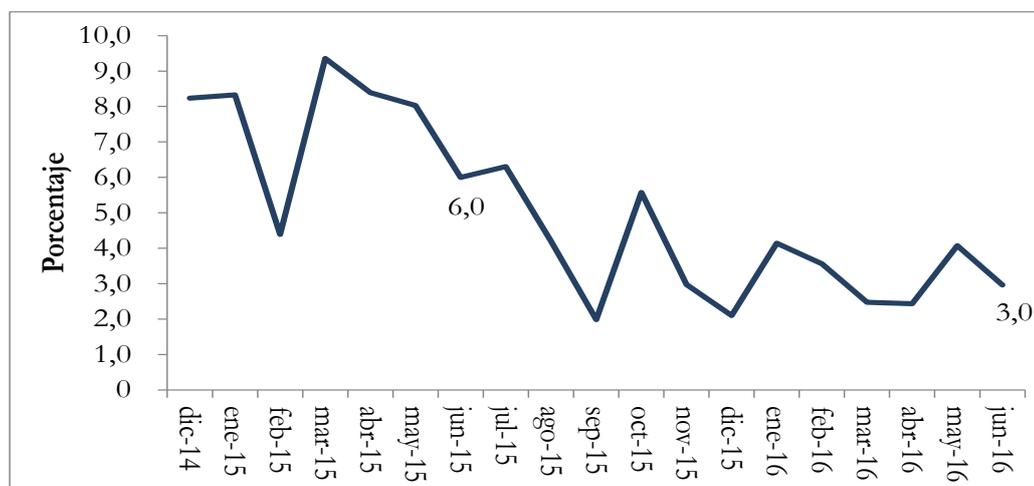
CUADRO 4: TASAS DE CRECIMIENTO DE INDICADORES ECONÓMICOS DE BRASIL. 2014 - 2016

Tasa de crecimiento del indicador	Var. 2014	Var. 2015	Var. acum. 2016. enero – junio
PIB	0,15%	-3,8%	S/D
Inflación (IPC)	6,3%	9,0%	5,1%
Desempleo	6,8%	8,5%	10,9% (1er trim)
Consumo Privado	1,3%	-4,0%	-6,3% (1er trim)
Inversión Bruta	-4,5%	-14,1%	-17%(1er trim)
Actividad Económica	-6,0%	-6,2%	-10%
Producción Industrial	-3,0%	-8,2%	-9,8%
Producción de autos	-15,3%	-22,8%	-21,2%
Producción de insumos para la construcción	-5,7%	-12,7%	-15,0%
Exportaciones	-7,0%	-15,1%	-4,3%
Importaciones	-4,4%	-25,2%	-27,7%
Importación de autos	-17,9%	-33,3%	-45,4%

Fuente: IICE - USAL en base a FMI y Banco Central do Brasil

El gráfico 7 presenta la variación interanual de la emisión monetaria en el período diciembre 2014 – junio 2016. Se puede ver una disminución de la tasa de emisión monetaria, con la tasa de interés Selic permanece fija en 14,2% desde agosto de 2015. El Consejo del Banco Central (Copom) no tiene pensado por el momento aumentar dicha tasa.

GRÁFICO 7: VARIACIÓN INTERANUAL DE LA EMISIÓN MONETARIA DE BRASIL. DIC 2014 - JUN 2016



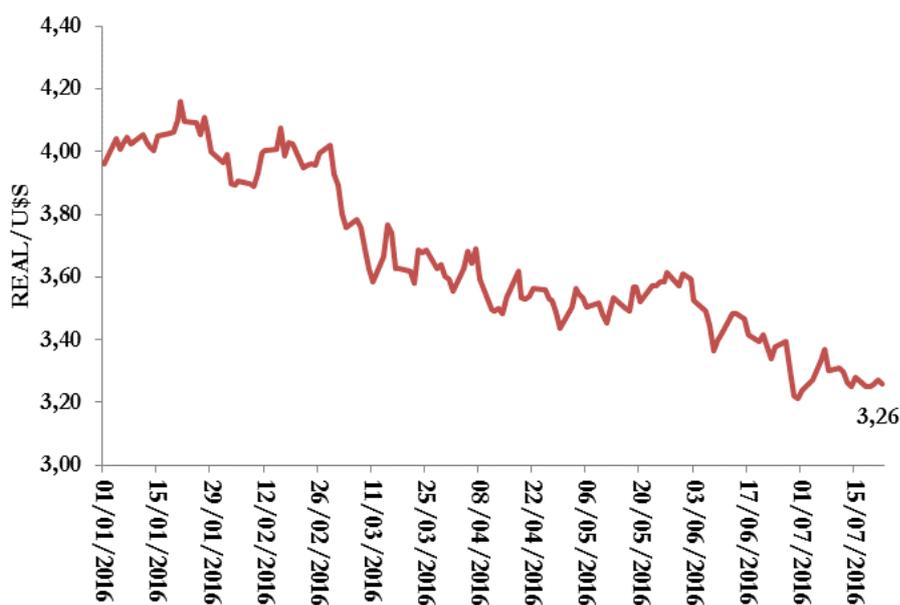
Fuente: IICE - USAL en base Banco Central do Brasil

⁹ Focus-Relatório de Mercado

Además, el desempleo aumentó fuertemente en los últimos meses, en el cuarto trimestre de 2015 la tasa de desempleo alcanzaba el 9% y pasó a casi el 11% en el primer trimestre de 2016. Los desocupados brasileños son 11,4 millones y en uno de los principales problemas a los que se enfrenta el gobierno de Michel Temer. Otro objetivo económico del nuevo gobierno es aumentar las inversiones y la producción. En el cuadro 4 se observa que la Inversión Bruta registró una caída del 17% en el primer trimestre de 2016, la producción industrial descendió 9,8% en el primer semestre, la producción de insumos para la construcción cayó 15% y la producción de vehículos se redujo en un 21,2%, cifras que indican un continuo deterioro productivo que al parecer no se detiene. Asimismo, el indicador de nivel de actividad económica también disminuyó un 10% en el primer semestre de 2016. El gobierno de Michel Temer apuesta a revertir esta situación en 2017, pero hasta el momento los indicadores productivos no dan señales de mejoras.

Las exportaciones brasileñas cayeron en 2014 un 7% siendo U\$S 225.101 millones, en 2015 la retracción fue de un 15,1% con U\$S 191.134 millones y en el primer semestre de 2016 la caída fue de 4,3% alcanzando los U\$S 90.276 millones. La mayor caída en 2016 se presenta en las exportaciones de bienes primarios, 6,4%. En el caso de las importaciones la disminución fue más pronunciada, en 2015 la reducción en las importaciones fue de 25,2% y en el primer semestre de 2016, fue 27,7%. Esto le permitió a Brasil obtener un saldo comercial positivo, en el 2015 el saldo de balanza comercial fue U\$S 19.673 millones y en el primer semestre de 2016 U\$S 23.671 millones. El aumento del saldo comercial (exportaciones – importaciones) en el primer semestre de 2016 (966% interanual) se debió principalmente a la fuerte caída de las importaciones. Asimismo, las importaciones de autos cayeron en unidades un 33,3% en 2015 y un 45,4% en el primer semestre de 2016, esto tiene un importante impacto en el comercio con Argentina y fue una de las causas de la retracción en la producción automotriz de Argentina.

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL



Fuente: IICE - USAL en base Reuters

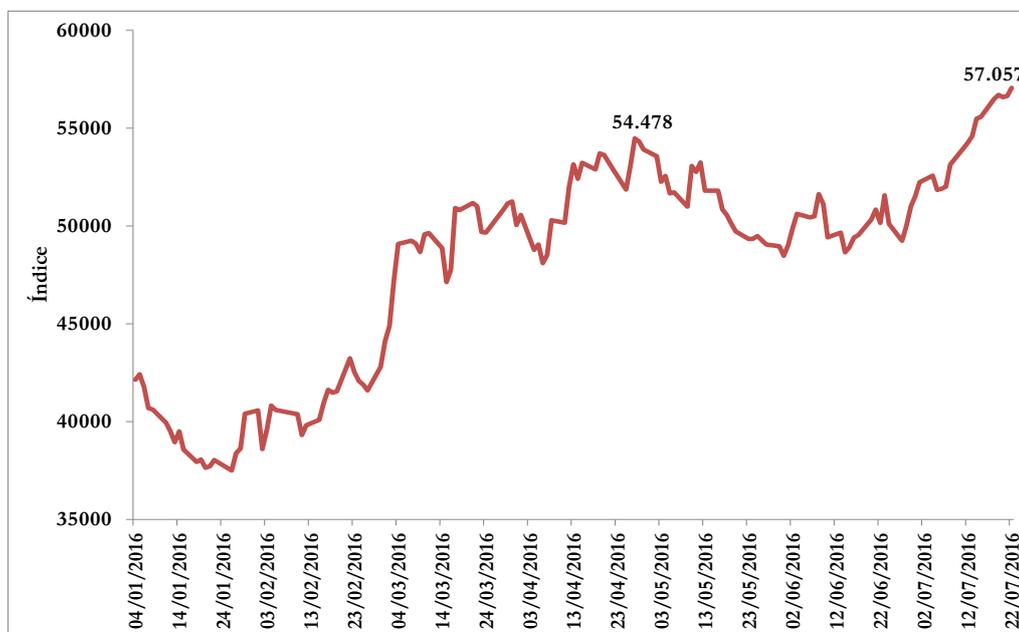
El gráfico 8 muestra la evolución del tipo de cambio nominal Real/US\$ entre el 1° de enero y el 14 de julio de 2016. En este sentido, el Real brasileño se apreció durante este período, pasó de R\$ 4,16 por dólar el 21/01/2016 a R\$ 3,26 el 22/07/2016, una apreciación del 22%. La apreciación del Real sumada a la inflación del semestre produjo una reducción del tipo de cambio real brasileño (apreciación), lo que indica el encarecimiento de los bienes locales (brasileños) respecto de los internacionales. Esta situación justifica en parte la baja de las exportaciones, en cambio la reducción de las importaciones tiene que ver con la caída de la actividad y la producción industrial. A raíz de la crisis, se achica el comercio internacional.

El principal problema del gobierno continúa siendo el déficit fiscal, en 2015 alcanzó el 9% del PIB. El déficit primario de los primeros cinco meses de 2016 fue de R\$ - 4.750 millones, mientras que en el año 2015 en los cinco primeros

meses el resultado primario fiscal fue superavitario de R\$ 1.298 millones, se estima que en 2016 el déficit fiscal alcanzaría el 2,6% del PIB. El gobierno tiene como objetivo alcanzar un déficit primario de 2,1% del PIB para el 2017. Entre otras medidas se analiza realizar concesiones de servicios públicos al sector privado y la venta de activos del Estado con el objetivo de incrementar sus ingresos y reducir el déficit. El gobierno brasileño tiene un margen acotado para el aumento de impuestos, ya que existe un rechazo general a este tipo de medidas desde el poder legislativo y desde el sector empresarial. Otro proyecto de ley que el gobierno enviaría al Congreso antes de fin de año, es el de aumentar la edad mínima jubilatoria. Revertir esta situación no será fácil sobre todo con descontento social.

El mercado financiero descontó rápidamente la salida del gobierno de Dilma Rousseff. El gráfico 9 presenta la evolución del índice bursátil Bovespa desde enero hasta el 22 de julio de 2016. El índice creció un 35% en ese período, tuvo una baja entre el 28 de abril y el 27 de junio del orden del 10% para luego aumentar fuertemente hasta la actualidad. El riesgo país pasó de 532 puntos el 4 de enero a 337 el 22 de julio mostrando una mejora del 37%, dando una señal de confianza de recuperación a nivel internacional. Además, el 21 de julio el gobierno brasileño emitió un bono internacional por U\$S 1.500 millones a 30 años a una tasa de rendimiento del 5,875%. Fue una colocación exitosa dado el plazo y el monto y teniendo en cuenta que en marzo de 2016 había emitido un bono internacional a 10 años a una tasa del 6,12% por U\$S 1.500 millones. Esto muestra la mejora en la confianza de los mercados internacionales sobre Brasil.

GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN DEL BOVESPA. 2016



Fuente: IICE - USAL en base Reuters

3. Conclusión

Las principales variables económicas brasileñas siguen mostrando resultados negativos. Según las proyecciones del último informe del Banco Central do Brasil el PIB caería más de un 3% en el año 2016, casi un 6% la producción industrial y la inflación rondaría el 7,5% principalmente por estancamiento económico. Además, el desempleo continúa aumentando y caen la inversión bruta y el consumo doméstico. Las expectativas positivas del mercado financiero acerca del nuevo gobierno, deberán ser acompañadas por políticas que generen mayores inversiones, equilibrio fiscal y creación genuina de empleo. La salida de la recesión económica y de la fuerte crisis institucional de Brasil, no será fácil ni rápida.

El nuevo gobierno dio señales de intentar lograr una baja del déficit fiscal a través de reducciones en el gasto público, pero sin resultados contundentes aún. **Para lograr un resultado positivo un actor clave será el Congreso Nacional, dado el paquete de leyes que el gobierno nacional mandaría antes de fin de año y que tienen como objetivo principal la reducción del déficit fiscal.** En los próximos meses se podrán ver los resultados económicos de las políticas aplicadas, que hasta el momento no muestran indicios de mejoras sustanciales.

NOTA ESPECIAL

IN MEMORIAM: JULIO H. G. OLIVERA (1929-2016)

Héctor Rubini

El 25 de julio falleció en Buenos Aires Julio Hipólito Guillermo Olivera, víctima de neumonía. Ha sido y seguirá siendo recordado como el gran impulsor de la investigación en economía en nuestro país. Son por demás numerosos testimonios sobre su capacidad analítica e intelectual, su pasión por la consolidación de la economía como ciencia, la precisión de sus observaciones y enseñanzas, y una inusual combinación de sabiduría, inteligencia, amabilidad, y generosidad en su permanente tarea de formación de jóvenes. Autor de siete libros y de más de 200 artículos y publicaciones científicas, no es por casualidad que varios economistas desde hace más de dos décadas lo han llamado “el Jorge Luis Borges de los economistas argentinos”.

Julio H. G. Olivera nació en Santiago del Estero el 11 de junio de 1929, hijo de Amelia Cisnetto y de un destacado profesor de física, matemática, y economía política Julio Olivera Santillán, de gran influencia en el despliegue del precoz vigor intelectual de su hijo. Ya a los 14 años de edad empezó a escribir sus primeros ensayos sobre temas de teoría económica, bajo la dirección de su padre. Su formación formal en economía fue autodidacta, pues optó por estudiar Derecho y no economía. Apenas a los 22 años se recibió de abogado en la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires, con nota “sobresaliente” en todas las materias. Tres años después obtuvo el Doctorado en Derecho y Ciencias Sociales con una memorable defensa de su tesis, según algunos testimonios realizada íntegramente en latín.

Dominaba además a la perfección el inglés, el francés y el alemán. Su vocación fue la economía, disciplina científica para la que jamás tomó cursos formales en ninguna universidad. Créase o no, ha sido un verdadero autodidacta. Ya desde 1956 se conocen sus primeros escritos sobre inflación y los determinantes no monetarios de la inflación en Argentina y en América Latina, que culminarían en una serie de artículos sobre lo que dio en llamar la “inflación estructural”, en diametral oposición a la explicación monetarista de la inflación. En ese año comienza su actividad docente en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, y su fructífera tarea focalizada en la mejora del estudio de la economía como ciencia en dicha casa de estudios.

En 1957, con apenas 28 años, fue uno de los fundadores de la Asociación Argentina de Economía Política, la cual presidió hasta 1968 y fue también nombrado ministro de Asuntos Económicos de la provincia de San Luis. En ese año, además, fue economista invitado por el Departamento de Economía de la Universidad de Chicago. Entre 1959 y 1962, subgerente general del Banco Central de la República Argentina. Posteriormente fue director del departamento de investigaciones económicas del BCRA. En 1960 fue consultor de la Comisión Económica para América Latina de las Naciones Unidas (CEPAL). Luego dirigió el Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad de Buenos Aires desde su creación, en 1961, y en octubre de 1963, con apenas 34 años, fue designado miembro titular de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, entidad que presidió posteriormente entre 1989 y 1992, y entre 2001 y 2004. Entre 1962 y 1965 fue rector de la Universidad de Buenos Aires por elección de la Asamblea Universitaria, y rechazó el ofrecimiento del gobierno de Illia para ser ministro de Economía de nuestro país. Integró el Comité Ejecutivo de la International Economic Association entre 1965 y 1971, y retornó fugazmente a la función pública sólo entre octubre de 1973 y septiembre de 1974, período en el que fue Secretario de Ciencia y Tecnología de la Nación. Posteriormente, fue miembro del Consejo para la Consolidación de la Democracia desde 1985 hasta 1989, durante la presidencia de Raúl Alfonsín.

En 1961 fue nombrado Profesor Titular (por concurso de antecedentes y oposición con jurado internacional) de Teoría Económica en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, y al año siguiente pasa a ser profesor con dedicación exclusiva. Posteriormente, en 1966, fue profesor invitado de la Universidad de Goettingen en la República Federal de Alemania. En 1967 fue invitado para dictar clase en la Universidad de Yale, en la cátedra Irving Fischer, pero no pudo hacerlo. En 1973 fue nombrado miembro del jurado internacional para evaluar los trabajos del Centro de Investigaciones Económicas (CIE) del Instituto Torcuato Di Tella. Más recientemente, fue designado Presidente de la Comisión de Doctorado en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires en los períodos 1997-2000 y 2001-2004

A la fecha de su fallecimiento era profesor de la Universidad de Buenos Aires (emérito desde 1996), miembro de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales (desde 1964), la Academia de Ciencias de Buenos Aires (desde 1972)¹⁰, de la Academia Nacional de Ciencias Económicas (desde 1963), de la Academia Nacional de Ciencias de la Empresa, de la Academia Nacional de Educación (desde 1998), de la Académie des Sciences Politiques (desde 1964), del Club de Roma y del Honorary Editorial Advisory Board de la revista *World Development* de Chicago.

Entre los diversos galardones y reconocimientos que recibió cabe citar los siguientes:

- 1951: Premio Universitario de la Universidad de Buenos Aires.
- 1951: Premio Tedín Uriburu de la Facultad de Derecho de la Universidad de Buenos Aires.
- 1954: Beca Alexander Von Humboldt (por concurso) otorgada por el gobierno alemán.
- 1964: Commandeur des Palmes Académiques, premio otorgado por el presidente de Francia, Charles de Gaulle.
- 1965: Premiado como uno de los 10 jóvenes sobresalientes de nuestro país.
- 1966: Primer Premio Bunge y Born en Economía.
- 1986: Premio Konex de Platino en Teoría Económica.
- 2006: Premio Konex de Platino en Teoría Económica.
- 2006: Premio Konex de Brillante en Humanidades.

Además, integró 1970, 1971, 1973 y 1978 el grupo de economistas de consulta de la Academia Real de Suecia para proponer candidatos al Premio Nobel de Economía, y en los años 2000 y 2004 fue propuesto como candidato para el Premio Nobel de Economía.

Siempre se destacó por su formalidad, amabilidad y precisión en sus exposiciones orales y trabajos escritos. La pulcritud, el cuidado del lenguaje, y la exactitud matemática son el común denominador de su obra. Siempre demostró tener conocimiento prácticamente total de todos los temas que atrajeron su atención, y tanto sus escritos como sus conferencias y clases reflejan un volumen y profundidad inusual de lectura y análisis hasta hoy inigualados. Si bien nunca recibió el Premio Nobel, ha sido economista de referencia por décadas para abordar cuestiones macroeconómicas en extremo difíciles de analizar y resolver para los economistas. Su interés por la inflación y las cuestiones macroeconómicas y monetarias de corto plazo en sus escritos originales, dio lugar a una mayor variedad de estudios sobre cuestiones de desarrollo económico e inclusive sobre la relación entre seguridad jurídica, estabilidad macroeconómica y crecimiento y desarrollo económico en el largo plazo. Desde mediados de los '70 se aprecia un salto aún mayor hacia la formalización matemática pura, y la concentración en problemas de teoría pura de la más alta complejidad.

De todas formas, su aporte fundamental, por el cual su nombre es referencia obligada para la discusión de teorías y políticas de estabilización, es el de la elaboración de la explicación no monetaria del origen de la inflación. Su idea fundamental, de la llamada inflación estructural, se inspiró en la realidad latinoamericana del tránsito de economías primarias exportadoras, a economías urbanizadas y en industrialización, y la planteó como fundamentalmente opuesta a la explicación monetarista que confía en que la emisión o contracción de la oferta de dinero afecta sólo a los precios y no a la actividad económica. Olivera no sólo formalizó matemáticamente su idea, sino que posteriormente facilitó su exposición e interpretación con las nociones más elementales de teoría microeconómica.

El llamado “teorema de los precios relativos” para la explicación de la inflación estructural, la existencia o no de regímenes de dinero “pasivo”, el efecto de los rezagos en la recaudación tributaria sobre la inflación, que endogeneiza la oferta monetaria, y los aportes desde los '70 sobre la dinámica de economías sobre estancamiento, son sólo una muestra de la potencia analítica de un intelectual autodidacta fuera de serie. De todos modos, sus ideas han estado sujetas a olas de aceptación y rechazo (tanto explícito o bajo la forma de “ignorancia adrede”). En la primera mitad de los años '80, cuando parecía imposible controlar los procesos inflacionarios en el Cono Sur los aportes de Olivera, junto a los de economistas brasileños y posteriormente argentinos (también de la UBA), dieron origen al llamado “enfoque neoestructural de la inflación inercial”, que permitieron diseñar los programas heterodoxos de shock en Brasil, y Argentina.

¹⁰ Olivera presidió dicha Academia en tres oportunidades: entre 1997 y 1998, entre 1999 y 2000, y entre 2005 y 2006).

De estilo breve y preciso, siempre estuvo preocupado por las dificultades para controlar la inflación en nuestro país. Un ejemplo reciente son estos precisos párrafos del maestro Olivera de su breve trabajo “Inflación y Bienes Públicos” de 2013:

“Existen tres clases de inflación reconocidas en el ámbito del Análisis Económico: la inflación de demanda, causada por un exceso de la demanda total respecto de la oferta total de bienes y servicios; la inflación de costos, derivada de un aumento de la tasa de salarios a un ritmo mayor que la productividad del trabajo asalariado; y la inflación estructural, originada por el cambio de los precios relativos en un contexto de inflexibilidad descendente de los precios monetarios.

“Las tres especies pueden coexistir. La secuencia inflacionaria puede alcanzar entonces un alto grado de complejidad, al punto de resultar imposible trazar la línea demarcatoria entre factores de impulso y factores de propagación, variaciones autónomas y variaciones inducidas, causas y efectos.

“En tales circunstancias toda política antiinflacionaria eficiente debe satisfacer dos criterios básicos: 1) debe actuar conjuntamente sobre los tres tipos de inflación; 2) debe actuar sobre la inflación sin crear o agravar otros desequilibrios y, especialmente, sin generar mayor desempleo”.

La reseña biográfica del profesor Juan Carlos de Pablo, difundida ayer por la Asociación Argentina de Economía Política permite identificar varias de sus contribuciones, cuyos títulos mismos reflejan la profundidad y el vigor intelectual de este economista, para muchos el más sabio e inteligente que ha dado nuestro país hasta el día de hoy:

- “Crecimiento, desarrollo, progreso, evolución. Nota sobre relaciones entre conceptos”, *El Trimestre Económico*, julio-setiembre de 1959.
- “La teoría no monetaria de la inflación”, *El Trimestre Económico*, octubre-diciembre de 1960.
- “Causas no monetarias de la inflación en la Argentina”, *Instituto de Investigaciones Económicas*, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, 1961.
- “Sobre la estabilidad de los mercados múltiples”, *El Trimestre Económico*, julio-setiembre de 1961.
- “Equilibrio monetario y ajuste internacional”, *Desarrollo Económico*, julio-setiembre de 1962.
- “On structural inflation and Latin-American structuralism”, *Oxford Economic Papers*, noviembre de 1964.
- “A note on finite devaluation”, *Weltwirtschaftliches archiv*, Kiel, Alemania, 1966.
- “Inflación estructural y política financiera”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 1965
- “On passive money”, *Journal of Political Economy*, julio-agosto de 1970.
- “Money prices and fiscal lags: a note on the dynamics of inflation”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, septiembre de 1967.
- “Aspectos dinámicos de la inflación estructural”, *Desarrollo Económico*, octubre-diciembre de 1967.
- “La posición monetaria neta”, *Económica*, La Plata, enero-agosto de 1968.
- “On the asymptotic theory of the demand for money”, *Oxford Economic Papers*, marzo de 1969.
- “La posición monetaria neta: observaciones complementarias”, *Económica*, La Plata, setiembre-diciembre de 1969.
- “A note on the optimal rate of growth of international reserves”, *Journal of Political Economy*, marzo de 1969.
- “The square root law of precautionary reserves”, *Journal of Political Economy*, setiembre-octubre de 1971.
- “On passive money, inflation and economic growth”, *Journal of Money, Credit and banking*, febrero de 1971.
- “Gradualismo, ineficacia e inestabilidad cíclica”, *Económica*, La Plata, enero-abril de 1972.
- “Propiedades de semicontinuidad inferior de las funciones de comportamiento”, *Económica*, La Plata, setiembre-diciembre de 1972.
- “Oferta de estadísticas y políticas económicas en países subdesarrollados”, *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, 1976;
- “Structural economics and linear systems”, *Economic Notes*, 1977.

-
- “Autonomía y heteronomía monetarias”, *Ensayos económicos, BCRA*, diciembre de 1977.
 - “Tasa de interés, salario real y saldos monetarios reales”, *Ensayos económicos, BCRA*, diciembre de 1978.
 - “Estanflación estructural”, *Desarrollo Económico*, abril-junio de 1980.
 - “Autonomía monetaria, heteronomía monetaria y dinero pasivo”, *Ensayos económicos, BCRA*, marzo de 1980.
 - “Sobre la estabilidad del dinero pasivo”, *Económica*, La Plata, enero-agosto de 1981.
 - “La confusión sobre la ley de Gresham”, *Desarrollo Económico*, abril-junio de 1981.
 - “Dinero pasivo internacional y hegemonía monetaria”, *Desarrollo Económico*, abril-junio de 1983.
 - “Impuestos, inflación, confiscación”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 1986.
 - “Inflexibilidad descendente de los precios monetarios”, *Desarrollo Económico*, enero-marzo de 1986.
 - “Inflexibilidad descendente de las tasas de interés”, *Desarrollo Económico*, abril-junio de 1988.
 - “Economías distribucionales”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 1989.
 - “El enfoque distribucional de los hechos económicos”, *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, 1994.
 - “Las condiciones jurídicas del progreso económico”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 2002.
 - “Polinomios distribucionales”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 2003.
 - “Multiplicadores de Lagrange sobre espacios de distribuciones”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 2004.
 - “Sobre la existencia de medidas de Ulam”, *Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires*, 2005.
 - “Ceros de polinomios distribucionales”, *Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires*, 2009.
 - “Indiferencias monetarias”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 2012.
 - “Inflación y bienes públicos”, *Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 2013.
 - “Existen tres clases de inflación (y tenemos las tres)”, *Anales de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires*, 2013.

INDICADORES

Indicador	1T 15	2T 15	3T 15	4T15	1T 16	2T 16	Ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16
Indicadores de Actividad												
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-13,4%	3,7%	7,0%	1,7%	24,1%	14,4%	46,3%	17,8%	15,0%	30,5%	13,3%	3,2%
<i>Var. % m/m, con estacionalidad</i>	-7,6%	22,8%	10,2%	-18,7%	12,7%	13,3%	26,7%	3,9%	16,9%	-0,3%	-0,3%	4,7%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-1,3%	0,5%	3,2%	1,0%	2,1%	-4,0%	4,5%	-1,6%	0,6%	-6,9%	-0,9%	-3,9%
<i>Var. % t/t, m/m, desest.</i>	1,3%	1,4%	-0,1%	-1,3%	3,8%	-5,1%	4,5%	-2,2%	-1,1%	-5,1%	1,1%	2,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-4,5%	1,5%	2,4%	0,2%	0,2%		0,7%	0,9%	-1,2%	-5,2%	-3,6%	
<i>Var. % t/t, m/m, desest.</i>	0,7%	1,5%	0,0%	-1,7%	-1,7%		1,4%	-1,6%	0,4%	-0,9%	-2,2%	
ISAC (INDEC) Var. % a/a							-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-5,6%	9,3%	15,8%	12,9%	-3,6%	-18,9%	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-7,3%	11,5%	10,6%	-1,2%	-20,9%	-6,2%	-13,9%	-2,4%	-5,4%	-5,5%	2,9%	4,4%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	6,7%	13,9%	5,2%	1,3%	-8,9%	-19,2%	-8,0%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,7%
Indicadores del Sector Externo												
Comercio Exterior (Devengado) (INDEC)												
Exportaciones en USD	12.058	16.405	15.866	12.459	12.404		3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.261
<i>Valor, Var. % a/a</i>	-12,6%	-21,3%	-14,3%	-17,9%	2,9%		1,5%	6,5%	0,9%	-8,4%	2,7%	-13,0%
Importaciones en USD	13.242	15.704	16.625	14.185	12.794		4.046	4.029	4.719	4.424	4.904	5.135
<i>Valor, Var. % a/a</i>	-18,7%	-8,5%	-2,4%	-3,9%	-3,4%		-3,6%	1,0%	-6,6%	-10,7%	-1,8%	-10,9%
Saldo Comercial en USD	-1.184	701	-760	-1.726	-390		-185	93	-298	301	443	126,0
Pcios. Materias Primas BCRA (prom.) (dic 97=100)	216,5	207,2	205,9	188,9	182,5		180,2	181,5	185,7	195,4	213,6	224,0
<i>Var. % a/a</i>	-22,0%	-29,0%	-21,6%	-19,1%	-15,7%		-18,0%	-16,3%	-12,7%	-6,1%	-6,1%	7,3%
<i>Var. % m/m, t/t</i>	-7,2%	-4,3%	-0,6%	-8,3%	-3,4%		-2,3%	0,7%	2,3%	5,3%	9,3%	4,9%

Indicador	1T 15	2T 15	3T 15	4T15	1T16	2T 16	Ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16
Precios												
IPC (INDEC) Var. % t/t, m/m											4,2%	3,1%
<i>Núcleo Var. % t/t, m/m</i>											2,7%	3,0%
IPC Congreso (fuentes priv.) fdp	30,4%	28,2%	25,9%	27,8%	35,1%	46,3%	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	5,8%	5,7%	6,1%	7,7%	11,9%	14,5%	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%
IPCBA (CABA) Var. % a/a fdp	28,0%	25,5%	24,0%	26,9%	35,0%	47,1%	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,1%
<i>Var. % m/m, t/t</i>	5,2%	6,0%	5,6%	7,7%	11,9%	15,5%	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%
Indicadores Fiscales												
Ingresos Totales Var. % a/a	25,0%	31,8%	28,5%	31,1%	42,5%	21,3%	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%
Ingresos Totales sin Rtas. de la Prop. Var. % a/a	29,7%	34,5%	33,9%	25,6%	31,5%	23,2%	30,0%	25,7%	39,2%	23,9%	35,8%	11,8%
Gastos Totales Var. % a/a	42,3%	38,9%	32,3%	34,9%	27,6%	31,1%	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	34,6%
Expectativas de Inflación (UTDT)												
<i>Mediana</i>	30,0	29,3	25,7	25,0	28,3	27,7	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0
<i>Media</i>	30,2	29,5	28,2	26,7	30,6	33,8	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4
Confianza del Consumidor (UTDT)												
<i>Índice</i>	51,0	54,2	55,8	57,4	49,3	42,9	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7
<i>Var. % m/m, t/t</i>	16,1%	6,3%	2,9%	2,8%	-14,2%	-13,0%	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	-1,2%
<i>Var. % a/a</i>	35,0%	39,4%	30,7%	30,6%	-3,4%	-21,0%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,2%