

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 174- Año 19 – 16 de julio de 2019

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Melisa Galvano Quiroga, Héctor Rubini, Eliana Scialabba y Jorge Viñas

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** El INDEC informó que el IPC de mayo subió 3,1%, siendo el segundo mes consecutivo con una desaceleración de la inflación mensual.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Expectativas y elecciones primarias.** La baja de la inflación y del tipo de cambio, junto a la estabilidad del riesgo país, han permitido al gobierno recuperar terreno en las encuestas de intención de voto. Sin embargo, no parece ser suficiente para asegurar el triunfo del oficialismo en las elecciones primarias de agosto.

**Acuerdo Mercosur- Unión Europea.** Ambos bloques suscribieron un Acuerdo de Asociación, que deberá ser ratificado por los parlamentos de todos sus países miembros. Para Argentina significa un compromiso con futuras reformas económicas y regulatorias que deberán sortear fuertes resistencias sectoriales.

**FMI y Argentina.** En la 4ª revisión del acuerdo Stand-By con el Gobierno Argentino el FMI relajó la meta de resultado fiscal primario para 2019 de déficit cero a un déficit de 0,3% del PIB, y aumentó el tope máximo trimestral de venta de contratos de dólar futuro (NDF) del BCRA para este trimestre, de U\$S 1.000 M a U\$S 3600 M.

**Los bancos centrales y el riesgo de una recesión global.** En la cumbre del G20 en Osaka, los presidentes de EE.UU. y China, acordaron una nueva tregua en la guerra comercial, pero la incertidumbre se mantiene. Mientras tanto, la Reserva Federal reduciría la tasa de Fondos Federales en la próxima reunión del 31 de julio, y el titular del BCE, Mario Draghi anticipó nuevos estímulos monetarios en la Eurozona.

## LO QUE VIENE

**PASO en agosto.** El 11 de agosto próximo se realizarón las elecciones Primarias Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) nacionales, para la Ciudad de Buenos Aires, y las provincias de Buenos Aires, Catamarca y Santa Cruz.

**La reforma previsional de Brasil.** Se espera para el próximo 6 de agosto el inicio de la segunda ronda de debates y votación de la enmienda a la Constitución requerida para aprobar la reforma previsional que impulsa el presidente Jair Bolsonaro. Si bien eleva la edad jubilatoria a 62 años para las mujeres y a 65 para los hombres, suaviza las exigencias para la jubilación de agentes de fuerzas de seguridad. A su vez el ministro de Economía Paulo Guedes ha debido retirar del proyecto la incorporación de un sistema de capitalización análogo al de Chile.

**Christine Lagarde al BCE.** Luego de su renuncia al cargo de Directora Gerente del FMI, se espera que Christine Lagarde sea confirmada como nueva presidente del Banco Central Europeo en octubre próximo.

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

Viamonte 1816 - C1056ABB - CABA - Argentina - (+54-11) 4811-5327 / 6052 / 7441  
fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

## PRINCIPALES INDICADORES

		2019				
		Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia
<b>IPC</b> Var. % mensual		4,7%	3,4%	3,1%	s.d.	
<b>IPC</b> Var. % interanual		54,7%	55,8%	57,3%	s.d.	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada		58,8%	61,6%	62,0%	s.d.	Estable

		2019				
		Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia
<b>LELIQ</b> % nom. anual en \$ al último día del mes		68,2%	73,9%	70,7%	62,7%	
<b>EMBI Arg</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		774	950	985	835	
<b>Dólar</b> \$/U\$S prom. bancos al último día del mes		44,4	44,0	44,9	42,5	
<b>IVA DGI</b> Recaud. Mensual Var % interanual		42,2%	55,0%	49,0%	43,4%	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		-2,4%	1,4%	2,3%	3,8%	
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		0,7%	2,7%	1,9%	0,6%	Estable

## INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Direccion General de Estadística y Censos.	Mayo 2019	Var. % mensual	3,1%	3,7%	
				Var.% interanual	54,7%	53,4%	
	IPC G.B.A	INDEC	Mayo 2019	Var. % mensual	3,0%	3,2%	
				Var.% interanual	56,8%	55,1%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Mayo 2019	Var. % mensual	3,1%	3,4%	
				Var.% interanual	57,3%	55,8%	

### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Abril 2019	Var. % interanual a p.corrientes	21,2%	28,4%	
	Ventas en Supermercados		Abril 2019	Var. % interanual a p.corrientes	45,6%	39,9%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Mayo 2019	Var.%interanual	-44,3%	-56,0%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Abril 2019	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,8%	-1,3%	
				Var.% interanual (sin estacionalidad)	-1,3%	-6,8%	
	PBI	INDEC	1 er Trimestre 2019	Var. % ene-mar '19 vs ene-mar ' 18	-5,8%	-6,1%	
Actividad Industrial	Índice de Producción Industrial Manufacturero	INDEC	Mayo 2019	Var.% interanual	-6,9%	-8,8%	
	Uso capacidad instalada		Abril 2019	Var. % ene-mayo '19 vs ene-mayo' 18	-9,8%	-10,6%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Mayo 2019	Var.% interanual	-3,4%	-7,5%	
				Var. % ene-mayo '19 vs ene-mayo' 18	-8,9%	-10,3%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Junio 2019	Var % mensual	5,7%	-3,8%	
				Var. interanual	43,4%	49,0%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	1,6%	-0,7%	
	Var. interanual			32,0%	32,2%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var % mensual	-4,8%	21,2%	
				Var. interanual	35,5%	50,6%	

### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Mayo 2019	Nivel (US\$ M)	6.017	5.305	
			Enero-Mayo 2019	Nivel (US\$ M)	25.517	24.899	
				Var. % interanual	2,5%	-1,2%	
	Importaciones		Mayo 2019	Nivel (US\$ M)	4.644	4.174	
			Enero-Mayo 2019	Nivel (US\$ M)	20.989	29.441	
				Var. % interanual	-28,7%	-28,9%	
	Saldo balanza comercial		Mayo 2019	Nivel (US\$ M)	1.373	1.140	
			Enero-Mayo 2019	Nivel (US\$ M)	4.528	-4.542	

## PANORAMA DE ARGENTINA

### SIGNOS DE ESTABILIZACIÓN.

*Héctor Rubini*

---

**La baja de la inflación y del tipo de cambio, junto a la estabilidad del riesgo país, han permitido al gobierno recuperar terreno en las encuestas electorales. Sin embargo, no parece ser suficiente para asegurar el triunfo del oficialismo en las elecciones primarias de agosto.**

---

#### *1. Signos de incipiente reversión de la crisis*

El Gobierno empieza a recuperar terreno perdido en las encuestas de opinión. El principal determinante es la mejora en variables nominales básicas que influyen en las expectativas del público. **El tipo de cambio pesos/dólar muestra una baja lenta, pero permanente, desde los casi \$44 un mes atrás a niveles hoy entre \$41 y \$42**, mientras la prima de riesgo país medida por el EMBI de JP Morgan Chase aceleró su baja en la última semana de junio, **perforando el “piso” psicológico de los 800 puntos básicos, cerrando el pasado viernes 12 de julio a 778 puntos básicos**. Esto indica una recuperación de la demanda externa de deuda argentina a niveles comparables con los de principios de abril del año pasado, esto es, unas tres semanas antes del estallido de la crisis cambiaria de 2018.

Mayo cerró con una inflación de 3,08%, inferior al 3,44% de abril. Una desaceleración coherente tanto con la contracción de la base monetaria en mayo por \$ 46.467 M, como con la fuerte recesión, que recién en este trimestre comenzaría a revertirse. Si bien el buen desempeño de la extracción hidrocarburos en Vaca Muerta, y la excelente cosecha de granos gruesos se reflejará en mejores indicadores de actividad, su “efecto derrame” no ha sido muy importante en los mayores aglomerados urbanos. Este escenario, junto al persistente cierre de pequeñas y medianas empresas condujo a las autoridades a fortalecer los planes de ventas en cuotas para sostener el consumo y las ventas internas.

El Ministerio de la Producción en particular ha promovido hasta fin de año los planes de ventas Ahora 3, 6, 12 y 18 cuotas fijas sólo con tarjetas de crédito adheridas<sup>1</sup>. El programa ha tenido buena repercusión en la venta de bienes de consumo durable. Si bien la mayoría de las consultoras privadas observan que las ventas se encuentran en niveles inferiores a los de un año atrás, en general ya han registrado un repunte del consumo en junio, que de sostenerse en el mes en curso marcaría un “piso” a la caída de la demanda agregada. Algo que para muchos comercios sólo ha sido viable a través de las ventas en cuotas directamente sin interés. A nivel agregado el rebote positivo estará seguramente reflejado en la Encuesta de Centros de Compra (shoppings) del INDEC, aunque para el consumo masivo de alimentos, bebidas y medicamentos, probablemente la recuperación recién se observaría bien avanzado el segundo semestre de este año.

La reacción dependerá de la evolución del nivel de las tasas de interés y de la volatilidad del tipo de cambio. Dos factores determinantes para la postergación o no de decisiones de consumo, la capacidad de refinanciación y cancelación de deudas de empresas y familias, y la reversión o no del cierre de pequeñas y medianas empresas, y de su impacto negativo sobre el empleo y el ingreso disponible.

#### *2. La inflación y las tasas de interés siguen preocupando*

Con este cuadro de situación, el principal foco de interés sigue estando sobre el tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés. Desde mayo se observa una persistente tendencia a la baja del nivel del tipo de cambio y de la tasa de crecimiento de los precios (inflación).

Esta mejora ha sido fruto de cierta recuperación de la credibilidad (todavía bastante frágil) del BCRA, luego de que el Gobierno optara por postergar hasta el año próximo los ajustes de tarifas públicas, y abandonar la amplia banda cambiaria o “zona de no intervención” del BCRA en el mercado de divisas. Las ventas diarias del Tesoro más esta decisión no sólo mantuvieron a raya el tipo de cambio, sino que permitió a las autoridades estabilizar expectativas y recuperar cierta credibilidad. La baja de la inflación y la contracción monetaria de mayo (\$46.467 M) no fue compensada por la expansión

---

<sup>1</sup> Los rubros incluidos son: colchones y sommers, paquetes turísticos, servicios en balnearios, pasajes en ómnibus de larga distancia, alquiler de autos, hotelería, materiales y herramientas para la construcción, electrodomésticos pequeños y línea blanca, artículos de iluminación, instrumentos musicales, productos de perfumería, neumáticos, accesorios y repuestos para automóviles, motocicletas, juguetes y juegos de mesa de fabricación nacional, computadoras, notebooks y tablets, libros, artículos de librería, incluyendo mochilas para escolares, teléfonos celulares para tecnología 4G, televisores, muebles para el hogar, indumentaria, y calzado y marroquinería.

de junio (\$19.351 M). Esto, sumado a la certeza de que el BCRA no venderá reservas internacionales a un tipo de cambio predeterminado, generó incertidumbre sobre dichas intervenciones y una reversión de la dolarización de carteras de los meses anteriores. Esto se vio favorecido, inequívocamente, por las altas tasas de interés activas y pasivas. Inevitablemente la inflación comenzó a bajar, junto a la paulatina reducción de la volatilidad cambiaria. Dicha baja gradual se observa en varios lugares del país ya desde marzo en términos de promedios trimestrales móviles:

**CUADRO 1: INFLACIÓN MENSUAL (IPC) POR DISTRITO.**

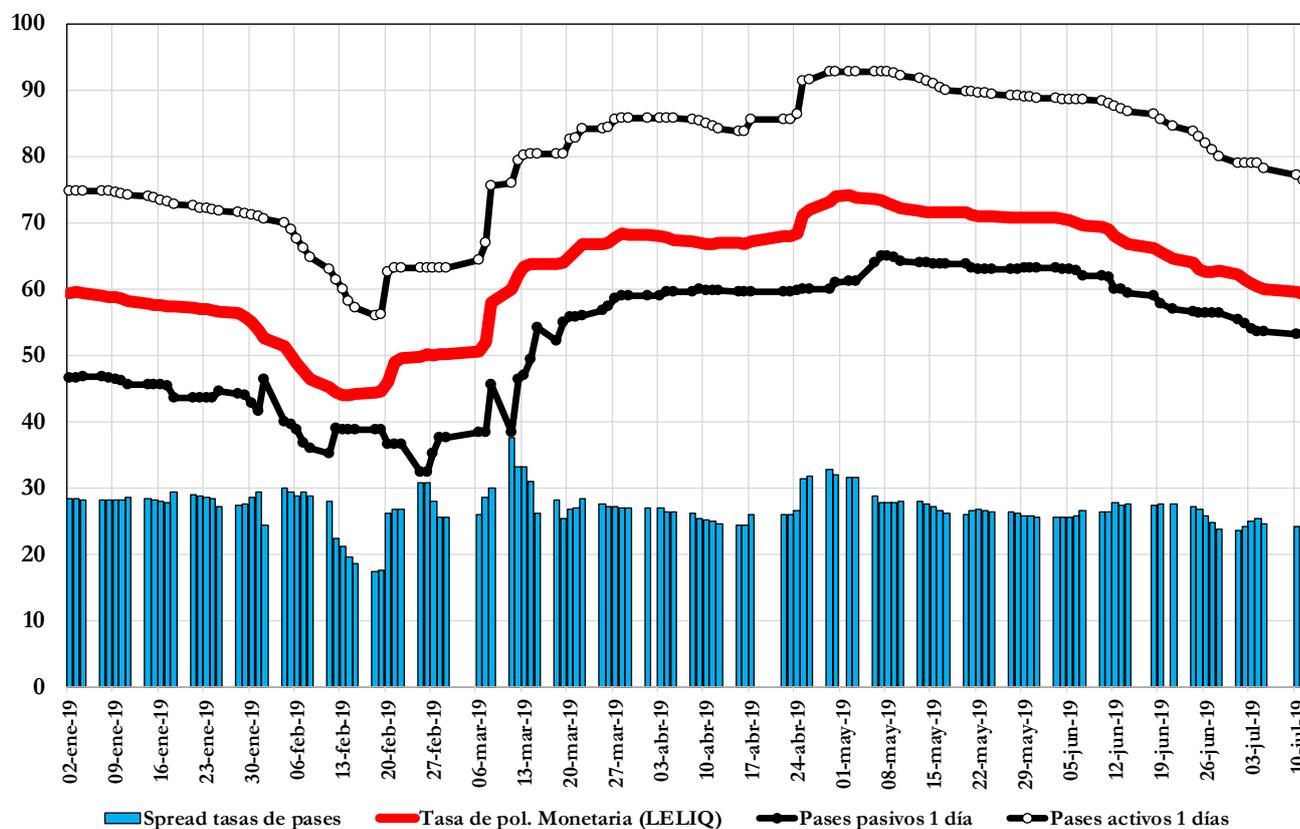
Mes	C.A.B.A.			SAN LUIS			NEUQUÉN			MENDOZA			CÓRDOBA			SANTA FE*		
	IPC	IPC prom trim.	Prom. trim. anualiz.	IPC	IPC prom trim.	Prom. trim. anualiz.	IPC	IPC prom trim.	Prom. trim. anualiz.	IPC	IPC prom trim.	Prom. trim. anualiz.	IPC	IPC prom trim.	Prom. trim. anualiz.	IPC	IPC prom trim.	Prom. trim. anualiz.
Ene	3,8%	3,2%	45,8%	3,6%	3,2%	45,4%	3,0%	2,8%	39,6%	2,7%	3,1%	45,1%	4,0%	3,5%	51,2%	3,4%	3,3%	47,6%
Feb	3,4%	3,7%	55,1%	3,8%	4,0%	60,9%	3,7%	3,1%	44,7%	4,0%	3,5%	51,9%	3,9%	3,9%	57,5%	3,9%	3,7%	54,9%
Mar	4,0%	3,7%	54,4%	4,7%	4,0%	59,7%	2,7%	3,4%	48,6%	3,9%	3,9%	57,9%	3,7%	3,5%	52,0%	3,9%	3,7%	55,0%
Abr	3,7%	3,6%	53,0%	3,4%	3,9%	57,8%	3,7%	3,0%	42,7%	3,7%	3,5%	51,8%	3,0%	3,2%	46,5%	3,4%	3,5%	51,1%
May	3,1%	3,4%	49,7%	3,5%	3,5%	50,4%	2,7%	3,2%	45,3%	3,0%	3,4%	48,8%	2,9%	3,0%	42,4%	3,2%	3,3%	48,0%

\*Promedio simple ente las tasas de inflación del Gran Rosario y del Gran Santa Fe.

Fuentes: elaboración propia en base a datos de Dirección General de Estadística y Censos del GCBA; Dirección General de Estadística y Censos de la Provincia de Córdoba, Dirección de Estadísticas e Investigaciones Económicas del Gob. de la Provincia de Mendoza, Dirección Provincial de Estadística y Censos del Gobierno de la Provincia de Neuquén, Dir. Provincial de Estadística y Censos de la Provincia de San Luis, e Instituto Provincial de Estadística y Censos de la Provincia de Santa Fe.

La sostenibilidad de este sendero depende básicamente de la credibilidad en que la autoridad monetaria no va a sorprender a los mercados con saltos imprevistos de emisión monetaria, y de que se cumpla con el anuncio de no aplicar aumentos drásticos de tarifas públicas. La estabilidad cambiaria en parte se mantendría asegurada por al menos un trimestre, dado que a la venta del Tesoro de U\$S 60 M diarios se suman los U\$S 5.700 M que el FMI desmobolsará esta semana. Esto permitiría revertir la caída en el stock de reservas internacionales de mayo y junio que ha obedecido básicamente a pagos de deuda del Tesoro. Si se recupera la demanda de dinero y se sostiene la baja de la inflación, podría esperarse una baja en las tasas de interés sostenible, no como la apresurada caída observada en enero y febrero.

**GRÁFICO 1: TASAS DE INTERÉS DEL BCRA. LELIQ (A 7 DÍAS) Y TASAS DE PASES ACTIVOS Y PASIVOS A 1 DÍA.**



Fuente: B.C.R.A.

### 3. *Las elecciones en un horizonte todavía incierto.*

La calma financiera y de la suba de precios aplacó las controversias sobre “la economía” en los debates electorales. A los ajustes y ruidos habituales de los cierres de listas de candidatos, la atención tiende a focalizarse en los spots publicitarios, encuestas y propuestas de los candidatos.

Lo que se observa en las últimas semanas es una suerte de presunta paridad entre el frente oficialista, (llamado ahora “Juntos por el Cambio” en lugar de “Cambiamos”), para la reelección y la oposición kirchnerista (“Frente de Todos” en lugar de “Unidad Ciudadana”). No es claro si la franja de indecisos y decepcionados con la actual administración optará por algunas alternativas intermedias, entre las que se destacan las precandidaturas del ex ministro de Economía, Roberto Lavagna, el economista José Luis Espert, el ex director de la Administración Nacional de Aduanas y ex director del Banco de la Nación Argentina, Juan José Gómez Centurión y los candidatos de partidos de Nicolás del Caño y Manuela Castiñeira.

Hasta ahora las encuestas muestran una tendencia hacia la polarización entre el oficialismo y el kirchnerismo. No son claras sus propuestas en materia económica, aunque los lineamientos básicos parecían empezar a definirse. Por parte del oficialismo, concluir el programa vigente bajo el FMI e intentar concretar a partir de 2020 una serie de reformas estructurales graduales, que serían, básicamente tres: a) reforma del sistema previsional, b) reforma tributaria, y c) reforma laboral. Por parte de la oposición kirchnerista, un retorno a los controles de tarifas públicas, del mercado de cambios y de los movimientos de capitales, y una renegociación de los términos del acuerdo actualmente vigente con el FMI. Igualmente, esto no pareciera ser tan así. Del lado kirchnerista no hay ratificación del tipo, profundidad y alcance de una “revival” de las políticas de 2003-2015. A su vez del lado oficialistas, algunas novedades sobre el cierre de este informe han sembrado nuevas dudas sobre el grado de compromiso con reformas pro-mercado, a saber:

- a) Declaraciones del Ministro de Producción Dante Sica, afirmando que **“no está en la agenda del gobierno”** ninguna reforma laboral, en contradicción con sus propias afirmaciones de pocos días atrás.
- b) La decisión del gobierno de **subsidiar a deudores de créditos hipotecarios indexados por IPC (UVA)** por incrementos en sus cuotas entre octubre de 2018 y diciembre de 2019 superiores en un 10% a la resultante de la evolución del Coeficiente de Variación Salarial (CVS). Se trata de deudores presentes y futuros beneficiarios del programa estatal ProCreAr o de institutos estatales de vivienda adheridos. Los fondos provendrán de un fideicomiso administrado por el Banco de Inversión y Comercio Exterior, y del ProCreAr. La información disponible no permite todavía discernir si el financiamiento de última instancia provendrá de endeudamiento público, o vía emisión monetaria.
- c) Las dudas que genera el aparente sobrecumplimiento de la meta fiscal de déficit cero en el primer semestre del año. Según el ministro de Hacienda se alcanzó un superávit primario de \$30.221 M (0,15% del PIB). Sin embargo, **se incluyeron como ingresos “sobre la línea” a fondos obtenidos de la venta de dos centrales termoeléctricas, de un yacimiento de hidrocarburos, y de transferencias del FGS ANSES para financiar el pago de la Reparación Histórica a los jubilados.** Computándose esos fondos “bajo la línea” y no como ingresos corrientes o de capital, el primer semestre cerró con un **déficit primario de \$ 64.243 M (0,17% del PIB)**. Si bien es materia controversial, no es claro que la venta de unidades empresariales y áreas petroleras sean diferentes de genuinas fuentes de financiamiento (y de única vez). En el caso de las remesas del FGS ANSES, provienen de un ente financiero no bancario, de modo que es por definición fuente de financiamiento del sector público no financiero, más allá de que esté bajo la jurisdicción legal de un ministerio de la Administración Central.

Del resto de las fuerzas políticas, se insinúan propuestas reformistas, por parte del candidato Roberto Lavagna. Por otro lado, Espert ha planteado 13 reformas pro-mercado, mientras los candidatos de izquierda mantienen sus habituales propuestas anti-sistema. En el caso de Gómez Centurión, no se conoce hasta ahora con precisión un programa o conjunto de propuestas en materia económica.

En definitiva, un escenario donde no se terminan de despejar las incertidumbres económicas, con desaceleración inflacionaria y una incipiente nueva ronda de atraso del tipo de cambio real. Pero en un clima de calma gradual que puede jugar a favor de la estrategia oficialista de polarizar con el kirchnerismo y tratar de lograr la reelección del presidente Macri.

## MERCOSUR Y UNIÓN EUROPEA: CUERDO DE ASOCIACIÓN Y AGENDA DE REFORMAS

*Eliana Scialabba y Melisa Galvano Quiroga*

**El Mercosur y la Unión Europea suscribieron un Acuerdo de Asociación que deberá ser ratificado por todos los países miembros. Para Argentina supone un compromiso con futuras reformas económicas y regulatorias que van a enfrentar fuertes resistencias sectoriales.**

### 1. Contexto

La apertura comercial y la inserción inteligente al mundo siempre es una noticia para celebrar porque en un mundo integrado y globalizado, quedarse en la aldea de lo doméstico inevitablemente impide el crecimiento y desarrollo de los países, tal como lo planteaban Smith y Ricardo, fundadores de la tradición clásica de la economía.

Tras 20 años de negociaciones, el 28 de junio se cerró en Bruselas el Acuerdo de Asociación entre el Mercosur y la Unión Europea (UE) abriendo una nueva etapa de integración entre ambos bloques, a la que le espera un largo camino por transitar hasta su implementación definitiva.

Dado que cuestiones domésticas se imponen en la agenda internacional, una vez firmado el acuerdo cada Parlamento deberá ratificar su puesta en marcha, lo cual seguramente llevará a muchas negociaciones internas. En el caso de Argentina nos encontramos ante un mega acuerdo que exige transitar el camino de cambios profundos que posibiliten estar a la altura competitiva de los socios comerciales.

Desde el gobierno parecen haber “pisado el acelerador” en materia de firma de acuerdos de apertura comercial (que no implica luego la apertura efectiva). El próximo 17 de julio se reunirán los mandatarios del Mercosur, y se analizarán mecanismos para acelerar la puesta en marcha del acuerdo con la UE, los avances de la negociación con el bloque EFTA (Islandia, Noruega, Suiza y Liechtenstein) y la reducción del arancel externo común.

### 2. Principales puntos del acuerdo<sup>2</sup>

#### 2.a. Comercio de bienes

Este es el principal capítulo firmado por los bloques regionales. El capítulo de acceso a mercados regula las condiciones y los plazos para que ambas partes lleven adelante la desgravación arancelaria.

Debido a la asimetría de integración hacia el interior y el exterior de ambos bloques, el acuerdo no sólo prevé plazos extensos para la desgravación, sino que también se consideran las sensibilidades de los productores locales. De esta forma, la UE se compromete a desgravar su comercio en un máximo de 10 años, mientras que el plazo para los países del Mercosur es de 15 años<sup>3</sup>. Asimismo, se eliminarán los aranceles de manera inmediata en alrededor del 76% de los envíos del Mercosur a la UE, el 86% se eliminarán en canastas de hasta 8 años y un 1% del comercio será excluido de la negociación. Desde el punto de vista del Mercosur, se desgravan de manera inmediata el 13% de los envíos de la UE y un 9% de lo que el Mercosur importa estará excluido del acuerdo con el fin proteger a los sectores más sensibles.

Por un lado, permitirá que las empresas reduzcan los costos de los insumos importados, que representan una alta proporción de la matriz productiva. Si bien esto debería traducirse en un incremento de productividad y competitividad, la elevada carga impositiva será un ‘palo en la rueda’. Sin embargo, el impacto sobre los sectores será diferenciado. Para los automotores se prevé una liberalización en 15 años, con un período adicional de 7 años (acompañados por una cuota de 50.000 unidades), mientras que para el resto de los sectores industriales es lineal (en canastas de 15, 10, 8, 4 años y desgravación inmediata, según el caso).

En el caso de la agricultura, el bloque europeo eliminará los aranceles para aproximadamente el 84% de las exportaciones del Mercosur a la UE (el 70% será desgravado de manera inmediata y el 14% restante en un período de entre

<sup>2</sup> Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto de la Nación, Acuerdo de Asociación Mercosur–Unión Europea, 12/07/2019 <https://cancilleria.gob.ar/es/acuerdo-mercosur-ue>

<sup>3</sup> De acuerdo al citado documento, ‘este es el resultado de un “trato especial y diferenciado” logrado por el MERCOSUR, teniendo en cuenta que, según la normativa OMC, los plazos de desgravación en acuerdos regionales son de hasta 10 años”.

4 y 10 años), mientras que otorgará cuotas (a las exportaciones de carne bovina<sup>4</sup>, porcina y aviar, maíz, azúcar, arroz, etanol, miel y huevos) o preferencias fijas para el 15,5%. En el caso de la carne aviar habrá una cuota de 180.000 toneladas que en cinco años se estima contaría con arancel cero. La pesca por su parte tendrá una reducción paulatina de entre 4 y 10 años al igual que para otros productos del agro como hortalizas, frutas cítricas, frutas finas, harinas de maíz, aceites vegetales y biodiesel.

Otro punto a destacar es el **compromiso a la eliminación de los derechos de exportación**. Además, las partes se comprometen a no reintroducirlos en el comercio bilatearal, considerando ciertas excepciones. En el caso de Argentina, según el citado documento del Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, *“podrán mantenerse los derechos de exportación para las exportaciones destinadas a la Unión Europea para una lista de productos especificada en un anexo y que incluye a casi todos los productos para los que corría un cronograma de aplicación de derechos de exportación antes del Decreto 793/18 (cadena oleaginoso, hidrocarburos, corcho, papel y chatarra)”*.

### 2.b. Reglas de origen

Estas constituyen un instrumento de política comercial. Según la OMC, constituyen criterios necesarios para determinar la procedencia nacional de un producto<sup>5</sup>, y se aplican para acceder a las preferencias arancelarias del acuerdo. Entre ambos bloques se han acordado reglas que no sólo facilitan el comercio, sin que también promueven su creación, considerando las estructuras productivas de ambos bloques. De esta manera, **se establecieron requisitos de origen para cada sector de la industria, tomando como base la disponibilidad de insumos regionales y la integración de las cadenas de valor**.

La integración en cadenas de valor busca facilitar la importación de insumos a precios más competitivos, agregarles valor y venderlos al resto del mundo sin restricciones. Dado que los insumos intermedios y bienes de capital tienen una protección arancelaria en torno al 18%, su reducción se traducirá en menores costos de producción.

### 2.c. Aduanas y facilitación del comercio

En 2013, el Acuerdo sobre Facilitación del Comercio<sup>6</sup> de la OMC estableció reglas mejoradas de buen gobierno para los procedimientos de aduana y altos niveles de transparencia, y reconoce la importancia de las aduanas y la facilitación del comercio en las relaciones comerciales. Según el documento oficial, *“el Acuerdo brindará mayor previsibilidad y transparencia regulatoria, al establecer disposiciones sobre rápido despacho, productos perecederos, reducción de inspecciones físicas, simplificación y armonización de procedimientos aduaneros, simplificación de requisitos a operadores económicos, así como también transparencia en la publicación de la información sobre la base de las disposiciones del Acuerdo sobre Facilitación del Comercio de la OMC”*.

### 2.d. Defensa comercial

Estas medidas permiten proteger a la industria de prácticas desleales como los subsidios y el dumping, y de las subas repentinas de las importaciones. En la primera parte de este capítulo se presentan los instrumentos de defensa comercial de la OMC para evitar este tipo de prácticas desleales, mientras que la segunda parte establece un mecanismo para aplicar Salvaguardias Bilaterales, las que permitirán a los países del Mercosur en general, y Argentina en particular, tomar medidas de protección ante el incremento de las importaciones cuando estas sean una amenaza para un determinado sector industrial o agrícola.

### 2.e. Medidas sanitarias y fitosanitarias

Este punto busca impedir que las medidas Sanitarias y Fitosanitarias (SPS) actúen como barreras injustificadas al comercio, evitando que éstas puedan impedir el acceso de nuestros productos agrícolas y agroindustriales o encarecerlos injustificadamente. De esta manera, el Mercosur obtiene una posición preferencial para ingresar al mercado europeo.

<sup>4</sup> La UE otorgó una cuota de 99.000 toneladas para el Mercosur. Asimismo, debe destacarse que el arancel pagado actualmente bajo la Cuota Hilton (20%) será desgravado a 0% de forma inmediata a la entrada en vigencia del acuerdo.

<sup>5</sup> OMC, Información técnica sobre las normas de origen [https://www.wto.org/spanish/tratop\\_s/roi\\_s/roi\\_info\\_s.htm](https://www.wto.org/spanish/tratop_s/roi_s/roi_info_s.htm)

<sup>6</sup> OMC, Acuerdo sobre Facilitación del Comercio, [https://www.wto.org/spanish/tratop\\_s/tradfa\\_s/tradfa\\_s.htm](https://www.wto.org/spanish/tratop_s/tradfa_s/tradfa_s.htm)

Además, se prevén medidas de facilitación del comercio en materia de habilitación para exportadores de animales y productos de origen animal, como así también controles en las importaciones, lo que asegura el comercio desde las zonas libres de enfermedades.

### *2.f. Servicios y establecimiento*

La UE es uno de los principales importadores de servicios a nivel mundial (las compras anuales son de más de US\$ 800.000 millones) y además es el principal inversor del mundo (con un stock de IED de más del 50% del total). Es de significancia notar que el flujo de estas IED tiene como dirección aquellos países con los que el bloque europeo tiene firmados acuerdos. Con un acuerdo que regule las disposiciones en materia de inversiones y servicios, el Mercosur expandirá su capacidad de atraer inversiones, destacándose principalmente el segmento de los Servicios Basados en el Conocimiento (SBC), en los que está presentando una fuerte expansión. Lo relevante de los SBC es que estos son intensivos en capital humano de alta calificación, ligados por lo general a las tecnologías de la información, comunicación e innovación.

Debido al perfil exportador de Argentina, este punto es de vital importancia, debido a que este sector es el tercer complejo exportador (detrás del agro y la industria automotriz): en 2018 exportó por más de **US\$ 6.000 M** y se estima que en 2030 representará aproximadamente el 15% de los ingresos por exportaciones. Además, se trata de un sector que ocupa hoy el 67% de los puestos de trabajo.

### *2.g. PyMEs*

El acuerdo incluye un capítulo sobre Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) en el que se buscan ampliar las oportunidades comerciales, promoviendo la internacionalización de las firmas.

Según el documento del Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, se establece la creación de una página web para que las empresas puedan acceder a *“toda la información que necesitan para exportar, desde un buscador de aranceles por producto; normas y regulaciones; procedimientos relativos a los derechos de propiedad intelectual; regulaciones de inversión extranjera; procedimientos de registro de empresas; regulaciones de empleo; y procedimientos tributarios”*.

Además, existen compromisos en términos de Solución de Controversias, Diálogos, Obstáculos técnicos al comercio, Defensa de la competencia, Subvenciones, Propiedad intelectual, Comercio y desarrollo sostenible, Compras públicas, Empresas del Estado y Transparencia.

### *3. Las reformas necesarias*

Si bien estos acuerdos suelen estar cargados de optimismo, los países del Mercosur, y, en especial, Argentina, le necesitan una gran cantidad de reformas en diversos aspectos, para poder ingresar de manera exitosa al mismo. Si bien recién entrará en vigor cuando sea ratificado por todos los países, **estos deben adecuar sus normativas a las planteadas en el convenio.**

La rebaja arancelaria es sólo el comienzo. **Según Horacio Reyser**, secretario de Relaciones Económicas Internacionales de la Cancillería, Argentina deberá trabajar en **"una nueva reforma fiscal de largo plazo"** ya que **"el acuerdo pone topes a los derechos de exportación"** (en la actualidad son de en torno al 28%, y el techo que impone el acuerdo es del 14%). Asimismo, el funcionario planteó la necesidad de reducir los restantes impuestos, a fin de incrementar la competitividad de las firmas. En este punto debe destacarse que esta rebaja **no será sostenible si en simultáneo no se reduce reducción del tamaño del Estado, debido a que la quita de derechos de exportación y rebaja de otros impuestos generará una presión adicional sobre la ya complicada restricción presupuestaria del sector público.**

En línea con las reformas del Estado, **el acuerdo prevé normas de transparencia y no discriminación en las compras y contrataciones del gobierno nacional, tanto en bienes y servicios, como en obras públicas. De esta forma, las leyes argentinas deberán modificarse de acuerdo a los lineamientos de la OMC.**

Por otra parte, deberán adecuarse los reglamentos técnicos y estándares, los cuales establecen características específicas de un producto (**principalmente en seguridad eléctrica, compatibilidad electromagnética, eficiencia energética y restricciones a sustancias peligrosas**). En la actualidad esto constituye una de las principales barreras no arancelarias.

En cuanto a la regulación de servicios, **es necesario eliminar las barreras relacionadas con el comercio electrónico, a fin de permitir el mejor flujo de determinados productos adquiridos en Europa hacia nuestro país.** Además, es probable que sea necesario **revisar las normas de propiedad intelectual (copyright, marcas, diseños industriales y patentes, entre otros).**

Respecto a las reformas de las normas laborales, debe considerarse que es uno de los aspectos más complicados al que se enfrenta nuestro país. Si bien desde el gobierno plantearon que no se deberán modificar las normativas laborales, **es necesario revisarlas, de manera conjunta con los convenios colectivos de cada actividad, a fin de poder competir con las firmas europeas reduciendo los costos laborales directos (impuestos al trabajo) e indirectos (costos de riesgos de trabajo).** Además, se deberán **adaptar las regulaciones sobre procedimientos aduaneros; las fitosanitarias, de sanidad animal y seguridad alimentaria y de defensa de la competencia, entre otras.**

#### 4. Consideraciones finales

No hay dudas al respecto sobre las ventajas del libre comercio, ya que no sólo amplía la variedad de productos disponibles de mejor calidad y menores precios, sino también que contribuye a la difusión del conocimiento y a la innovación tecnológica.

Sin embargo, Argentina se ha caracterizado durante las últimas siete décadas (con excepción de algunos años) por ser una economía cerrada, proteccionista y sustitutiva de importaciones, lo que ha configurado una matriz productiva de escasa productividad y competitividad en la mayor parte de las ramas de actividad (excepto en el sector agropecuario y algunos servicios), dado que el sistema económico le garantiza a las firmas un gran mercado interno, con consumidores a los que se les complica acceder a mejores bienes con precios más reducidos. Es por esto que ante la firma de este acuerdo no todos los sectores están conformes. **Son varios los que hoy día se encuentran en desventaja y que deberán atravesar un profundo proceso de cambios para competir con el exterior.** Hay otros sectores que pueden insertarse con mayor facilidad en especial aquellos que puedan ser complementarios a las necesidades de los socios comerciales.

También debe tenerse en cuenta que llegado el momento de la implementación del acuerdo de libre comercio con la UE se va a ir mostrando un nuevo camino, ya que, **si bien el bloque es un socio complementario, también en muchos sectores es altamente competitivo con Argentina, sobre todo en el sector agroalimentario.** De aquí la importancia de la apertura del debate de cómo podría el país insertarse con otros acuerdos de este tipo hacia la región de Asia Pacífico. Si bien comparten la complementariedad con la UE, las economías asiáticas presentan una alta demanda en muchos sectores de la economía argentina y que **hasta el momento nuestro país no ha podido dar respuesta a esa demanda.** Dado que Argentina no podrá eludir las reformas necesarias, tal vez este acuerdo sirva como puntapié inicial para insertarse en la región asiática que es el nuevo eje de comercio del siglo XXI.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### UN MUNDO DE TASAS (CADA VEZ MÁS) BAJAS

Jorge Viñas

---

**En la cumbre del G20 en Osaka, Trump y Xi pactaron una nueva tregua en la guerra comercial, pero la incertidumbre se mantiene. Mientras tanto, según el último testimonio de Powell al Congreso de EE.UU., la Fed reduciría la tasa de Fondos Federales en la próxima reunión del 31 de julio. A su vez, el titular del BCE, Mario Draghi anticipó nuevos estímulos monetarios en la Eurozona.**

---

#### 1. Todo sigue girando en torno a la baja de tasas

Los mercados financieros mantienen en la primera mitad de julio, el sesgo alcista que evidencian desde fines de mayo. Entre los principales índices accionarios del mundo, sobresalen los de EE.UU., el S&P 500, el Dow Jones Industrial y el Nasdaq, que al viernes 12 de julio han registrado nuevos cierres máximos históricos. El índice mundial de acciones presenta una evolución reciente similar, aunque todavía no alcanzó el nivel máximo de enero de 2018 (véase el Gráfico 2). Al mismo tiempo, los rendimientos de los bonos soberanos de los países desarrollados continúan cerca de su piso histórico, mientras que las primas de riesgo de la deuda privada y de la deuda soberana de países emergentes, también están en un

nivel muy bajo. Los precios de commodities y las monedas emergentes continúan en un sendero de recuperación, favorecidos por el incipiente debilitamiento que muestra el Dollar Index.

**GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DE ÍNDICES DE ACCIONES – EE.UU. vs. MUNDO**



Fuente: Bloomberg

El motor que sigue impulsando la suba de los distintos tipos de activos financieros es la expectativa generalizada de que los bancos centrales, con la Fed a la cabeza, adoptarán nuevas medidas de estímulo monetario. En el caso concreto de EE.UU., la probabilidad implícita en la cotización de mercado de los futuros de Fondos Federales de una baja de tasas en la próxima reunión del 31 de julio es del 100%. Más aun, no sólo está totalmente descontada una baja de 25 puntos básicos (p.b.), sino que **se le asigna una probabilidad no trivial del 20% a que la Fed determine una baja de 50 p.b. a fin del mes en curso**. El Presidente de la Fed, Jerome Powell, ha sido bastante explícito en la presentación de la última semana ante el Congreso respecto a que se aprestan a bajar las tasas.

Además de descontar casi con certeza que se vienen bajas de tasas, **el comportamiento benigno de los mercados financieros también asume que las bajas de tasas serán suficientes para evitar una recesión global**. De lo contrario, los activos más riesgosos y dependientes del nivel de actividad, como las acciones, los bonos privados y de países emergentes, y los commodities, estarían experimentando un desempeño mucho más negativo, como habitualmente ocurre cuando se aproxima un período recesivo.

Este punto despierta fuertes controversias. **Los más críticos sostienen que la estructura actual de las tasas de interés en EE.UU., donde las tasas de mediano y largo plazo están a un nivel inferior a la tasa de Fondos Federales, es señal casi inequívoca de que se aproxima una recesión**, y que la historia indica que las bajas de tasas de la Fed no impiden que la recesión se materialice. Según esta postura, el comportamiento alcista de los activos de riesgo está subestimando la cercanía de una recesión y por lo tanto están expuestos a bruscas caídas cuando la misma se torne evidente.

**La postura opuesta es sostenida por quienes confían en que la Fed está actuando preventivamente y eso le brinda buenas posibilidades de evitar una recesión**. La clave pasa por el bajo nivel de inflación a pesar de que la expansión económica actual ya lleva casi diez años y que, en el caso puntual de EE.UU., el desempleo ha descendido a mínimos históricos, por debajo de cualquier medición de tasa natural de desempleo.

En ciclos económicos anteriores, en la etapa “madura” de la fase expansiva, el recalentamiento de la actividad económica generaba presiones inflacionarias generalizadas, lo que obligaba a la Fed a subir las tasas para enfriar la economía y evitar un desborde de la inflación. La suba de tasas frenaba la economía, pero cuando la Fed lo detectaba y empezaba a revertir el proceso, ya la recesión estaba en curso. En la actualidad, como las presiones inflacionarias siguen ausentes, la Fed puede darse el lujo de actuar preventivamente, disponiéndose a bajar las tasas ante las primeras señales de debilidad.

La cuestión de la movida “preventiva” por parte de la Fed alimenta otra controversia, en torno a si es el momento adecuado para empezar con la baja de tasas o si se están apresurando demasiado, exponiéndose a consecuencias no deseadas que generen problemas más graves a futuro, como la formación de nuevas burbujas financieras o la reaparición de presiones inflacionarias generalizadas. Los críticos de la Fed en este frente argumentan que el riesgo de recesión está exagerado. Por un lado, la tregua sellada por Trump y Xi a fines de junio aleja el riesgo de que una nueva escalada en la guerra comercial entre EE.UU. y China, que era una de las principales amenazas para el nivel de actividad global. Por otro lado, los datos económicos más recientes no avalan la tesis de una recesión inminente. Estos factores se han reflejado en un leve repunte desde principios de julio de las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro, aunque todavía se mantiene en niveles muy bajos (véase el Gráfico 3).

**GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS (%)**



Fuente: Bloomberg

Todo esto se potencia por las presiones que está ejerciendo Trump sobre la Fed, que ya no se limitan a críticas públicas, sino que también incluyen amenazas veladas de reemplazar a su Presidente. En este contexto, una baja de tasas, sin la evidencia clara de un freno de la actividad económica, se podría prestar a interpretaciones de que Powell está cediendo a las presiones de Trump, lo que conllevaría una pérdida de reputación para la autoridad monetaria con graves consecuencias a futuro.

## 2. EE.UU.: entre la tregua en la guerra comercial y datos económicos contradictorios

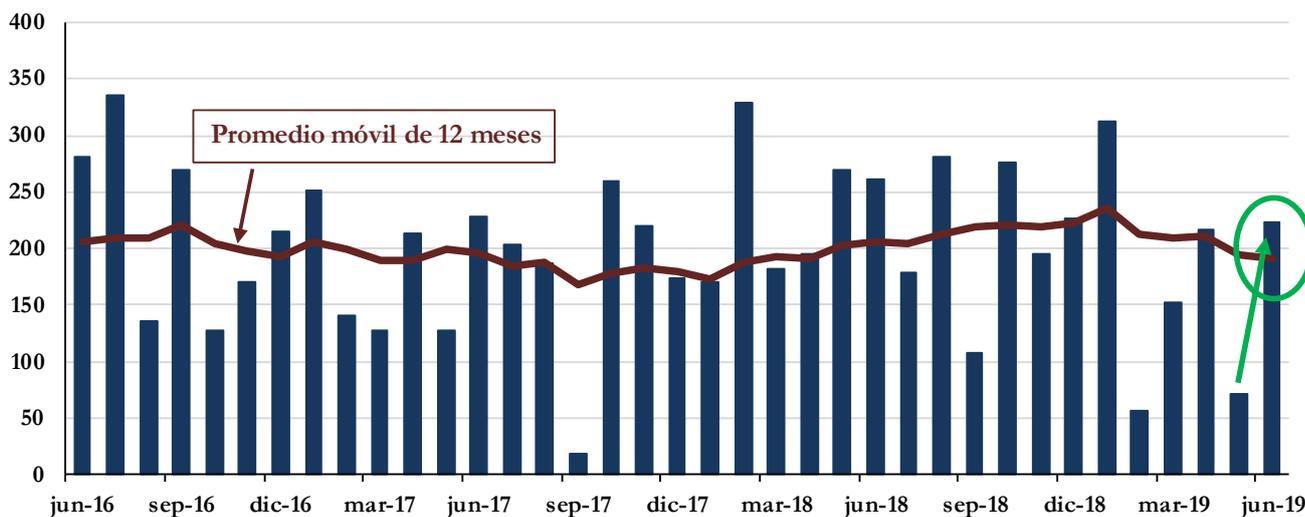
Una vez más, el ámbito de una cumbre del G20 fue propicio para que EE.UU. y China pongan un freno en la escalada de la guerra comercial. La tregua sellada en la reunión entre sus líderes, Trump y Xi, en Osaka a fines de junio, durante la última reunión de jefes de estado de las principales economías del mundo, evitó una nueva ronda de subas de aranceles y represalias mutuas. Esto trajo alivio a los agentes económicos e inversores a nivel global, dado que se temía un fuerte impacto negativo sobre el comercio internacional y sobre el nivel de actividad económica mundial en caso de que las amenazas se concretaran.

Sin embargo, la tregua no incluyó ninguna retroacción en los aranceles ya aplicados, por lo que el daño infligido no se revertirá por ahora. Además, más allá de la voluntad manifestada por ambas partes de seguir negociando, no se advierten señales concretas de acercamiento de posiciones sobre los puntos más álgidos del conflicto, por lo que persiste un alto escepticismo respecto a la posibilidad de un pronto acuerdo definitivo, y se mantiene el alerta respecto a una nueva escalada en las tensiones en el futuro cercano. La falta de una resolución definitiva del conflicto, así como la incertidumbre respecto a su desarrollo y consecuencias, seguirán impactando negativamente sobre la confianza empresarial y sobre las decisiones de inversión de las corporaciones. Para las empresas multinacionales que tienen integradas sus cadenas productivas y logísticas a nivel global, la amenaza latente de un mayor proteccionismo impide proyectar con niveles razonables de confianza la tasa de retorno de los proyectos de inversión, provocando su aplazamiento.

De esta forma, el riesgo de que se acentúe la caída de la inversión corporativa en el segundo semestre de 2019, más allá del freno que ya experimentó en el primer semestre, sigue latente. Se trata de uno de los factores que ha llevado a la Fed a mantener férreamente su voluntad de bajar la tasa de Fondos Federales en la próxima reunión, a pesar de que los indicadores económicos más recientes muestran un panorama contradictorio, sin ninguna evidencia de que la economía de EE.UU. se encamina a una recesión inminente.

El ejemplo más claro es el reporte de empleo de junio, que mostró una notoria recuperación en el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo, tras el dato decepcionante de mayo. En efecto, en junio se crearon 224.000 empleos, frente a los 72.000 nuevos empleos de mayo, superando las estimaciones de consenso que se ubicaban en 160.000 según Bloomberg (ver el gráfico 4). La cifra de junio fue la más alta desde enero de 2019 y se ubicó por encima del promedio de los últimos 12 meses. La tasa de desempleo registró un leve repunte, de 3,6 en mayo a 3,7% en junio, pero es explicado por un aumento de la tasa de participación de la fuerza laboral, que pasó de 62,8% en mayo a 62,9%. Estas cifras continúan reflejando condiciones del mercado laboral muy robustas, que no permiten anticipar un cambio de tendencia, como los números más flojos de mayo podían llevar a suponer.

**GRÁFICO 4: CREACIÓN MENSUAL DE EMPLEO NO AGRÍCOLA EN EE.UU. (EN MILES DE PERSONAS)**



Fuente: Bloomberg

No obstante, sigue latente la posibilidad de que, tarde o temprano, un freno en la inversión corporativa termine “contaminando” al mercado laboral en los próximos meses. Respecto a este punto, un factor clave a tener en cuenta es la evolución de las ganancias corporativas. Tras un ejercicio 2018 récord en materia de ganancias, impulsado tanto por un crecimiento de las ventas como por una expansión de los márgenes de beneficios, el primer trimestre de 2019 mostró una incipiente desaceleración en el crecimiento de las ganancias. Para el segundo trimestre, cuya temporada de presentación de resultados comienza la próxima semana, las estimaciones apuntan a un debilitamiento aun más significativo. Para las empresas que componen el índice S&P500, se espera que las ganancias en términos agregados muestren una variación interanual levemente negativa.

Dichas estimaciones se fueron ajustando a la baja a lo largo del trimestre, en base a las rebajas de previsiones de ganancias anticipadas por las propias compañías. Tanto los anuncios de resultados como las indicaciones que las empresas brinden respecto a las proyecciones para el resto del año captarán una fuerte atención, ya que en caso de que la contracción de las ganancias se profundice, podría amplificarse el impacto negativo sobre la inversión corporativa y eventualmente terminar impactando en el nivel de empleo. En forma opuesta, si las mejoras de productividad permiten a las empresas contrarrestar la desaceleración de ventas y las presiones a la baja sobre los márgenes, los riesgos para la economía se mitigarán.

En materia de inflación, a diferencia de lo que venía ocurriendo en los meses previos cuando los datos mensuales tanto de inflación total como la medición subyacente sorprendían consistentemente a la baja, la inflación de junio resultó superior a las expectativas. En especial, la inflación subyacente registró una variación mensual de 0,3%, el nivel más alto desde enero de 2018, lo que llevó la variación interanual a 2,1%, respecto a 2,0% en mayo. Esto todavía no enciende

ninguna alarma, dado que se venía de cuatro meses consecutivos de variaciones mensuales de 0,1%, y el nivel de inflación anual se mantiene dentro de un rango acotado. Pero genera algún grado de expectativa para los próximos meses. Si las sorpresas alcistas en materia de inflación se repitieran, el margen de maniobra de la Fed se vería recortado. Por el momento, nada para preocuparse, el contexto inflacionario permanece benigno: el comportamiento del componente salarial del reporte de empleo, los ingresos laborales promedio por hora, se mantuvieron en junio dentro del ritmo de crecimiento moderado de los meses previos, registrando una variación de 0,2% mensual y 3,1% interanual.

3. *Eurozona: la nominación de Christine Lagarde para suceder a Mario Draghi al frente del BCE es señal de continuidad*

La economía de la Eurozona no presenta grandes novedades. Tras el repunte transitorio del PIB en el primer trimestre, que sucedió a un segundo semestre de 2018 muy flojo en materia de actividad económica, en el segundo trimestre de 2019 se estima que el crecimiento del PIB volvió a desacelerarse por debajo del 1% anualizado. La inflación tampoco da signos de repunte consistente. La inflación subyacente de junio se ubicó en 1,1% interanual, dentro del rango entre 0,7% y 1,3% en el que se mantuvo a lo largo de los últimos tres años, muy lejos de la meta oficial de 2% del BCE y sin perspectivas de convergencia en el corto plazo (véase el Gráfico 5).

**GRÁFICO 5. INFLACIÓN SUBYACENTE EN LA EUROZONA (VAR. % INTERANUAL)**



Fuente: Bloomberg

En este contexto, el Presidente del BCE, Mario Draghi, en su discurso en el Foro del BCE celebrado en Portugal el 18 de junio, envió una fuerte señal de que está dispuesto a implementar estímulos monetarios adicionales para contrarrestar el deterioro del escenario inflacionario y de crecimiento económico en el último año.

Ante la creciente ola de escepticismo respecto a las restricciones que enfrentaba el BCE para seguir ampliando el estímulo monetario a la alicaída economía de la Eurozona, Draghi hizo una encendida defensa de las herramientas que tiene disponibles la autoridad monetaria. También destacó el hecho de que **la meta de 2% de inflación a mediano plazo es de carácter simétrico, lo que implica que, si la inflación se ha mantenido por un tiempo debajo de 2%, en algún momento debe ubicarse por encima de dicho nivel para poder asegurar el cumplimiento de la meta a mediano plazo.** Se trata de un intento de generar un repunte de las expectativas inflacionarias, cuyas mediciones basadas en las valuaciones de mercado de swaps y futuros han declinado en los últimos meses y se ubican en **el mínimo de los últimos 5 años.**

Si bien el discurso de Draghi tuvo un impacto en las expectativas de mercado, el mismo ha sido moderado. El principal cambio que se espera en el corto plazo, aunque probablemente se concrete recién en septiembre, es **una baja de 10 p.b. en la tasa de depósito a -0,50% desde -0,40% en la actualidad.** Todavía no parece haber convicción suficiente para retomar las compras mensuales de activos discontinuadas el año pasado.

Otro factor limitante es el hecho de que a fin del año actual vence el mandato de Draghi, por lo que el alcance temporal de las medidas que él impulse en los próximos meses será necesariamente limitado, hasta que su sucesor no revele los lineamientos de la nueva conducción. Por ello, resulta muy relevante la reciente nominación de Christine Lagarde, actual directora del FMI, para suceder a Draghi, ya que aleja cualquier posibilidad de que el poder de la autoridad monetaria regional vuelva a recaer sobre el Bundesbank alemán, que siempre ha tenido una postura sumamente crítica de las políticas activas no convencionales aplicadas por el BCE bajo el mando de Draghi. Lagarde ha cultivado un perfil mucho más moderado y conciliador desde su posición en el FMI, recomendando muchas veces la aplicación de políticas expansivas para apuntalar el crecimiento mundial. Por ello, se considera una señal de continuidad.

En materia política, el principal foco de inestabilidad potencial se centra en el Brexit. La dinámica que ha adquirido el escenario político en el Reino Unido, especialmente dentro del Partido Conservador gobernante, ha llevado a un aumento sustancial del riesgo de que se termine en un Brexit sin acuerdo, que sería el peor resultado posible, con consecuencias económicas muy graves a ambos lados del Canal de la Mancha, muy difíciles de cuantificar debido a la complejidad y la intensidad de las relaciones económicas entre el Reino Unido y el resto de la Unión Europea a lo largo de más de cinco décadas de integración.

4. *China: Crecimiento del PIB del segundo trimestre en línea con la meta oficial anual.*

Sobre el cierre de esta edición del IEM se acaban de publicar los datos del PIB del segundo trimestre de China. El crecimiento interanual del PIB se ubicó en 6,2%. Los titulares de la prensa internacional destacan que se trata del ritmo de crecimiento interanual más bajo desde el comienzo de la serie oficial del PIB trimestral en 1992. El 6,4% del primer trimestre había igualado la peor performance anterior, registrada en el primer trimestre de 2009, en lo más profundo de la gran crisis financiera internacional (véase el Gráfico 6). Sin embargo, el dato del segundo trimestre resultó en línea con las estimaciones, que ya incorporaban el impacto de la guerra comercial con EE.UU., así como el de las políticas compensatorias que adoptó el gobierno chino. Dichas políticas han contribuido a que el crecimiento económico se haya mantenido por encima del 6%, en línea con la meta oficial para el año 2019.

**GRÁFICO 6: PIB TRIMESTRAL DE CHINA. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%)**



Fuente: Bloomberg

Adicionalmente, se publicaron los datos mensuales de actividad del mes de junio, que en líneas generales se ubicaron por encima de las estimaciones de consenso. Tanto la producción industrial, como las ventas minoristas y la inversión en activos fijos, registraron una variación interanual superior a la de mayo. Esto estaría indicando que las políticas expansivas están teniendo éxito en estabilizar el crecimiento económico, despejando en parte los temores respecto a una desaceleración más pronunciada, al menos mientras no se produzca un recrudecimiento de la guerra comercial con EE.UU. que lleve a la imposición de nuevos aranceles. Mientras eso no ocurra, no se esperan nuevas medidas de estímulo de magnitud significativa.

## NOTA ESPECIAL

### IN MEMORIAM: MARTIN FELDSTEIN (1939-2019)

*Héctor Rubini*

El pasado 11 de junio falleció en Boston a los 79 años de edad Martin (“Marty”) Stuart Feldstein, uno de los economistas más prolíficos e influyentes en la vida política y en los debates académicos de los Estados Unidos.

Nació el 25 de noviembre de 1929 en Nueva York, se graduó en economía en Harvard College (*summa cum laude*, 1961), si bien había considerado la alternativa de estudiar medicina en lugar de economía. Luego completó su doctorado en economía en Oxford University. Posteriormente fue distinguido como “Honorary Fellow” del Nuffield College en Oxford, y en 1967 se incorporó a la Universidad de Harvard donde se desempeñó como docente e investigador durante más de cinco décadas, hasta su muerte.

Fue presidente y director ejecutivo del National Bureau of Economic Research (NBER) entre 1977 y 1982, y luego entre 1984 y 2008. La interrupción entre 1982 y 1984 obedeció a que durante ese período ocupó el cargo de presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Ronald Reagan. En ese período fue uno de los mentores de la reforma tributaria aplicada luego, en 1986, que simplificó la normativa tributaria y redujo fuertemente las alícuotas impositivas en los Estados Unidos. Fue en esos años, además, en que instaló, y no sólo en ámbitos académicos, el debate público de los déficits “gemelos” (fiscal y de la cuenta corriente de la balanza de pagos) y de los efectos adversos de déficits futuros anticipados.

También fue miembro del directorio de varias de las más importantes empresas financieras y no financieras de los EE.UU. como JP Morgan, Eli Lilly y Daimler-Chrysler, entre otras. Fue miembro de la American Philosophical Society, miembro Correspondiente de la Academia Británica, miembro asociado de la Econometric Society y de la Asociación Nacional de Economistas de Empresas. Fue administrador del Consejo de Relaciones Internacionales de los EE.UU., miembro de la Comisión Trilateral (1984-2019), del Grupo de los 30, de la Academia de Ciencias y Artes de los EE.UU. y del Consejo de Asesores Económicos del American Enterprise Institute. En el año 2004 fue el presidente de la American Economic Association. También fue miembro del Consejo Académico del Instituto de Economía Mundial de Kiel, Alemania (1991-2003), miembro del Consejo Asesor Académico del American Enterprise Institute (2008-2019), asociado de la European Economic Association (2004-2019) y miembro extranjero de la Academia Austríaca de Ciencias (1996-2019). Además, recibió títulos honoríficos en las universidades de Rochester, Marquette, y Adelphi, y en Bentley College y Dartmouth College.

En 1977 recibió la medalla “John Bates Clark” que otorga anualmente la American Economic Association al estadounidense menor de 40 años que haya hecho una gran contribución científica en economía. A su vez, la Tax Foundation de los Estados Unidos le otorgó dos veces el premio anual al Servicio Distinguido: en 1983 por sus logros como titular del Consejo de Asesores Económicos de la administración Reagan, y en 1999 por sus contribuciones en materia de política tributaria al sector privado como titular del National Bureau of Economic Research. Feldstein fue también miembro del Consejo Asesor de Inteligencia para el Exterior del presidente George W. Bush (2006-2008), y del Consejo Asesor para la Recuperación Económica del presidente Barack Obama (2009-2011). Un nombramiento que no sorprendió, ya aun siendo afiliado al Partido Republicano, siempre tuvo buen diálogo con economistas y políticos del Partido Demócrata. En 2005 sonó fuertemente su nombre como potencial sucesor de Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal, pero fue Ben Bernanke el elegido para conducir dicha entidad a partir de ese año.

En cuanto a su producción, solamente a través del National Bureau of Economic Research publicó algo más de 300 artículos científicos y fue editor, coeditor y coautor de más de 80 libros. Varios de ellos fueron re-editados publicados en revistas científicas, a lo que se suman decenas de otros trabajos científicos publicados directamente en revistas editadas por otras entidades, organismos internacionales y universidades estadounidenses y del exterior. Si bien ha sido considerado uno de los más destacados economistas del mundo en cuestiones tributarias y de sistemas de seguridad social, sus publicaciones mostraron su permanente inquietud por analizar y debatir todos los aspectos de las políticas públicas. Su interés por temas fiscales, la economía de los sistemas de salud, y en análisis económico de los sistemas de seguridad social no excluía la observación permanente de otros temas de la realidad económica estadounidense e internacional. Por caso, a

la fecha de su publicación (marzo de 2002), tuvo gran impacto un breve pero contundente artículo sobre la crisis argentina de 2001-02<sup>7</sup>.

Una de sus más influyentes contribuciones fue un trabajo publicado en el *Journal of Political Economy* en 1974. Allí presentó evidencia que le permitió demostrar que el sistema jubilatorio estadounidense afectaba negativamente al ahorro de las familias, reduciendo el ahorro personal entre un 30% y un 50%. El resultado final esperado era en su modelo, una fuerte caída del consumo personal después de jubilarse<sup>8</sup>. Desde entonces Feldstein fue un fuerte impulsor de una reforma total del sistema previsional estadounidense para sostener el ahorro, la acumulación de capital y el ingreso disponible. Una obsesión también presente en muchas otras publicaciones donde dejó siempre clara su postura a favor de la flexibilización y desregulación del mercado laboral, la eliminación de normas sobre salarios mínimos, la reducción del gasto público y de la presión tributaria sobre las empresas. De hecho, es considerado uno de los padres de la “*supply side economics*”, ganándose el respeto de economistas y no economistas luego de oponerse a la decisión de Reagan de aumentar fuertemente el gasto militar.

Otro de sus trabajos más renombrados fue el publicado en 1980, con Charles Horioka, “Domestic Saving and International Capital Flows”<sup>9</sup>. Con evidencia de 16 países de la OCDE, probaron lo que desde entonces se conoce como “la paradoja de Feldstein-Horioka”: aun en presencia de alta movilidad de capitales, la inversión de largo plazo tiende a responder a cambios en el ahorro interno, algo reflejado en una alta correlación entre ahorro interno e inversión, lo cual es de esperar en economías cerradas, y no en economías abiertas. Desde entonces no se ha logrado hallar una sólida explicación causal a dicha evidencia empírica. De ahí el nombre de “paradoja” (“*puzzle*”) con el que se conoce esa persistente correlación positiva entre ahorro interno e inversión de largo plazo. Si bien la explicación más aceptada es la que atribuye dicha evidencia a la imperfecta movilidad de capitales, dicho “*puzzle*” no ha sido resuelto hasta el presente.

De todos modos, su paso por la profesión deja una huella imborrable, y que perdurará por décadas, que ha sido su labor por casi 30 años como conductor, en el sentido cabal de la palabra, del National Bureau of Economic Research (NBER). En su sitio web ([www.nber.org](http://www.nber.org)), la entidad resume su contundente contribución en estas palabras:

“Él transformó la organización y creó la estructura de red que hoy engloba a casi 1.600 investigadores asociados. Él fue quien mudó las oficinas de Nueva York a Cambridge (Massachusetts), lanzó el Instituto de Verano del NBER y reuniones regulares de grupos de programas de investigación y promovió los documentos de trabajo (*NBER Working Papers*) como un importante canal de difusión de la investigación económica. Feldstein reconoció el valor de una comunicación amplia a través de conferencias y compartiendo la divulgación de manuscritos previos a su publicación, para el progreso de las investigaciones en curso. Fue autor o coautor de 165 *NBER Working Papers* y editó 19 libros del NBER.”

Fuera del ámbito académico fue un continuo lector y analista de la coyuntura económica de su país y del resto del mundo. Entre 1997 y 2019 fue columnista habitual de varios medios periodísticos y publicaciones periódicas como *Boston Globe* (con su esposa, Kathleen Foley), *Project Syndicate*, *The New York Times*, *The Washington Post*, *The Financial Times*, *Foreign Affairs*, *Wall Street Journal*. Con menor frecuencia, pero de manera recurrente, también publicó artículos en *The Public Interest*, *Tax Notes*, *The New Republic*, *The National Interest*, *Time Magazine*, *The Daily Telegraph* y *The Economist*.

Feldstein participó asiduamente de programas televisivos, siendo en los últimos años invitado habitual de CNN News. Por más de tres décadas fue uno de los economistas más conocidos e influyentes en los ámbitos académicos y empresariales de los Estados Unidos. Durante décadas recorrió y conoció decenas de países, inclusive el nuestro. Alguien que según el profesor William Gale, de Brookings Institution, “le cambió la cara a las finanzas públicas”. En la última década dedicó particular atención a la crisis Subprime<sup>10</sup>, el futuro de los sistemas previsionales y, más recientemente, a la guerra comercial entre Estados Unidos y la República Popular China.

La siguiente lista de publicaciones es apenas una pequeña muestra del vigor intelectual de un economista fuera de lo común, cuya influencia perdurará por varias décadas:

<sup>7</sup> “Argentina’s Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis”. *Foreign Affairs*, 81 (2), 8-14.

<sup>8</sup> “Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation”, *Journal of Political Economy*, 82 (5), Sep-Oct. 1974, 905-926.

<sup>9</sup> El trabajo fue publicado en 1980 en *Economic Journal*, 90(358), 314-329. Una versión previa había sido publicada un año antes a través del National Bureau of Economic Research como *NBER Working Paper* N° 310.

<sup>10</sup> Ya en enero de 2008 advertía que era altamente probable una gran recesión, y que eran conocidas sus advertencias en varios medios sobre la necesidad de aplicar una fuerte baja de impuestos para evitar una gran caída del ingreso disponible de los estadounidenses.

- "Economic Analysis, Operation Research and the National Health Service," *Oxford Economic Papers*, 15 (1), March 1963, pp. 19-31.
- "Net Social Benefit Calculation and the Public Investment Decision," *Oxford Economic Papers*, 16 (1), March 1964, pp. 114-131.
- "The Social Time Preference Discount Rate in Cost Benefit Analysis," *The Economic Journal*, 74 (294), June 1964, pp. 360-379.
- "Hospital Bed Scarcity: An Analysis of the Effects of Interregional Differences," *Economica*, November 1965, 32 (128), pp. 393-409.
- "Uncertainty and Forward Exchange Speculation," *Review of Economics and Statistics*, 50 (2), May 1968, pp. 182-192.
- "Mean-Variance Analysis in the Theory of Liquidity Preference and Portfolio Selection," *Review of Economic Studies*, 1969, 36(1), pp. 5-12.
- "The Effects of Taxation on Risk-Taking," *Journal of Political Economy*, Sept-Oct. 1969, 77(5), pp. 755-764.
- "The Fundamental Determinants of the Interest Rate," (with O. Eckstein), *Review of Economics and Statistics*, 52 (4), November 1970, pp. 363-375.
- "Equity and Efficiency in Public Sector Pricing: The Optimal Two-Part Tariff," *Quarterly Journal of Economics*, 86 (2), May 1972, pp. 175-187.
- "The Welfare Loss of Excess Health Insurance," *Journal of Political Economy*, 81 (2), Part 1, March-April 1973, pp. 251-280.
- "Econometric Studies of Health Economics," in *Frontiers of Quantitative Economics II, Vol. 2*, M. Intriligator and D. Kendrick (eds.), Amsterdam: North-Holland Publishing Company, 1974.
- "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation," *Journal of Political Economy*, 82 (5), pp. 905-926, September-October 1974.
- "Social Security and Saving: The Extended Life Cycle Theory," *American Economic Review*, 1976, 66(2), pp. 77-86.
- "Tax Subsidies, the Rational Demand for Insurance and the Health Care Crisis," (with B. Friedman), *Journal of Public Economics*, 7 (2), 1977 pp. 155-178.
- "The Welfare Cost of Capital Income Taxation," *Journal of Political Economy*, 86 (2), Part 2: Research on Taxation, April 1978, pp. S29-S51.
- "Inflation, Tax Rules and the Long-Term Interest Rate," (con Lawrence Summers), *Brookings Papers on Economic Activity*, 9 (1), January 1978, pp 61-109.
- "Domestic Savings and International Capital Flows," (con Charles Horioka), *Economic Journal*, June 1980, 90 (358), pp 314-329.
- "Private Pensions and Inflation," *American Economic Review*, 71 (2), May 1981, pp 424-428.
- "The Conceptual Foundations of Supply Side Economics," en *Supply Side Economics in the 1980's, Proceedings of a Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Atlanta and the Emory University Law and Economics Center*, March 18, 1982.
- "Unemployment Insurance and Reservation Wages," (con James Poterba), *Journal of Public Economics*, 23(1-2), February-March 1984, pp 141-167.
- "The Optimal Level of Social Security Benefits," *Quarterly Journal of Economics*, 10(2), May 1985, pp 303-320.
- "Debt and Taxes in the Theory of Public Finance," *Journal of Public Economics*, 28(2), November 1985, pp 233-245.
- "The Effects of Fiscal Policies When Incomes are Uncertain: A Contradiction to Ricardian Equivalence," *American Economic Review*, 78(1), March 1988, pp 14-23.
- "The Second-Best Theory of Differential Capital Income Taxation," *Oxford Economic Papers*, 42 (1), January 1990, pp. 256-267.
- "The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GDP," (con James Stock) en N. Gregory Mankiw (ed.) *Monetary Policy*, University of Chicago Press, 1994, pp 7-70.
- "The Political Economy of The European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 4, Fall 1997, pp 23- 42
- "Can State Taxes Redistribute Income?" (con Marian Vaillant), NBER Working Paper No. 4785, (June 1994). *Journal of Public Economics*, Vol. 68, No. 3, June 1998, pp 369-396.
- "The Transition Path in Privatizing Social Security." (con Andrew Samwick) En M. Feldstein (ed.) *Privatizing Social Security*, Chicago University Press, 1998, pp. 215-264.
- "Tax Avoidance and the Deadweight Loss of the Income Tax," in *Review of Economics and Statistics*, November 1999, 81(4): pp 674-680.
- "Social Security Pension Reform in China," en A. Chen, G. G. Liu y K. H Zhang (eds) *Urbanization and Social Welfare in China*, Cap. 1. Routledge.

- "The Distributional Effects of an Investment-Based Social Security System," (con Jeffrey Liebman) *NBER Working Paper 7492*, January 2000, in *M. Feldstein and J. Liebman, Distributional Aspects of Social Security and Social Security Reform*, Chicago: University of Chicago Press, 2002.
- *Social Security Pension Reform in Europe*, ed. con Horst Siebert. University of Chicago Press, 2002.
- "Social Security," (con Jeffrey Liebman) *NBER Working Paper No. 8451*, September 2001. También en *The Handbook of Public Economics*, edited with Alan Auerbach, Vol. 4, 2002.
- "Structural Reform of Social Security," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, Issue 2, pp. 33-55 Spring 2005.
- "What Powers for the Federal Reserve?" *Journal of Economic Literature*, 48 (1), February, 2010, pp. 134-145.
- "The Mirrlees Review", *Journal of Economic Literature*, 50 (3), August, 2012, pp. 781-790.
- "Why is Growth better in the United States than in other Industrial Countries", *NBER Working Paper 23221*, March 2017
- "Options for Corporate Tax Reform in 2017," en *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2017, pp. 401-408.
- "America's Exploding Fiscal Deficit", *Project Syndicate*, May 29, 2018.
- "Global Aging and Fiscal Solvency", *Project Syndicate*, July 2, 2018.
- "The China Tariff Mess", *Project Syndicate*, September 28, 2018.
- "How to Save Social Security Systems", *Project Syndicate*, November 28, 2018.
- "There Is No Sino-American Trade War", *Project Syndicate*, January 29, 2019.
- "Will the US Capitulate to China?", *Project Syndicate*, February 25, 2019.

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2019		julio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>
<b>INDEC:</b> Uso de la capacidad instalada industria. Mayo 2019	<b>INDEC:</b> IPC Junio de 2019. <b>BCRA:</b> Informe de Política Monetaria. <b>Bureau of Labor Statistics EE.UU.:</b> Precios de exportaciones e importaciones. Junio de 2019.	<b>INDEC:</b> Índice de Costo de la Construcción. Junio de 2019. Índice de Precios Mayoristas. Junio de 2019.		<b>Bureau of Labor Statistics EE.UU.:</b> Empleo y desempleo por estados.		
<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>
<b>Bco. Central de Brasil:</b> Informe Semanal Focus. Proyecciones de la Economía de Brasil.	<b>INDEC:</b> Encuesta de Centros de Compras. Mayo de 2019. Encuesta de Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Mayo de 2019.		<b>INDEC:</b> Intercambio Comercial Argentino. Junio de 2019. Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Junio de 2019. <b>Banco Central Europeo:</b> Reunión del Consejo de Gobierno.			
<b>29</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	01	02	03	04
<b>Banco de Japón:</b> Reunión de Política Monetaria. <b>Bco. Central de Brasil:</b> Informe Semanal Focus. Proyecciones de la Economía de Brasil.	<b>Banco de Japón:</b> Reunión de Política Monetaria	<b>INDEC:</b> Índice de Salarios. Mayo de 2019. <b>Reserva Federal EE.UU.:</b> Reunión Comité de Mercado Abierto.				
2019		agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
29	30	31	<b>01</b>	<b>02</b>	<b>03</b>	<b>04</b>
			<b>Ministerio de Hacienda:</b> Recaudación tributaria Julio de 2019. <b>BCRA:</b> Informe de Seguimiento de la Meta de Base Monetaria. <b>Reserva Federal EE.UU.:</b> Reunión Comité de Mercado Abierto. <b>Banco de Inglaterra:</b> Reunión Comité de Política Monetaria.	<b>BCRA:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). <b>Bureau of Labor Statistics EE.UU.:</b> Situación del empleo. Julio de 2019.		
<b>05</b>	<b>06</b>	<b>07</b>	<b>08</b>	<b>09</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>Bco. Central de Brasil:</b> Informe Semanal Focus. Proyecciones de la Economía de Brasil.	<b>INDEC:</b> Índice de Producción Industrial Manufact. Junio de 2019. Indicadores actividad de la construcción. Junio de 2019.	<b>INDEC:</b> Estadísticas de Comercio Exterior 2° Trimestre 2019. <b>BCRA:</b> Informe Monetario Mensual.	<b>INDEC:</b> Índices de Precios y Cantidades de Comercio Exterior 2° Trimestre 2019.			Elecciones Primarias Abiertas Simultánea y Obligatorias: Nacionales, Ciudad de Bs. Aires, y pcias. de Buenos Aires, Catamarca y Santa Cruz.

INDICADORES

Indicador	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19
<b>Precios</b>														
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	2,1%	3,7%	3,1%	3,9%	6,5%	5,4%	3,2%	2,6%	2,9%	3,8%	4,7%	3,4%	3,1%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	2,7%	4,1%	3,2%	3,4%	7,6%	4,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,9%	4,6%	3,8%	3,2%	s/d
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,3%	5,2%	4,0%	4,0%	7,0%	5,9%	3,4%	1,7%	3,4%	5,7%	6,0%	2,5%	2,4%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,9%	3,9%	2,8%	4,1%	6,6%	5,1%	2,9%	2,8%	2,8%	3,8%	4,8%	3,2%	3,0%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	2,6%	4,2%	2,9%	3,2%	7,8%	4,3%	3,2%	2,9%	2,9%	3,7%	4,3%	3,7%	3,3%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % m/m	2,3%	3,7%	2,7%	3,7%	6,0%	5,3%	2,8%	2,4%	3,8%	3,4%	4,0%	3,7%	3,1%	s/d
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	26,3%	29,5%	31,2%	34,4%	40,5%	45,9%	48,5%	47,6%	49,3%	51,3%	54,7%	55,8%	57,3%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	23,6%	26,9%	28,7%	31,2%	38,9%	43,3%	46,2%	47,7%	49,9%	52,5%	55,5%	58,0%	58,8%	s/d
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	22,3%	27,5%	31,0%	33,5%	40,4%	46,4%	49,6%	51,2%	53,0%	58,3%	64,0%	66,2%	64,9%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	26,4%	29,5%	30,9%	34,2%	40,3%	45,5%	48,0%	47,1%	48,9%	50,7%	54,1%	55,1%	56,8%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	24,0%	27,3%	28,7%	30,9%	38,6%	42,9%	45,6%	46,9%	49,0%	51,3%	53,9%	56,4%	57,4%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	27,2%	29,8%	31,0%	33,6%	39,5%	44,6%	46,8%	45,5%	48,6%	49,7%	52,5%	53,4%	54,7%	s/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>														
Mediana	25,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	40,0	30,0	30,0
Media	33,3	35,8	32,2	35,3	40,4	39,9	38,3	35,7	39,2	36,9	40,8	40,6	36,6	34,5
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>														
Ingresos Totales	33,4%	36,5%	25,6%	32,3%	36,6%	45,6%	35,4%	27,4%	38,7%	48,3%	33,3%	43,8%	53,0%	69,4%
Gastos Totales	17,8%	22,1%	35,4%	18,7%	30,1%	40,5%	40,2%	27,9%	49,2%	51,2%	33,1%	45,3%	51,6%	42,6%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	30,2%	33,9%	21,1%	26,4%	30,8%	39,8%	30,9%	27,7%	36,9%	42,5%	38,7%	46,3%	53,8%	72,7%
Gastos Primarios	17,9%	26,8%	19,1%	20,8%	26,5%	30,4%	32,2%	21,9%	33,0%	29,3%	30,2%	36,2%	35,5%	37,1%
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>														
Recaudación total	41,6%	31,6%	23,7%	32,6%	32,0%	42,2%	33,7%	36,0%	38,9%	40,4%	37,3%	51,2%	47,8%	52,1%
Dirección General Impositiva	38,2%	46,9%	32,0%	45,3%	37,5%	56,3%	41,2%	49,4%	49,4%	43,2%	42,2%	55,0%	49,0%	43,4%
Dirección General de Aduanas	60,0%	48,3%	68,2%	40,6%	74,0%	63,4%	6,4%	9,5%	2,5%	8,9%	9,9%	16,5%	46,9%	31,1%
Sistema de Seguridad Social	24,5%	28,2%	20,9%	22,7%	22,4%	25,0%	23,1%	23,7%	28,5%	30,4%	27,3%	33,7%	32,2%	32,0%

Indicador	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>														
Indice	36,1	36,0	36,3	36,2	33,7	32,6	32,1	36,0	33,1	36,0	34,8	34,4	36,5	40,6
Var. % m/m	-10,0%	-0,3%	0,8%	0,0%	-7,0%	-3,1%	-1,7%	12,1%	-8,0%	8,9%	-3,5%	-1,1%	6,0%	11,2%
Var. % a/a	-21,2%	-14,4%	-14,6%	-23,9%	-34,0%	-36,1%	-37,2%	-16,7%	-26,7%	-17,8%	-20,6%	-14,2%	1,1%	12,8%
<b>Indicadores de Actividad</b>														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-4,8%	-6,5%	-2,9%	-1,9%	-6,2%	-4,6%	-7,4%	-6,6%	-5,7%	-4,7%	-6,8%	-1,3%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-2,1%	-1,6%	1,3%	1,3%	-2,0%	0,9%	-1,9%	0,4%	0,5%	0,1%	-1,3%	0,8%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	6,8%	-4,7%	-31,0%	-35,8%	-44,1%	-50,0%	-57,9%	-46,4%	-53,4%	-58,8%	-57,6%	-60,9%	-63,1%	-34,1%
Var m/m, con estacionalidad	2,3%	-17,2%	3,2%	-2,3%	-19,0%	-12,7%	-11,1%	46,3%	-38,0%	1,2%	10,9%	-15,5%	-1,8%	30,6%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-0,8%	-6,7%	-4,3%	-7,3%	-9,3%	-3,0%	-8,0%	-10,7%	-10,5%	-6,5%	-12,0%	-9,3%	-6,1%	s/d
Var m/m, desest.	-1,4%	-2,4%	-0,3%	-2,3%	-0,2%	0,4%	-1,7%	-1,6%	0,2%	0,0%	0,1%	-0,4%	1,8%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,1%	-8,1%	-6,4%	-6,1%	-12,6%	-8,4%	-13,8%	-14,8%	-10,9%	-8,5%	-13,4%	-8,8%	-6,9%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	7,0%	-0,1%	0,7%	0,0%	-3,8%	-6,4%	-15,9%	-20,6%	-15,7%	-5,3%	-12,3%	-7,5%	-3,4%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	7,4%	-5,4%	-7,5%	-12,0%	-14,4%	-17,3%	-30,4%	-31,8%	-20,1%	-13,2%	-16,3%	-17,1%	-12,1%	-13,9%
Var. % m/m, desest.	-5,0%	-9,1%	7,7%	-6,7%	-1,1%	-9,9%	-7,3%	-6,6%	3,3%	5,3%	9,7%	3,7%	-1,4%	-0,5%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-3,9%	-3,0%	-5,8%	0,0%	-9,9%	-8,9%	-17,9%	-17,9%	-14,2%	1,5%	-12,0%	-5,1%	4,7%	-11,3%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>														
Exportaciones en USD	5.136	5.136	5.407	5.179	5.013	5.355	5.349	5.282	4.586	4.464	5.136	5.305	6.017	s/d
Var. % a/a	-6,4%	-0,3%	2,2%	-1,6%	-4,8%	1,4%	14,6%	15,4%	-4,7%	3,7%	-5,0%	1,9%	16,5%	s/d
Importaciones en USD	6.447	5.458	6.179	6.310	4.699	5.077	4.365	3.913	4.214	4.004	3.953	4.174	4.644	s/d
Var. % a/a	6,3%	-7,5%	2,3%	-0,1%	-21,2%	-18,2%	-29,2%	-27,1%	-26,5%	-22,9%	-33,7%	-31,6%	-28,0%	s/d
Saldo Comercial en USD	-1.311	-322	-772	-1.131	314	278	984	1.369	372	460	1.183	1.131	1.373	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	227,8	215,7	207,3	207,4	200,2	203,8	200,6	202,3	204,6	204,6	203,0	202,5	199,9	213,3
Var. % a/a	16,5%	10,5%	0,9%	5,6%	1,1%	2,6%	-0,2%	0,8%	0,7%	-3,9%	-6,5%	-9,4%	-12,2%	-1,1%

Indicador	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19
<b>Indicadores Monetarios</b>														
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>1.023,7</b>	<b>1.065,5</b>	<b>1.110,7</b>	<b>1.197,1</b>	<b>1.270,8</b>	<b>1.252,1</b>	<b>1.256,3</b>	<b>1.336,8</b>	<b>1.345,6</b>	<b>1.343,2</b>	<b>1.314,4</b>	<b>1.324,8</b>	<b>1.342,6</b>	<b>1.341,9</b>
Circulante	740,1	744,5	772,4	764,1	758,4	748,1	737,0	794,3	835,8	805,7	807,1	816,9	823,5	850,4
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.216,8	1.202,0	1.338,3	1.182,0	1.077,5	1.052,4	1.224,0	1.159,4	1.296,8	1.356,4	1.449,8	1.669,2	1.528,1	1.540,1
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.188,1	1.049,8	1.001,9	920,3	766,6	751,1	769,2	737,8	806,2	884,8	951,9	990,0	1.020,6	1101,3
(b) Pasivos netos por pases	8,2	24,5	16,0	6,6	10,4	7,9	6,2	9,3	13,2	3,2	3,4	1,2	5,2	4,4
(c) Depósitos del Gobierno	20,5	127,8	320,4	255,1	300,6	293,4	448,6	412,3	477,4	468,4	494,5	677,9	502,3	434,4
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>54,0</b>	<b>53,3</b>	<b>60,1</b>	<b>55,9</b>	<b>50,3</b>	<b>49,0</b>	<b>52,6</b>	<b>57,0</b>	<b>66,2</b>	<b>67,0</b>	<b>68,0</b>	<b>72,7</b>	<b>67,7</b>	<b>64,2</b>
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>14,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,3</b>	<b>13,6</b>	<b>12,4</b>	<b>14,0</b>	<b>14,8</b>	<b>14,3</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>	<b>16,9</b>	<b>16,4</b>
<b>(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$)</b>	<b>52,3</b>	<b>54,1</b>	<b>53,1</b>	<b>53,5</b>	<b>61,7</b>	<b>65,3</b>	<b>61,7</b>	<b>58,1</b>	<b>51,5</b>	<b>51,2</b>	<b>51,8</b>	<b>52,4</b>	<b>56,5</b>	<b>60,3</b>
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>23,7</b>	<b>26,5</b>	<b>27,6</b>	<b>30,1</b>	<b>38,6</b>	<b>37,1</b>	<b>36,5</b>	<b>37,9</b>	<b>37,4</b>	<b>38,4</b>	<b>41,4</b>	<b>43,2</b>	<b>44,9</b>	<b>43,7</b>
<b>Depósitos bancarios</b>														
<b>Saldos promedio mensuales</b>														
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>2.814,7</b>	<b>2.940,2</b>	<b>3.095,8</b>	<b>3.307,5</b>	<b>3.600,4</b>	<b>3.607,8</b>	<b>3.734,1</b>	<b>3.916,2</b>	<b>3.970,1</b>	<b>4.022,6</b>	<b>4.154,1</b>	<b>4.228,4</b>	<b>4.390,0</b>	<b>4398,2</b>
Sector privado	2.102,4	2.212,3	2.323,1	2.448,7	2.696,5	2.720,7	2.805,9	3.031,1	3.105,3	3.211,4	3.353,6	3.444,5	3.573,6	3630,8
Sector público	712,3	727,8	772,7	858,7	903,9	887,1	928,2	885,0	864,8	811,2	800,5	783,9	816,4	767,4
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>2.107,8</b>	<b>2.140,2</b>	<b>2.237,2</b>	<b>2.357,6</b>	<b>2.416,5</b>	<b>2.470,9</b>	<b>2.610,3</b>	<b>2.677,1</b>	<b>2.742,4</b>	<b>2.755,5</b>	<b>2.747,0</b>	<b>2.730,8</b>	<b>2.820,3</b>	<b>2.878,6</b>
Sector privado	1.486,5	1.514,8	1.566,4	1.608,1	1.649,8	1.715,5	1.805,2	1.950,9	2.003,2	2.074,1	2.124,0	2.153,6	2.203,0	2.286,6
Sector público	621,3	625,4	670,8	749,5	766,7	755,4	805,1	726,1	739,2	681,4	623,0	577,3	617,3	592,0
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>706,9</b>	<b>800,0</b>	<b>858,6</b>	<b>949,9</b>	<b>1.183,9</b>	<b>1.136,9</b>	<b>1.123,8</b>	<b>1.240,1</b>	<b>1.246,0</b>	<b>1.267,1</b>	<b>1.407,1</b>	<b>1.497,6</b>	<b>1.569,6</b>	<b>1.519,6</b>
Sector privado	615,9	697,6	756,7	840,6	1.046,7	1.005,2	1.000,6	1.080,2	1.102,0	1.137,3	1.229,2	1.291,0	1.369,8	1.344,2
Sector público	91,1	102,4	101,9	109,3	137,2	131,7	123,2	159,9	143,9	129,8	178,0	206,7	199,8	175,4
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>30,0</b>	<b>30,1</b>	<b>31,0</b>	<b>31,8</b>	<b>30,7</b>	<b>30,7</b>	<b>30,9</b>	<b>32,7</b>	<b>33,3</b>	<b>33,0</b>	<b>34,2</b>	<b>34,7</b>	<b>35,0</b>	<b>34,7</b>
Sector privado	26,1	26,2	27,4	28,1	27,2	27,4	27,5	28,5	29,5	29,7	29,9	29,9	30,5	30,7
Sector público	3,9	3,9	3,7	3,7	3,6	3,3	3,4	4,2	3,8	3,4	4,3	4,8	4,5	4,0
<b>Tasas de interés</b>														
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual)</b>	<b>39,2</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>	<b>43,6</b>	<b>60,2</b>	<b>71,8</b>	<b>64,1</b>	<b>59,4</b>	<b>57,4</b>	<b>47,6</b>	<b>61,2</b>	<b>68,5</b>	<b>71,8</b>	<b>66,8</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>														
Call en pesos entre bancos privados	36,5	28,6	46,1	42,8	60,2	69,3	58,5	55,3	54,1	43,7	51,9	64,5	68,0	70,3
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	42,3	43,2	50,9	49,2	67,4	78,2	73,0	65,0	61,1	52,0	60,6	68,9	73,3	66,9
Préstamos personales	41,2	44,4	46,9	48,5	56,5	63,4	64,5	63,9	64,1	62,1	60,6	63,4	67,0	53,0
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>														
BADLAR	26,5	28,6	32,4	32,7	38,5	48,0	50,3	48,7	45,7	38,0	40,4	48,5	52,5	51,7
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	24,0	26,2	29,9	30,7	36,3	42,3	43,0	42,3	41,0	35,3	36,3	42,4	48,6	46,8
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	26,00	28,5	32,9	33,3	39,00	48,9	50,8	48,4	45,3	38,00	40,5	48,2	52,1	51,1