



Informe Económico Mensual

Instituto de Investigación

Nº 159 - Año 16 - 23 de marzo de 2018

Escriben en este número: Eloy Aguirre, Gustavo Martín, Héctor Rubini, Eliana Scialabba y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

Inflación. El IPC Nacional aumentó 2,4% en febrero (32,9% anualizado). La inflación interanual fue de 25,5%, la más alta desde abril de 2017.

LO IMPORTANTE

Reformas estructurales. La agenda del Gobierno comenzará a focalizarse en la campaña electoral para las elecciones de 2019, lo que tornará inviable la concreción de reformas estructurales, al menos hasta el 2020.

LO QUE HAY QUE SABER

Incertidumbre sobre la política económica en marcha. El Gobierno enfrenta un clima de creciente escepticismo e incertidumbre, con bajo crecimiento económico y una inflación que no converge a las metas del BCRA.

Escenario adverso para la industria. A la incertidumbre local de la política monetaria, cambiaria y fiscal y los crecientes costos laborales e impositivos, hay que sumarle los cambios en el contexto internacional, con tasas de interés en aumento e iniciativas proteccionistas como la suba de aranceles de los EE.UU. a sus importaciones de acero y aluminio.

Sigue la tensión entre dólar y tasas. Los mercados de futuros del dólar y del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA indican que el dólar cerraría en torno de los \$22 a fin de año. La suba del tipo de cambio se mantendrá controlada gracias a las liquidaciones del agro y el elevado stock de reservas internacionales del BCRA (U\$S 62.300 M)

Datos positivos de la economía de los EE.UU. Los datos más benignos de variación salarial e inflación de EE.UU. trajeron alivio a los inversores, fortaleciendo el optimismo en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, la estabilidad financiera internacional puede verse amenazada en caso de profundizarse el avance de las iniciativas proteccionistas del presidente de los EE.UU., Donald Trump.

Mejora en los precios de los commodities. Se espera una baja en la oferta mundial de soja, debido a la sequía en Argentina y el precio del petróleo podría seguir subiendo si la OPEP decide reducir su producción. Los precios de los metales podrían mostrar mayor volatilidad por los aranceles de EEUU.

LO QUE VIENE

Ley de Mercado de Capitales. Probable aprobación de una nueva Ley para dar impulso a los mercados locales y a instrumentos de financiamiento para pequeñas y medianas empresas.

Elecciones en Paraguay. La campaña electoral ingresa en su tramo final, hasta las elecciones presidenciales del próximo 22 de abril. Las últimas encuestas indican un empate técnico entre el candidato del Partido Colorado, Mario Abdo Benítez y el opositor Efraín Alegre que promete una dura lucha contra la corrupción.

Avances en el proteccionismo de Donald Trump: El Presidente de los Estados Unidos está evaluando la aplicación de nuevos aranceles sobre importaciones chinas por U\$S 60.000 M de los sectores de informática y telecomunicaciones. También está en estudio un paquete de aranceles sobre importaciones chinas de los sectores textil, calzado y juguetes.

Decano Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Héctor F. 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

PANORAMA DE ARGENTINA

INFLACIÓN, SEQUÍA E INCERTIDUMBRE

Héctor Rubini

El Gobierno enfrenta un clima de creciente escepticismo e incertidumbre, con bajo crecimiento económico y una inflación que no converge a las metas del BCRA. La aproximación a las elecciones presidenciales de 2019 incentiva al Gobierno a postergar reformas profundas hasta 2020.

En las últimas cuatro semanas no se han observado cambios relevantes en las variables económicas, salvo las subas del dólar contenidas con las ventas de divisas del BCRA. El escenario político, en cambio, ha cobrado mayor fluidez, ante la percepción de varios frentes de desencanto de parte de la población con la gestión del Gobierno:

- a) el impacto del ajuste de las tarifas públicas sobre la inflación, que muestra signos de aceleración,
- b) cierta ineficacia de las autoridades ante el recrudecimiento de episodios de inseguridad, especialmente en el conurbano bonaerense,
- c) el impacto negativo sobre la rentabilidad empresarial y la apertura de vacantes laborales de los aumentos de tarifas públicas, precios de combustibles, costos de transporte, tasas municipales e impuestos provinciales,
- d) las más frecuentes críticas de economistas del sector privado a las políticas macroeconómicas en curso,
- e) el deterioro esperable en la cosecha de granos gruesos y en la cadena de pagos de buena parte del interior del país por la aguda sequía de este verano.

Los medios de prensa han reflejado varias noticias desfavorables para las autoridades. Por un lado, el traspie del ministro de Hacienda, quien en España afirmó que cuenta con pocas herramientas para combatir la inflación. Luego sufrió un serio entredicho con un economista argentino residente en Madrid que le cuestionó en una conferencia de prensa el discurso oficial sobre una aparente reducción de la pobreza, y la contradicción entre la intención de atraer inversores a nuestro país, cuando el ministro tiene sus ahorros en el exterior. A este yerro comunicacional se sumaron varios más. Por un lado, la renuncia del Subsecretario General de la Presidencia, Valentín Díaz Gilligan, ante la denuncia del diario español “El País” de ser titular de cuentas en Andorra, no declaradas en nuestro país. Luego, las denuncias mediáticas (hasta ahora) contra el ministro de Finanzas Luis Caputo por su aparente titularidad de firmas offshore en 2015, si bien las revelaciones periodísticas al respecto se conocen desde noviembre del año pasado¹. A su vez, recrudeció el conflicto entre el Gobierno y varios líderes sindicales que empezaron a ser investigados judicialmente. Esto motivó una movilización contra el Gobierno impulsada por el líder camionero Hugo Moyano el pasado 21 de febrero, que no fue acompañado por la cúpula de la Confederación General del Trabajo. Sin embargo, las críticas contra las políticas económicas no cedieron, y aun así, el Presidente Macri no ofreció iniciativas de gran impacto en su discurso del 1º de marzo cuando inauguró las sesiones del Congreso Nacional.

Como era de esperar, las encuestas de opinión reflejaron un deterioro en la imagen del Gobierno. La reacción oficial ha sido el impulso al debate parlamentario de un proyecto de ley de despenalización del aborto. Formalmente fue presentado con la firma de 71 legisladores oficialistas y opositores, y su debate en comisiones comenzaría la semana próxima. El impacto comunicacional parecía revertir el clima adverso que se reflejaba en no pocas encuestas de opinión, pero el Ministro de Producción, Francisco Cabrera respondió a diversas críticas de la Unión Industrial Argentina (UIA) que “**hay que tener una agenda positiva y dejar de llorar**”, y que “**tengamos una agenda seria, adulta y donde trabajemos solucionando problemas, no en enunciar estupideces**”². El enojo de la conducción de la UIA parece haber quedado contenido luego del encuentro de esta semana con el Jefe de Gabinete, Marcos Peña. Sin embargo, **varios factores de riesgo asoman como amenaza para no pocas ramas industriales:**

- a) la presión tributaria provincial que ha aumentado en varias jurisdicciones,
- b) el costo financiero que no muestra ninguna baja realmente significativa,
- c) el nivel de tipo de cambio, considerado como relativamente “bajo” por varias ramas de actividad,
- d) el ingreso de importaciones de bienes terminados, que empieza a complicar a varios sectores manufactureros,

¹ Ver Alconada Mon, Hugo, Maia Jastreblansky e Iván Ruiz (2017): “Luis Caputo estuvo vinculado a un entramado de fondos offshore”. Diario *La Nación*, Buenos Aires, 5 de noviembre, en <https://www.lanacion.com.ar/2079604-luis-caputo-estuvo-vinculado-a-un-entramado-de-fondos-offshore>

² Ver: https://www.clarin.com/politica/cabrera-duro-empresarios-tener-agenda-positiva-dejarse-llorar_0_B1oERGuuM.html

e) el impacto por ahora incierto de la decisión del presidente Donald Trump de gravar con aranceles a las importaciones estadounidenses de acero y aluminio, y que podría extenderse a las importaciones de automóviles.

Como es de esperar, no se ha disipado la incertidumbre macroeconómica y sobre el rumbo de las políticas monetaria, cambiaria y de ingresos. Las recientes subas del tipo de cambio y de los precios tornan inviable una baja de tasas de interés (al menos con el actual régimen de metas de inflación). Los esfuerzos para contener las expectativas inflacionarias se concentraron en promover subas salariales en torno de la meta oficial del 15%. El sindicato de empleados de comercio aceptó una suba salarial de 15% para este año y una cláusula para negociar un eventual ajuste en enero del año próximo. A su vez, el de empleados del sindicato de Luz y Fuerza acordó una suba de 15% en dos tramos y una cláusula de revisión en septiembre de este año si a ese mes la inflación ya supera el 15%. **Pero el mayor conflicto es el de los docentes de la provincia de Buenos Aires, que siguen sin cerrar ningún acuerdo con el gobierno de María Eugenia Vidal.**

Inflación de febrero: lejos de las metas oficiales

Los números publicados ayer por el INDEC mostraron una inflación que sigue lejos de las metas del Gobierno y sin signos de desaceleración. Aun así, varios funcionarios han afirmado que está bajando

Sin embargo, el INDEC informó que en febrero el IPC Nacional creció 2,4% mensual, en línea con las proyecciones de la mayoría de consultoras privadas, y la inflación interanual medida con dicho índice muestra una tendencia **creciente**: en febrero ha sido de 25,5%, valor máximo observado desde julio de 2017.

Si se considera el promedio móvil a tres meses, la inflación mensual del período diciembre 2017- febrero 2018 ha sido de 2,5% promedio mensual, el máximo observado desde el trimestre septiembre-noviembre de 2017 en que fue el promedio mensual fue de 1,5%.

En cuanto a la llamada “inflación núcleo”, la de una canasta de bienes que no incluye a bienes con precios regulados o con subas estacionales, en febrero fue de 2,2%, la mayor desde abril de 2017. A su vez, su promedio móvil trimestral muestra viene en aumento: de 1,4% en septiembre-noviembre del año pasado a 1,5% para octubre-diciembre de 2017, 1,6% para el siguiente, y 1,9% en diciembre '17-febrero'18.

En de la Ciudad de Buenos Aires, la suba del IPC fue de 2,6%, también en línea con las proyecciones privadas. Los rubros con subas superiores a la del índice general fueron vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (3,9%), equipamiento y mantenimiento del hogar (3,2%), transporte (5,4%), comunicaciones (3,6%). Los gastos en salud, a su vez registraron un incremento igual al del IPC CABA (2,6%).

La incertidumbre macro no cede, por tanto, aunque es de esperar que empiece a despejarse hacia el mes de mayo. Un factor a favor para la estabilización de las expectativas será el cierre de los acuerdos salariales y otro, el Mundial de Fútbol en Rusia en el mes de junio, **pero en el sector privado y en no pocos medios se baraja la hipótesis de cambios en la conducción económica a ser completados hacia fines de ese mes.** A partir de entonces comenzará una etapa focalizada en la campaña para las elecciones presidenciales de 2019, para la cual el oficialismo espera imponerse, aunque ello dependerá de varios factores económicos no totalmente controlables:

a) los efectos futuros de la falta de lluvias sobre la producción agrícola, las exportaciones, el nivel de actividad, y la cadena de pagos en las provincias más grandes de la Pampa Húmeda,

b) el impacto sobre las tasas de interés del reciente anuncio del Ministro de Finanzas, de que no tomará más deuda en el exterior, y que financiará la brecha fiscal emitiendo deuda en el mercado local,

c) el comportamiento de la inflación: la suba de tarifas y del dólar han elevado las expectativas a no menos de 20% para este año,

d) la evolución del tipo de cambio, cada vez más incierta frente a una potencial reducción de oferta de dólares vía agroexportaciones y endeudamiento público en el exterior, y los recurrentes rumores -hasta ahora no convalidados- de cambios en la conducción del BCRA y del Ministerio de Hacienda,

e) el futuro del actual régimen de metas de inflación y de las metas modificada en diciembre pasado, ante la persistente aceleración de la inflación y un crecimiento de la oferta monetaria a mayor velocidad que la del PIB real: **a diciembre de 2017 la base monetaria creció 24,7% interanual mientras que el Estimador Mensual de Actividad Económica creció 2,0% interanual (2,4% desestacionalizado).**

El crecimiento de la actividad se percibe como inferior al deseado o esperado meses atrás, y la inflación como superior a las metas oficiales y a lo tolerable por buena parte de la población. La lentitud en avanzar hacia esos frentes

probablemente no cambie. La cercanía de las elecciones presidenciales de 2019 incentiva a las autoridades a pensar en reformas en serio recién para 2020. Si hasta entonces no se corregirá el déficit fiscal, y continuará la emisión de deuda del Tesoro, y del BCRA para absorber la monetización de los dólares captados vía deuda externa, **¿cuál sería el perfil de vencimientos a esa fecha? ¿a qué tasa de interés los mercados aceptarían nuevas emisiones de bonos?** Los reportes de varios bancos de inversión siguen siendo optimistas, pero ante la perspectiva de futuras tasas de interés en el exterior, y el atractivo de títulos de países asiáticos, el “furor” por deuda argentina parece haber quedado atrás.

A fin de 2017 el riesgo soberano (EMBI de JP Morgan) de la deuda del gobierno argentino era de 351 puntos básicos y el pasado 14 de marzo era de 423 p.b.. Para la deuda del gobierno de Brasil, a fin de año era de 240 p.b. y el 14 de marzo último, de sólo 245 p.b. No es más que una advertencia temprana de los mercados: **si no se reduce el déficit fiscal, el costo a pagar por el gobierno argentino para colocar nueva deuda voluntaria puede aumentar bastante más que el de otros países de la región.** Esto sólo se evita con políticas fiscales más disciplinadas y menor inflación que la de nuestro país. De no seguirse ese camino, podría apostarse a tomar deuda de organismos, como el Fondo Monetario Internacional, pero ello exigirá la adopción de una política fiscal más rigurosa que la actual.

LA INDUSTRIA EN JAQUE POR EL CONTEXTO INTERNO E INTERNACIONAL

Eliana Scialabba

La industria enfrenta un escenario adverso. A la incertidumbre local de la política monetaria, cambiaria y fiscal y los crecientes costos laborales e impositivos, hay que sumarle los cambios en el contexto internacional, con tasas de interés en aumento e iniciativas proteccionistas como la suba de aranceles de los EE.UU. a sus importaciones de acero y aluminio.

1. Contexto

El pasado lunes 12 de marzo, se reunieron el jefe de Gabinete, Marcos Peña y el Ministro de Producción, Francisco Cabrera, con representantes de la industria: Miguel Acevedo, presidente de la UIA, y los vicepresidentes, Luis Betnaza, representante de Techint y Daniel Funes de Rioja, director de la Copal, con el fin de “limar las asperezas” creadas por el gobierno, al llamar “llorones” a los empresarios del sector manufacturero. Si bien las tensiones parecen haberse relajado, o al menos, eso es lo que plantearon ambas partes luego de la reunión, los problemas distan de tener una solución en el corto plazo: la competitividad, la inversión y el incremento de la producción no son temas que pueden resolverse de un día para el otro, y según Acevedo, titular de la organización industrial, Argentina es “un país de salarios medios y productividad baja, tenemos que hacer un esfuerzo de productividad muy grande, remover obstáculos”³.

No obstante, para lograr una mejora a nivel microeconómico, es necesario un trabajo coordinado entre el gobierno y las empresas. Mientras que el gobierno debe llevar adelante políticas económicas para estabilizar la macroeconomía, permitiendo a las firmas incrementar la inversión; y las industrias deben fijarse como objetivos mejorar de productividad, diversificar de producción y generar valor agregado, con miras al competitivo mercado externo. Por otra parte, analizando la industria por sector productor, se observa la marcada heterogeneidad existente en el perfil productivo de la Argentina: mientras algunos sectores se encuentran en la frontera de la productividad internacional, exportando productos de alto valor agregado; otros están en el otro extremo, con baja productividad y altos niveles de informalidad.

2. Coyuntura: mirando la industria hacia el interior

De los doce sectores del Estimador Mensual Industrial (EMI) elaborado por el INDEC, seis presentaron incrementos en su nivel de producción respecto a enero de 2017, mientras que los seis restantes se contrajeron. Los sectores que más se expandieron durante el mes de enero fueron minerales no metálicos (14,8% i.a.), metálicas básicas (14,6% i.a.) y metalmecánica excluida la industria automotriz (4,9% i.a.), mientras que también aumentaron su producción el bloque papel y cartón, la elaboración de sustancias y productos químicos y la edición e impresión.

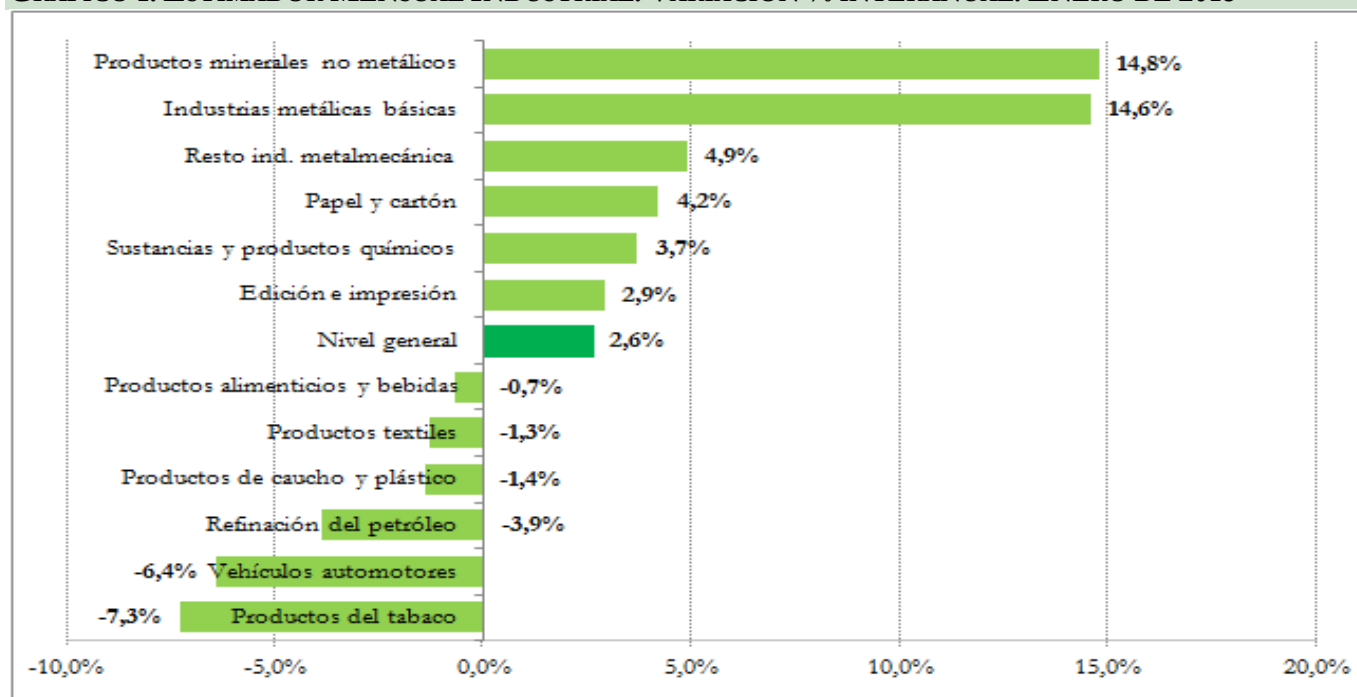
³ Funes de Rioja, Daniel (2018): "La diferencia es en los discursos, no de fondo", 12 de marzo. <https://www.lanacion.com.ar/2116241-reunion-uia-industria-gobierno-tension-funes-de-rioja-copal>

Para el mismo período, las mayores contracciones sectoriales se verificaron en productos del tabaco (7,3% i.a.), vehículos automotores (6,4% i.a.) y refinación del petróleo (-3,9% i.a.). Los otros sectores que disminuyeron su producción frente a enero del año anterior fueron productos de caucho y plástico, industria textil y alimentaria. Sin embargo, la contribución al crecimiento se ha explicado principalmente por la expansión de industrias metálicas básicas, que representaron 1,6 p.p., resto de industria metalmeccánica (0,7 p.p) y sustancias y productos químicos y productos minerales ni metálicos, ambas aportando 0,6 p.p. de la expansión.

Dentro de los principales sectores, se observa que la expansión del rubro minerales no metálicos se explica por el crecimiento del 17,4% i.a. de la producción de cemento y de otros materiales de la construcción que aumentaron un 15,9% i.a., debido a la dinámica expansiva de la obra pública y la puesta en marcha de proyectos privados⁴.

A su vez, el desempeño de las industrias metálicas básicas se explica principalmente por la dinámica de la actividad siderúrgica: la producción de acero crudo se expandió en enero un 18% respecto al mismo mes del año anterior; mientras que, según la Cámara Argentina del Acero, la producción de los laminados terminados en caliente aumentó un 23,6% i.a., destacándose los laminados planos (+30,8% i.a.)⁵.

GRÁFICO 1. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL. VARIACIÓN % INTERANUAL. ENERO DE 2018



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

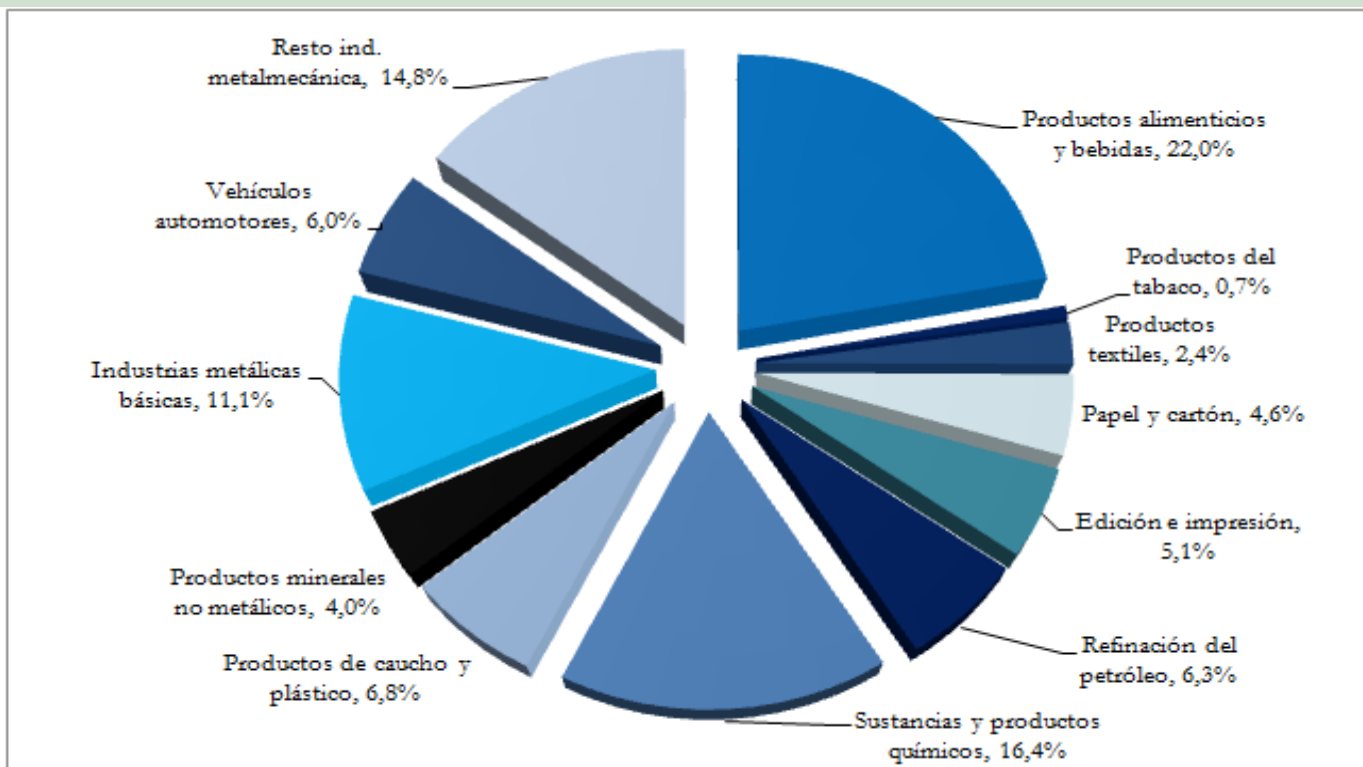
Ahora los industriales se encuentran en alerta frente a la suba de aranceles al acero (al 25%) y el aluminio (10%) implementado por los Estados Unidos: si bien desde el gobierno se encuentran negociando con Donald Trump para la exclusión del país, esto no será “gratis”, ya que las ventas representan US\$ 800 M⁶, en un contexto en el que las exportaciones se encuentran estancadas.

⁴ Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) del INDEC, el consumo interno de cemento muestra un crecimiento de 19,4% i.a.; ladrillos huecos (21,8% i.a.), placas de yeso (16,4% i.a.), pisos y revestimientos cerámicos (11,1% i.a.) y artículos sanitarios de cerámica (8,8% i.a.) https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/isac_02_18.pdf

⁵ De acuerdo al mencionado ISAC, se verifica un incremento de 35,5% i.a. en el consumo interno de hierro redondo para hormigón, traccionado por la construcción.

⁶ “Con dólar regulado y guerra comercial de fondo, la industria mide cuánto recalcular”, 9 de marzo de 2018. <https://www.cronista.com/columnistas/Con-dolar-regulado-y-guerra-comercial-de-fondo-la-industria-mide-cuanto-recalcular-20180309-0059.html>

GRÁFICO 2. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL.
ESTRUCTURA DE PONDERADORES POR SECTOR EN %. BASE 2004



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

El avance de enero de la industria metalmecánica, excluida la automotriz, se debe al aumento de la producción ligada a la construcción, actividad agrícola y energética, y línea blanca.

Por otra parte, productos alimenticios y bebidas, sector con mayor peso relativo en la industria (22% del total), presentaron una contracción del 0,7% i.a., con un heterogéneo comportamiento al interior del bloque: aumentó la producción de yerba mate y té (13,1% i.a.); lácteos (10,9%) y carnes rojas (9,1% i.a.); mientras que disminuyó la producción de azúcar y productos de confitería (18,2% i.a.), molinero de cereales y oleaginosas (9,3% i.a.), carnes blancas (3,1% i.a.) y bebidas (0,7% i.a.).

A su vez, la producción automotriz se contrajo un 6,4% i.a. Esta contracción se debe, en parte importante, a factores estacionales, ya que se verificaron paradas de planta relacionadas con el receso por vacaciones y adecuaciones de líneas de producción a nuevos proyectos.

Desde la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFSA) informaron que en el mes de febrero la producción se incrementó un 62,6% i.a., y comparando el primer bimestre de 2018 con el año previo, la industria automotriz se expandió un 20%, y las exportaciones subieron un 48,8% i.a., y un 30,7% i.a. en la comparación bimestral.

Las ventas a concesionarios aumentaron un 13% i.a. en febrero, totalizando las 77.733 unidades, y un 17% i.a. en el primer bimestre, acumulando 138.185 unidades en lo que va de 2018. Considerando exclusivamente las entregas a concesionarios de vehículos de producción nacional, estas crecieron un 17% i.a., alcanzando las 16.791 unidades en el mes de febrero, sumando 36.481 unidades en el primer bimestre (+4,1% i.a.).

3. Más allá de la coyuntura: problemas de largo plazo

Si bien hemos analizado en qué situación se encuentra la industria en general, y las ramas industriales en particular, como así también los principales problemas a los que se enfrenta a nivel coyuntural, es necesario realizar una mirada de largo plazo, a fin de vislumbrar hacia donde se dirige el sector y los desafíos a los que deberá enfrentarse. Entre

ellos, se hará mención especial a la Ley de Financiamiento Productivo, para luego analizar el nuevo contexto nacional e internacional.

a. Ley de Financiamiento Productivo

La heterogeneidad industrial no sólo se verifica a nivel interindustrial, sino también a nivel intraindustrial, debido a la diferencia de tamaño de plantas dentro de la misma rama de actividad. Mientras una empresa grande puede financiarse en el exterior a bajas tasas, una PyME debe pagar una tasa por encima del 30%.

De esta forma, el costo del financiamiento acentúa las diferencias hacia el interior del sector, y las pequeñas empresas no encuentran incentivos para invertir: de acuerdo a Bernardo Kosacoff, “se mantienen los altos costos logísticos, rigideces en el mercado laboral e impacta la suba de tarifas. El aparato productivo está operando a un nivel de actividad que se recompone lentamente, acompañado por una reducción de márgenes operativos⁷”.

En este contexto, el gobierno propuso tratar la Ley de Financiamiento Productivo, para mejorar el acceso de las PyMEs al financiamiento productivo a un costo menor que el vigente en el mercado. Entre los puntos más importantes de la ley deben destacarse: la facilitación de la operatoria PyME, la exención de impuesto a las Ganancias a inversiones del exterior con el fin de equiparar las ventajas locales, la creación de nuevos instrumentos de ahorro⁸ y la remoción de las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de intervenir empresas⁹.

Sin embargo, aunque la mencionada ley fue debatida en la Cámara Baja y recibió la aprobación, el 7 de marzo fue tratada en la Cámara Alta, y la Comisión Nacional de Economía e Inversión que pospuso la emisión del correspondiente dictamen. En la reunión del lunes 12 de marzo, la UIA pidió al Gobierno que se apruebe la ley, con el objetivo de facilitar y abaratar el financiamiento de las firmas a través del mercado de capitales.

b. Nuevo panorama internacional e inserción mundial

El mundo se encuentra en un escenario de incertidumbre, y los resultados de la marcha de la economía estadounidense estarían dando margen a la Reserva Federal para endurecer su política monetaria: Jerome Powell, nuevo *chairman* de la Fed anunció que la entidad continuará con la suba gradual de tasas de interés, debido al fortalecimiento del crecimiento económico, luego del recorte de impuestos aprobado en diciembre y la mejora en las exportaciones, en un escenario en el que la inflación que no supera la meta del 2%.

Este fortalecimiento del dólar a nivel global, sumado a factores internos, presiona a la cotización del tipo de cambio, encareciendo la producción de las industrias que cuentan con una matriz de producción insumo importado dependiente; a la vez que influye negativamente sobre la cotización de las *commodities*. Por otra parte, mientras Argentina se encuentra en un proceso de apertura de la economía luego de la gestión kirchnerista, el mundo con el que más se relaciona el país parece estar cerrándose. Si bien se analizó previamente el actual conflicto con los Estados Unidos por los aranceles al acero y el aluminio, debe recordarse que ocurrió lo mismo con los limones y el biodiesel argentino. No obstante, parece que esta será la nueva regla de la Casa Blanca, que busca poner en jaque el libre comercio mundial y hacer tambalear el equilibrio de poder entre China, Europa y los Estados Unidos.

Una buena noticia para las industrias argentinas es la reactivación de Brasil: luego de dos años de recesión, el IBGE informó que durante 2017 la economía creció un 1%: muestra de este resultado, el desempeño de las exportaciones automotrices al principal socio comercial durante el primer bimestre, dan cuenta de dicho repunte económico. Asimismo, el Banco Central de Brasil estima que durante 2018 la economía se expandirá un 2,9% y un 3% en 2019, recuperándose de la crisis de los años previos.

⁷ Con la industria a media máquina, las inversiones llegan sólo a algunos sectores, 9 de marzo de 2018. <https://www.lanacion.com.ar/2115315-la-industria-trabaja-a-media-maquina-claves-de-un-sector-estancado>

⁸ Por ejemplo, se crearían las “letras hipotecarias”, las cuales ajustarán por CER, y podrán transarse en el mercado de capitales como el resto de los activos financieros.

⁹ Que es la Ley de Financiamiento Productivo que Macri le pidió al Congreso que apruebe, 1 de marzo de 2018. <https://www.infobae.com/economia/2018/03/01/que-es-la-ley-de-financiamiento-productivo-que-macri-le-pidio-al-congreso-que-apruebe-en-el-inicio-de-sesiones/>

A nivel bilateral, el país se encuentra negociando con varios países, entre ellos Japón, Canadá, Alemania y Croacia. En el primer caso, ambos países se encuentran en las etapas finales de la negociación del Tratado Bilateral de Inversiones y el Acuerdo de Cooperación en Materia Aduanera, y en febrero una delegación del Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón (METI) e importantes empresas de los sectores de energía, minería, gas y petróleo estuvieron en el país con el objetivo de realizar inversiones en dichos sectores¹⁰.

4. Consideraciones finales

La industria se encuentra atravesando momentos de incertidumbre, no sólo a nivel nacional sino también internacional, debido a cambios en las estrategias productivas de los principales socios comerciales y las grandes potencias: esto indica que no sólo deben preocuparse por el “costo argentino”, eje de la discusión con el gobierno, sino también por ganar en productividad, competitividad y agregación de valor, para poder introducir los productos en el exterior.

Si bien desde el gobierno se están realizando algunos acuerdos con el exterior a fin de facilitar el intercambio entre países y atraer inversiones a sectores considerados estratégicos, la volatilidad macroeconómica aun frena el lanzamiento de nuevas ampliaciones de capital.

El “costo argentino” de mayor incidencia en todos los sectores analizados por la Cámara Argentina de Comercio (CAC)¹¹, es la carga impositiva, seguida de la logística e infraestructura, sobre la cual se están haciendo avances en materia de inversión pública; los costos laborales no salariales y los precios de insumos básicos. La Ley de Financiamiento Productivo podría generar una reducción de costo de financiamiento, permitiendo canalizar el ahorro privado a la inversión de PyMES, principales creadoras de empleo del país, debido al bajo acceso de las mismas al mercado financiero y de capitales.

En resumen, la industria tiene varios desafíos por delante, los cuales sólo podrán ser resueltos en la medida que exista un expreso compromiso entre el sector público y privado. Aún deben realizarse reformas económicas para mejorar el clima de negocios, pero es imperativo que el sector productor realice un esfuerzo para salir a competir al exterior. Sólo de esa forma el sector podrá salir del estancamiento en el que se encuentra sumido desde hace décadas.

DÓLAR: CONFUSIÓN E INCERTIDUMBRE EN AUMENTO

Gustavo Martín

Los datos de los mercados de futuros del dólar y del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA el dólar cerraría en torno de los \$22 a fin de año. La suba del tipo de cambio se mantendrá controlada gracias a las liquidaciones del agro y el elevado stock de reservas internacionales aun si el Gobierno dejara de ingresar más dólares vía deuda.

El 28 de diciembre de 2016, el dólar multilateral frente a una canasta de monedas¹² alcanzó su último máximo antes de entrar en una tendencia decreciente. En consecuencia, las monedas de los países emergentes comenzaron a tener una presión hacia la apreciación dado el creciente debilitamiento de la moneda de EE.UU. hasta febrero de este año.

¹⁰ Reysner: "Las inversiones japonesas pueden incrementarse de manera importante en la Argentina", 19 de febrero de 2018. <http://www.mrecic.gob.ar/reysner-las-inversiones-japonesas-pueden-incrementarse-de-manera-importante-en-la-argentina>

¹¹ Cámara Argentina de Comercio (2017): “El costo argentino”. Buenos Aires, Agosto 2017, http://www.cac.com.ar/data/documentos/11_CAC%20-%20Informe%20Costo%20Argentino%20-%20Agosto%202017.pdf

¹² La canasta se compone de las siguientes monedas: Euro (57.6%), Yen japonés (13.6%), Libra esterlina (11.9%), Dólar canadiense (9.1%), Corona sueca (4.2%) y Franco suizo (3.6%)

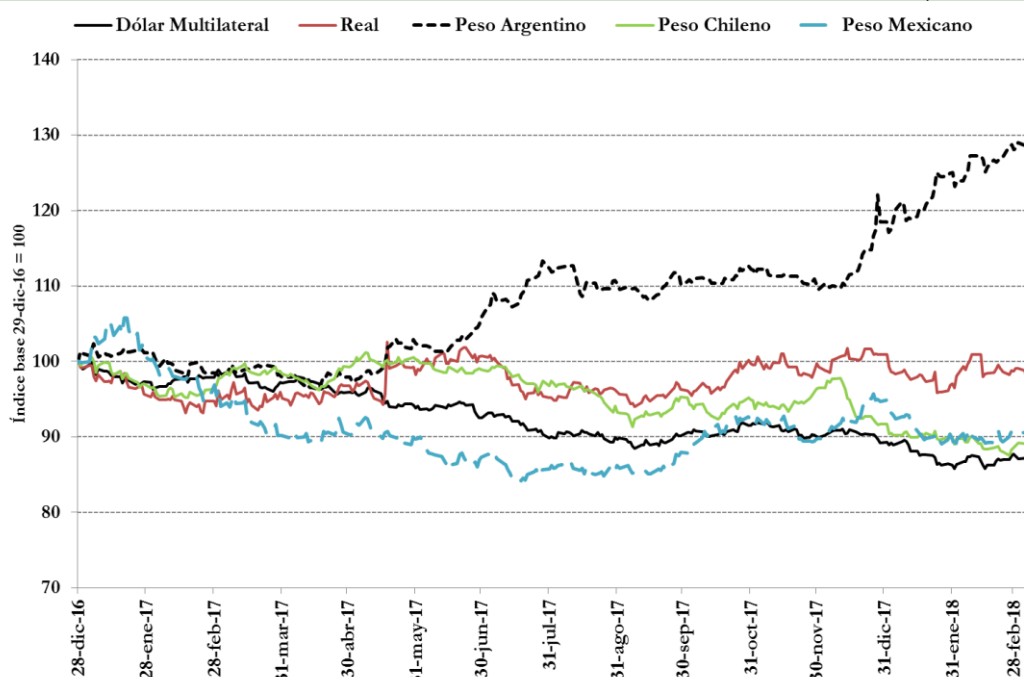
GRÁFICO 3: DÓLAR MULTILATERAL



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

En contraste, el peso argentino se depreció tanto frente al dólar como contra otras monedas en particular las de la región. Es más, es la moneda que más se ha depreciado desde principios de año en todo el mundo, cerca de un 9%. Tal comportamiento se explicaría en que el régimen de flotación (con intervenciones en el mercado cambiario del BCRA, de bancos públicos o del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del ANSeS) parece responder más a preferencias de mayor “exuberancia” de las autoridades políticas locales, y no de amortiguación de *shocks* de origen externo. Preferencias que podrían responder a cierta creencia de que depreciar la moneda local sea **la única** manera de generar competitividad en el corto plazo.

GRÁFICO 4: DÓLAR MULTILATERAL Y MONEDAS EMERGENTES LATINOAMÉRICA (BASE 29-12-16 = 100)



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

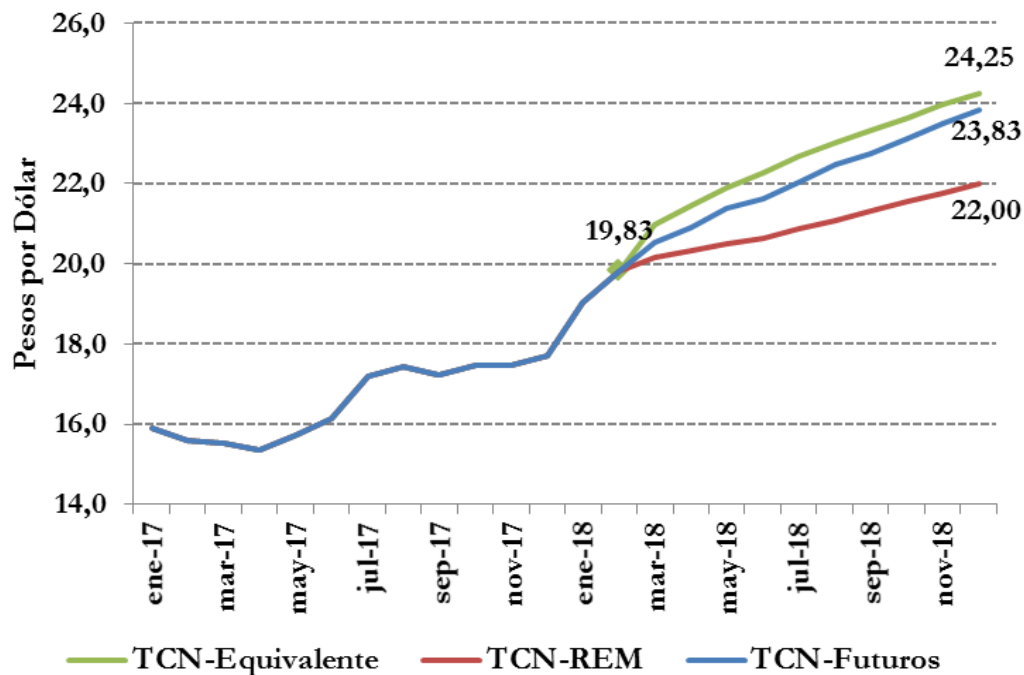
El caso más reciente de “exuberancia” local, fue la intromisión a fines del año pasado del gobierno nacional en la política monetaria del Banco Central. Luego de la conferencia de prensa del pasado 28 de diciembre de 2017, en que se anunciaron metas de inflación del BCRA más altas que las que había determinado previamente el Banco, la cotización del dólar se elevó bruscamente y no parecería encontrar un equilibrio aún. Es más, la escalada llevó a que la autoridad monetaria intervenga recientemente luego de ocho meses de inacción.

Desde dicha conferencia de prensa, las expectativas de inflación se incrementaron al tiempo que las de tasas de interés en pesos cayeron, por el relajamiento de la política monetaria para corregir hacia la nueva meta inflacionaria. Ello, dentro de un contexto en el que la economía todavía no ha alcanzado el ritmo de crecimiento adecuado para que aumente el consumo, ni tampoco para eliminar los efectos inflacionarios de la política fiscal expansiva, las subas de tarifas y las depreciaciones de la moneda local.

Asimismo, la volatilidad en la cotización del dólar aumentó considerablemente debido al cambio en las expectativas de inflación y de reducción en la tasa de política monetaria.

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que publicó el BCRA en febrero, incorporó los cambios en las expectativas¹³ de los economistas y arrojó como resultado una expectativa de \$21,88 para el dólar a fin de este año. Luego en la edición de marzo (estimaciones de fin de febrero) esta expectativa pasó a \$22 en diciembre de 2018.

GRÁFICO 5: EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg, ROFEX y BCRA

TCN-Equivalente: es el valor que debería tener el dólar para que los contratos de futuros sobre esa moneda rindan lo mismo que colocar los pesos a la tasa de interés de política monetaria estimada por el REM.

Si se toman los futuros del mercado ROFEX al 12 de marzo se observa que el dólar a diciembre de este año cotizaba en \$23,83 esto es \$1,83 por encima de la expectativa publicada por el REM. No obstante, al precio spot de ese día, si un inversor compraba ese dólar futuro y colocaba pesos a la tasa de política monetaria (21,75% anual) hasta que se ejerza dicho contrato futuro podría obtener una ganancia en pesos. Es decir, invertir \$1.000 al 21,75% anual durante 324 días (que sería al vencimiento del contrato de dólar futuro a diciembre de este año) implicaría obtener \$1.213 al final del período; mientras que \$1.000 al precio spot de ese día compraban US\$ 49 que al venderlos a \$23,83 en diciembre se

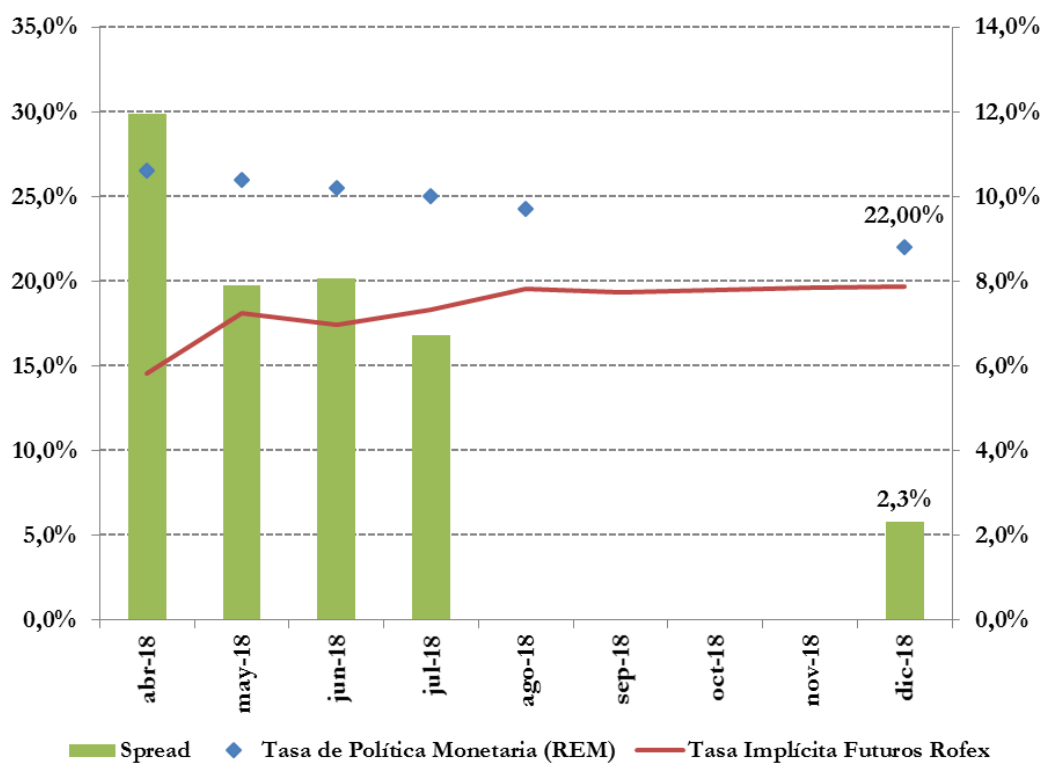
¹³ Cabe destacar que para la edición de enero de este año el BCRA no tomó en consideración las proyecciones realizadas con posterioridad a la conferencia de prensa. El envío de las mismas finalizaba ese día a las 15 horas y no había manera que los participantes realizaran los ajustes pertinentes a tiempo

convierten en \$1.175 o equivalentemente como si se hubiesen colocado estos pesos a una tasa inferior (18,15% anual) Existía por lo tanto una ganancia al invertir en pesos en vez de en dólares. ¹⁴

Para eliminar esta ventaja, se calculó un dólar-equivalente, que es aquel que si se transara en un mercado de futuros equivaldría a colocar pesos a la mediana de las expectativas de la tasa de política monetaria (21,75% anual) publicada en el REM de marzo. De esta manera, para que las inversiones en pesos o en dólares sean indiferentes el dólar tendría que cotizar a \$24,25 en diciembre de este año.

De la misma forma, si se supone que la tasa a las cuales se licitarán las LEBAC es la misma que la de política monetaria, el dólar equivalente muestra que todavía existe todavía una diferencia a favor para aquellos que realicen inversiones a esta tasa en pesos en vez de volcarse al dólar futuro (ya que este dólar es superior tanto al dólar futuro como a la expectativa del REM). En el día de la última licitación de LEBAC la diferencia entre tasas esperadas y a la que un inversor se podía financiar con dólar futuro¹⁵ llegaba a máximos de 500 puntos básicos en las tasas anuales de los plazos más cortos y era de 230 puntos básicos a diciembre de este año. Al 12 de marzo (7 días antes de la próxima licitación de LEBAC), estas tasas se comprimieron, pero estas diferencias siguen siendo positivas lo que implica que seguir operando en el mercado a la tasa de las LEBAC en pesos por ahora resulta más conveniente que comprar dólares dadas las expectativas de su cotización a fin de 2018.

GRÁFICO 6: TASA DE POLÍTICA MONETARIA VS. TASAS IMPLÍCITAS EN FUTUROS (9-MAR-18)



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg y BCRA

De esta manera, el *carry trade*, que es convertir dólares a pesos para invertir a la tasa en pesos y luego recomprar los dólares, resulta una operación conveniente. Por lo tanto, es esperable que se observe cierta entrada de dólares desde el extranjero para realizar este tipo de operaciones. Ello sería un factor de apreciación para el tipo de cambio.

Asimismo, otro elemento de apreciación del tipo de cambio es la liquidación de divisas del agro cuyos máximos se alcanzan en los meses de abril a junio. Si bien, la actual producción se vio disminuida por la sequía en unos 5 millones

¹⁴ Cabe destacar que los operadores financieros realizan sus operaciones usando estas tasas implícitas y no los niveles por lo que es muy común que se refieran a rendimientos de los contratos de futuros más que a sus precios.

¹⁵ La operatoria en cuestión es vender dólar futuro para utilizar el producido de la venta en la compra de LEBAC y llevarse una ganancia en pesos mayor a que si se hubiese utilizado la misma cantidad de pesos para comprar estos dólares hoy y venderlos a la cotización del dólar futuro al momento del vencimiento.

de toneladas, la suba en los precios internacionales y los stocks acumulados (récord) en la campaña anterior deberían amortiguar la pérdida. Por lo tanto, es esperable que las liquidaciones de estas divisas ayuden a mantener el precio del dólar o lo impulse a la baja.

También, cabe destacar que el BCRA tiene más de US\$ 60.000 M en reservas internacionales, lo que sería además otro factor para la apreciación del tipo de cambio o al menos para mantenerlo en sus niveles actuales. El único factor quizás limitante de la oferta de dólares o que impactaría negativamente en el tipo de cambio es la reciente decisión del ministro de finanzas, Luis Caputo, de no financiarse con deuda externa en lo que resta del año. Ello implicaría que deberá conseguir unos US\$ 20.000 M para completar el programa financiero localmente. No obstante, estos dichos fueron realizados en el marco de reuniones con inversores extranjeros para disminuir el impacto negativo de la suba de la tasa de interés de referencia EE.UU sobre los bonos soberanos argentinos, por lo cual no es una posibilidad cierta aun.

Entonces las recientes intervenciones del BCRA en el mercado de cambios para contener la escalada del dólar parecen tener poco sentido ya que el mismo debería acomodarse en base a la oferta de dólares durante el año. El lunes de la semana pasada, colocó US\$ 30 M luego de 8 meses sin intervenir en el mercado de cambios de libre flotación. Sin embargo, dado que el mercado no frenó la escalada del dólar, el BCRA volvió a vender dólares el miércoles de la misma semana, esta vez por US\$ 20 M apenas 7 minutos antes del cierre. Al otro día colocó otros US\$ 123 M, y el viernes cerró la semana vendiendo US\$ 215 M más, llegando en total a vender unos US\$ 388 M. No obstante, dichas intervenciones no generaron los resultados esperados, ya que el lunes 12 la autoridad monetaria volvió a intervenir con unos US\$ 137 M. Evidentemente, la idea del BCRA es la de tratar de contener la volatilidad de la moneda tratando de imponer un techo a la cotización del dólar para evitar impactos inflacionarios, y no dejarlo flotar libremente aunque las expectativas, ni la oferta futura de divisas, no indiquen, por ahora, que no habría ningún cambio brusco en la cotización de esta moneda. Es más en el comunicado de política monetaria del martes 13 del corriente, en el que dejó la tasa de referencia sin cambios, indicó que *“decidió sostener el valor de la moneda, en la convicción de que, en las condiciones actuales, una depreciación mayor a la ya ocurrida no estaría justificada ni por impactos económicos reales ni por el curso planeado de su política monetaria y que, de no evitarse, tendría el potencial de ralentizar el proceso de desinflación”*.

De esta manera, **entran nuevamente en conflicto dos visiones opuestas, la del BCRA que entiende que las depreciaciones tienen efectos inflacionarios, y la de sectores “exuberantes” del gobierno que desea subir más el tipo de cambio para preservar la competitividad de la economía real.**

Cabe preguntarse acerca de la estabilidad que tendrá la cotización del dólar en lo que resta del año dadas estas dos visiones contrapuestas. Si bien los agentes del mercado esperan una depreciación de la moneda local, la presión hacia la apreciación por el valor del dólar en el mundo y la entrada de dólares por efecto de las inversiones en portafolio por *carry trade* y las liquidaciones del agro, dejan aún muchas dudas acerca la trayectoria futura del dólar. **Si el objetivo del Ejecutivo es evitar la volatilidad del tipo de cambio quizás debería replantear toda su estrategia y consensuar sus políticas con las del BCRA para evitar enviar mensajes confusos o señales débiles, como la intervención continua en el mercado de cambios sin resultados concretos.** En particular, luego de todas las intervenciones el dólar cerró el martes en \$20,61 por encima del nivel en el que comenzó a intervenir. Por su parte, el miércoles, pese al ruido introducido por rumores de cambios en la conducción del BCRA y el Ministerio de Hacienda, la divisa cotizó \$ 20,23 al cierre (sin intervención) en parte gracias a que se mantuvo la tasa de política monetaria.

La incertidumbre que genera este tipo de comportamientos contrapuestos y la ineffectividad de las intervenciones de la autoridad monetaria bien **puede impactar negativamente en las expectativas que los agentes tienen sobre las variables económicas, en particular inflación y crecimiento, pero también en las expectativas de tasas de interés y de sus efectos sobre la economía real.**

PANORAMA INTERNACIONAL

EN TERRENO PELIGROSO

Jorge Viñas

Los datos más benignos de variación salarial e inflación de EE.UU. trajeron alivio a los inversores, fortaleciendo el optimismo en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, la estabilidad financiera internacional puede verse amenazada en caso de profundizarse el avance de las iniciativas proteccionistas del presidente de los EE.UU., Donald Trump.

1. Tensa calma

Tras la abrupta corrección de los mercados financieros globales a principios de febrero, con picos de volatilidad extrema, desde mediados de mes comenzó gradualmente a restablecerse la calma. La tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, cuya rápida suba había sido la causa desencadenante de la corrección, alcanzó un máximo de 2,95% el 21 de febrero, y desde entonces se ha estabilizado en torno a 2,80%-2,90%. Los principales índices accionarios del mundo han recuperado alrededor del 2/3 de la caída de 10% de la primera semana de febrero, mientras que el VIX¹⁶, tras tocar un pico intradiario de 50, retrocedió hasta niveles en torno a 15, aunque todavía por encima del nivel de 10 que prevaleció en la mayor parte de 2017.

GRÁFICO 7. INDICADORES FINANCIEROS SELECCIONADOS



Fuente: Bloomberg

Si bien los temores exagerados de que un colapso de los mercados financieros pudiera desatar una recesión mundial parecen haber quedado atrás, el escenario global difícilmente retorne a las condiciones benignas que imperaron hasta fines de 2017. Esto se debe a que varios de los factores que apuntalaron dicho escenario marcadamente optimista han empezado a mostrar cambios sustanciales.

En primer lugar, la trayectoria gradualista en la normalización de las tasas de interés por parte de los principales bancos centrales, que muy pocos cuestionaban, ahora genera dudas y vacilaciones. En segundo lugar, la agenda económica del Presidente Trump, tras permanecer trabada durante todo su primer año de mandato, finalmente está siendo implementada, con avances significativos en materia tributaria, presupuestaria y de política comercial, con consecuencias potencialmente dañinas para la economía global. En tercer lugar, el populismo y el movimiento antieuropeo, que parecían en franca retracción luego de los resultados electorales en Francia, Alemania y los Países Bajos durante 2017, muestran una renovada pujanza en las recientes elecciones en Italia. Finalmente, asoman cambios

¹⁶ Índice de volatilidad del mercado accionario estadounidense, basado en el promedio ponderado de la volatilidad implícita en las opciones sobre las acciones del índice S&P500.

institucionales en China cuyos alcances e implicancias están por verificarse, pero que podrían constituir un factor de incertidumbre adicional.

Cualquier novedad con implicancias negativas en estos frentes podrían generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros y oscurecer las perspectivas de crecimiento de la economía global. Del lado positivo, asoma la posibilidad de un relajamiento de las tensiones con Corea del Norte, a partir del anuncio de un encuentro entre Trump y el líder norcoreano Kim Jong Un previsto para mayo, aunque aún no está claro si hay verdadero interés de alcanzar un acuerdo duradero.

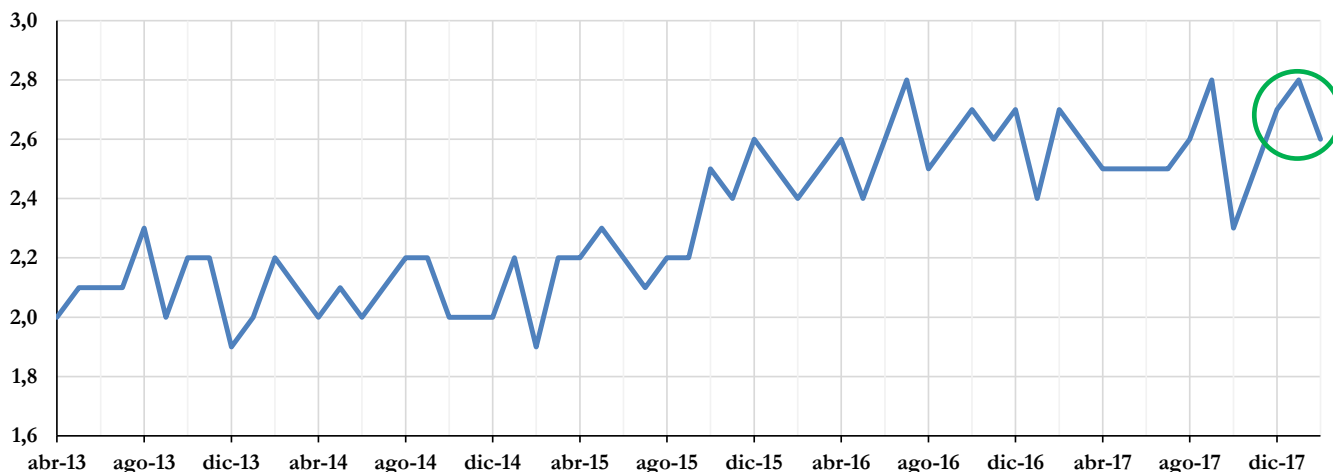
2. Creciente incertidumbre sobre tasas de interés en países desarrollados.

En su primera presentación ante el Congreso, el flamante presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, se mostró optimista respecto a la solidez del crecimiento económico en EE.UU., dejando entrever un mayor énfasis en la contención de las presiones inflacionarias que podrían surgir a lo largo del año en curso. Esto fue interpretado por analistas y participantes del mercado financiero, como una señal de que las tres subas de tasas de 25 puntos básicos (p.b.) que proyectaban los miembros de la Fed para el año 2018.

Por ahora los datos no avalan una postura alarmista respecto a la inflación en EE.UU. En materia salarial, la incipiente señal alcista que había arrojado la medición de ingresos laborales promedio por hora en enero, volvió a mostrar una desaceleración en febrero, indicando que todavía es demasiado prematuro para hablar de presiones salariales (véase el Gráfico 8). En el mismo sentido, la inflación minorista que el mes anterior había mostrado síntomas de aceleración, especialmente la variación de 0,3% mensual en la inflación subyacente, en febrero volvió a moderarse, con una variación de 0,2% mensual y manteniéndose en 1,8% en términos interanuales. Estos datos contribuyeron a poner un freno en la suba de las tasas de interés de mercado y, en términos más generales, a la estabilización de los mercados financieros en las últimas semanas, como se vio en el punto anterior.

GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS LABORALES PROMEDIO POR HORA EN EE.UU.

Variación Interanual (%)



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, esto no es suficiente para despejar los temores hacia adelante. Por un lado, las proyecciones de crecimiento del PIB para 2018, 2,7% anual según el consenso de Bloomberg, apunta a que el “*output-gap*” seguirá reduciéndose. El reporte de empleo de febrero mostró que la creación de nuevos puestos de trabajo se mantiene firme: 313.000 frente a un promedio mensual de 190.000 en los seis meses previos; mientras que la tasa de desempleo continúa en el piso de 4,1% desde octubre de 2017.¹⁷

¹⁷ No todas las noticias en materia de actividad económica son positivas. Sobre el cierre de esta edición del IEM, el dato de ventas minoristas de febrero registró una variación mensual de -0,1% por segundo mes consecutivo, reflejando un sorpresivo enfriamiento del consumo de los estadounidenses a principios de 2018. Por otra parte, el estimador de crecimiento del PIB que elabora la Reserva Federal de Atlanta, cayó por debajo del 2% por primera vez desde abril de 2017. Estos indicadores abren algún interrogante respecto a la solidez del crecimiento económico de EE.UU.

Por otro lado, hay que considerar el impacto de la reforma tributaria sancionada a fin de 2017, consistente fundamentalmente en una reducción impositiva, y el aumento del gasto público contemplado en el acuerdo presupuestario alcanzado en el Congreso a principios de 2018, estimado en u\$s 400.000 millones para el ejercicio fiscal 2019.

Ambas medidas son de carácter “procíclico”, es decir que estimulan aun más la demanda agregada en momentos en que la misma ya está muy firme, al mismo tiempo que alimentan un aumento de los “déficits gemelos”, déficit fiscal y de cuenta corriente.

El creciente financiamiento externo que requieren los déficits gemelos se traduce en una presión hacia la depreciación del tipo de cambio, lo que se puede verificar en la debilidad que muestra el Dollar Index, a pesar del aumento que han experimentado las tasas de interés de mercado en EE.UU. (véase el Gráfico 9). La depreciación del dólar puede contribuir a alimentar presiones inflacionarias a través de los precios de los bienes transables.

GRÁFICO 9. EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX (*)



(*) Índice que mide la cotización del USD frente a una canasta de divisas de los principales socios comerciales de EE.UU. Actualmente está conformada por: Euro (57,6%), Yen (13,6%), Libra Esterlina (11,9%), Dólar Canadiense (9,1%), Corona Sueca (4,2%) y Franco Suizo (3,6%).

Fuente: Bloomberg

Todavía no está para nada claro que vaya a producirse una aceleración inflacionaria, no se puede descartar que los cambios estructurales que están produciendo los avances tecnológicos, aun cuando no se reflejan en las cifras de productividad, generen un descenso perdurable en el régimen inflacionario. Sin embargo, un punto clave a tener en cuenta es que, cualquier sorpresa adversa en materia de aceleración inflacionaria, aunque fuera de carácter transitorio, podría llevar a la percepción de que la Fed está “atrás de la curva” y provocar una reacción de la autoridad monetaria acelerando el ritmo de suba de tasas en forma significativa, lo que la experiencia histórica indica que puede tener un impacto disruptivo sobre los mercados financieros y sobre la actividad económica.

En la Eurozona, por el momento el panorama luce un poco más despejado que en EE.UU. El Banco Central Europeo (BCE) ha decidido a fin de 2017 extender el programa de estímulo monetario a través de la compra de títulos hasta septiembre de 2018. Además, su Presidente Mario Draghi ha reiterado que la primera suba de tasas de interés se demorará por un largo lapso luego de finalizado el programa de compra de activos, lo que sería no antes de bien entrado el año 2019. Sin embargo, el escenario no está exento de ruidos.

Aun cuando la inflación permanece por debajo de la meta del 2% del BCE, en febrero fue del 1,2% interanual, la fortaleza del crecimiento del PIB y la rápida reducción del desempleo llevan a muchos a dudar de que el BCE pueda cumplir su pronóstico, ya que podría verse obligado a anticipar el inicio de la normalización de la política monetaria. En la última reunión de política monetaria, la entidad dio otro paso en esa dirección, al retirar del comunicado la frase en la que venía advirtiendo que estaba dispuesto a intensificar el programa de compra de activos en caso de que la situación

económica así lo requiriera. Sin embargo, en la conferencia de prensa posterior a la reunión, Draghi mantuvo un tono cauto, dando a entender que no había cambios en la intención de tomarse un largo tiempo prudencial, antes de comenzar la normalización de tasas de interés.

3. *Resurgen las amenazas de guerra comercial a gran escala.*

La decisión de Trump, luego de un largo proceso de evaluación y debate interno en su Administración, de imponer tarifas a las importaciones de acero (25%) y aluminio (10%), marcó el primer avance concreto y significativo en materia de la agenda proteccionista que había promocionado el Presidente de EE.UU. durante la campaña electoral de 2016. Hasta el momento habían sido mayormente amenazas y advertencias, salvo algunas excepciones marginales.

Hay que resaltar que la mencionada medida despierta preocupación no tanto por su impacto directo¹⁸, sino por las reacciones que puede desatar en el resto del mundo, y porque puede ser el anticipo de medidas mucho más amplias y profundas en materia de proteccionismo por parte de EE.UU. En efecto, la relativamente baja participación del acero y el aluminio en el comercio exterior y en el PIB de EE.UU. lleva a estimar un impacto muy acotado en materia de actividad económica y de inflación, a partir de precios internos más elevados de dichos insumos al amparo de la protección de las nuevas tarifas.

Además, resulta significativo que la sanción final de la medida haya excluido de su alcance a Canadá y México, sus socios del Tratado de Libre Comercio (TLC), así como dejó la puerta abierta para excluir a otros países. Desde esta perspectiva, daría la sensación de que se trata de una herramienta de presión en las negociaciones comerciales bilaterales que encara la Administración de Trump.

Sin embargo, tanto China como la Unión Europea han manifestado predisposición a adoptar medidas compensatorias contra productos de EE.UU., lo que daría comienzo a una escalada proteccionista con saldo neto negativo en términos de comercio internacional y actividad económica a nivel global. En este sentido, el mayor riesgo radica en que las tarifas sobre el acero y el aluminio sea sólo la “punta del iceberg” de un programa proteccionista mucho más masivo que Trump tiene en carpeta, y que medidas compensatorias de otros países, aunque tuvieran un carácter más bien simbólico, podrían constituir la excusa perfecta para avanzar en su implementación.

Otra variante de la guerra comercial que podría estar gestándose, radica en el bloqueo de compras de empresas y propiedades estadounidenses por parte de extranjeros, que podría llevar a restricciones similares de compras por parte de empresas estadounidenses de empresas extranjeras. Un caso significativo es la reciente negativa por parte de Trump a la propuesta por parte de Broadcom, empresa con base en California y en Singapur pero de capitales chinos, de comprar Qualcomm, empresa estadounidense radicada en San Diego, sobre la premisa de que dicha adquisición atentaría contra la seguridad nacional de EE.UU.

4. *Cambios institucionales en China*

En China, la conferencia del Congreso Nacional del Pueblo iniciada el 5 de marzo, se propone modificar la Constitución, en particular eliminar la cláusula que impide al Presidente y al Vicepresidente de la República Popular China, servir por más de dos períodos consecutivos. Esto abre la puerta a la reelección indefinida del actual Presidente Xi. Si bien era algo que se podía especular luego de que, en el 19° Congreso del Partido Comunista Chino en 2017 en el que Xi fue reelecto, no se perfilara ningún sucesor, la concreción de dicho cambio resulta sumamente trascendente, en términos de la consolidación del poder y del respaldo a los principales lineamientos de política adoptadas por el actual Presidente.

Otras medidas en materia económica y regulatoria adoptadas en dicho cónclave, también apuntan a la consolidación de las políticas impulsadas por Xi desde que asumió. En particular, la fusión de los organismos de supervisión de la actividad financiera y de la actividad aseguradora, apunta a intensificar el des-apalancamiento y una mayor transparencia en el sistema financiero, uno de sus objetivos primordiales. También se dotará de mayor poder al organismo encargado del control del funcionamiento de los distintos mercados de bienes, aumentando el énfasis en evitar la actuación de monopolios y la adopción de prácticas de precios anticompetitivas. También buscando una mayor

¹⁸ Incluyendo la renuncia del jefe de asesores económicos de Trump, Gary Cohn, por estar en desacuerdo con el giro proteccionista que implica la medida. También en los últimos días fue despedido el Secretario de Estado Rex Tillerson.

eficiencia y transparencia en los distintos estamentos del Estado, se adoptará un sesgo menos expansivo de la política fiscal.

Esta batería de medidas, que aquí se han resumido solo algunas de las más relevantes, apuntan seguir priorizando cada vez más la calidad del crecimiento económico y su sustentabilidad, por encima de la magnitud del crecimiento anual. En esta misma línea, el objetivo de crecimiento para 2018 ha sido modificado ligeramente respecto al año anterior: mientras en 2017 se buscaba “un crecimiento del 6,5% o superior en caso de ser posible”, para 2018 se propone “un crecimiento en torno al 6,5%”. En 2017, pese a todas las dudas y temores de que las medidas de restricción financiera tendientes a reducir los excesos y evitar una crisis financiera pudieran derivar en un freno económico más significativo, el objetivo de crecimiento terminó siendo cumplido con comodidad, ya que ascendió a 6,9%. Ahora, para 2018 está por verse si las medidas adicionales en materia de restricción financiera y fiscal pueden llegar a comprometer la meta de crecimiento levemente menos ambiciosa.

Finalmente, un objetivo que cobra cada vez más relevancia para la cúpula de China es la de adquirir una mayor participación e injerencia en los ámbitos internacionales y multilaterales. Esta mayor preponderancia a la que aspira China en la escena mundial puede ser un factor determinante en la escalada de tensiones que se plantea con los EE.UU. de Donald Trump.

PRECIOS DE COMMODITIES

Eloy Aguirre

Los precios de los *commodities* continúan en alza. Se espera una baja en la oferta mundial de soja, debido a la sequía en Argentina y el precio del petróleo podría seguir aumentando si los miembros de la OPEP deciden reducir su producción. En el caso de los metales, los aranceles de EEUU podrían generar mayor volatilidad en los precios y represarías comerciales de los países perjudicados.

1. Introducción

Los precios internacionales de los commodities han mostrado en los últimos meses un fuerte aumento, el índice de commodities CRB de Reuters¹⁹ aumentó 18,3% entre junio de 2017 y marzo de 2018. El aumento de precio fue impulsado por la consolidación del crecimiento en EEUU, China y varias naciones europeas que incrementaron la demanda materias primas. Además, los acuerdos para reducción de la oferta de crudo y problemas climáticos como la sequía en Argentina, contribuyeron al aumento de los precios internacionales.

La pregunta que surge, que no tiene una respuesta sencilla, es: ¿Cuánto durara el aumento de los precios de materias primas? Según las diversas proyecciones de crecimiento para el año 2018, se espera que la economía mundial crezca más que en el año 2017, países como Brasil y Rusia mejoran su performance y la economía de EEUU se consolida mostrando datos de crecimiento del empleo que son alentadores. A su vez, la economía de China muestra una aceleración de su crecimiento, de la mano del aumento del consumo, la construcción y las exportaciones. En este contexto es muy probable que aumente la demanda de materias primas a nivel global.

2. Commodities agrícolas

El informe del Departamento de Agricultura de EEUU (USDA) de marzo de 2018²⁰, indica que la producción mundial de soja alcanzaría a 340,86 millones de toneladas en la campaña 2017/18. En la campaña anterior la producción había alcanzado los 351,32 M de tn., estimando una reducción de la oferta de 10,5 M. de tn para esta campaña. Esta reducción correspondería en su totalidad a la caída esperada en Argentina por la sequía. Según el informe de USDA, para la campaña 2017/18 se proyecta una producción de 47 M. de tn de soja en Argentina, mientras que la campaña 2016/17 habían registrado 57,8 M. de tn.

¹⁹ El índice se compone de los precios de futuros de 19 *commodities*: aluminio, cacao, café, cobre, maíz, algodón, petróleo, aceite, carne de cerdo, carne de vaca, gas natural, níquel, naranja, nafta, plata, soja, azúcar y trigo.

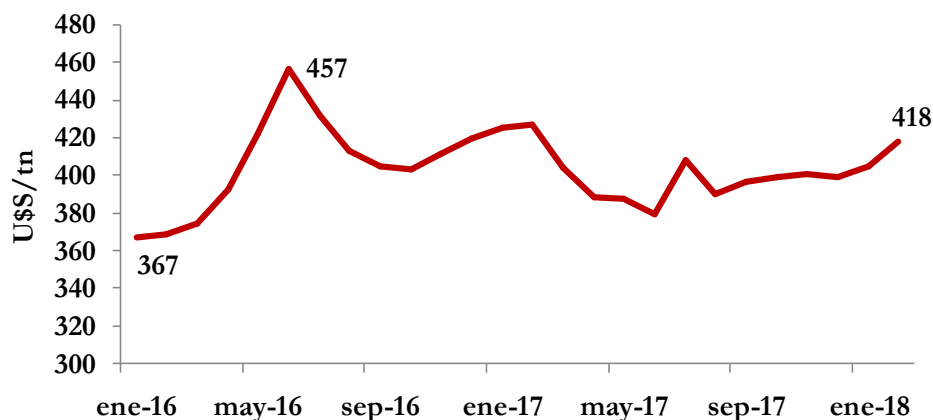
²⁰ World Agricultural Supply and Demand Estimates. Marzo 2018

Por su parte, EEUU aumentaría su producción respecto a la campaña anterior pasando de 117 M. de tn de soja en 2016/17 a 119,5 M de tn en la campaña actual. A su vez, para Brasil se proyecta una producción de 113 M de tn para esta campaña, habiendo producido 114 M de tn en 2016/17. Entre EEUU, Brasil y Argentina abarcan el 82% de la producción mundial de soja.

Según el informe de marzo de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires el área sembrada de soja en Argentina alcanzaría las 18 M de hectáreas. El 58% del área sembrada se encuentra en condiciones de definición de rendimiento, prevaleciendo clima seco y en el informe se estima que la producción podría llegar a alcanzar los 44 M de tn para la campaña 2017/18.

En cuanto a la demanda, se proyecta una importación mundial de soja de 151,27 M de tn para la campaña 2017/18, mientras que para la campaña anterior se importaron mundialmente 144 M de tn de soja. El principal importador mundial de soja es China, la campaña 2016/17 China importó 93,5 M de tn de soja y se espera que para esta campaña la importación desde China ascienda a las 97 M de tn. En el caso de la Unión Europea, segundo importador mundial, la demanda de soja alcanzaría las 14 M de tn para esta campaña. En definitiva, se proyecta un incremento de la demanda internacional de soja de 7 M de tn y simultáneamente una caída en la producción mundial de 10,5 M de tn.

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA. ENERO 2016- FEBRERO 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

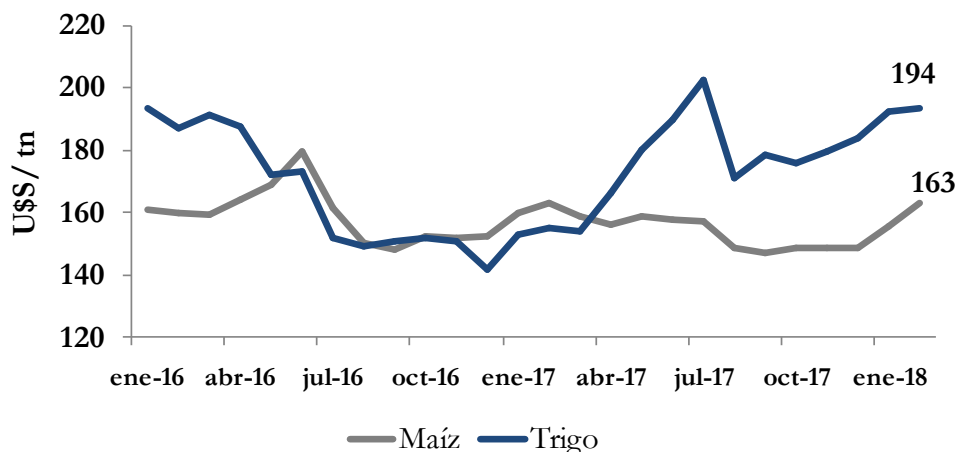
El gráfico 10 muestra la evolución del precio internacional de la soja desde enero de 2016 y hasta febrero de 2018. Se puede observar que a partir de junio del año 2017, el precio comienza a recuperarse y pasa de U\$S 380 la tn en junio a U\$S 418 la tn en febrero de 2018, un aumento del 10%. Según las proyecciones de producción y demanda se estima que el precio internacional de la soja continuaría en alza y para el caso de Argentina la caída en la producción podría ser compensada por el aumento del precio.

Según el informe de USDA de marzo, la producción mundial de maíz ascendería a 1.041.7 M de tn para la campaña 2017/18, 34 millones de tn menos que la campaña anterior. El mayor productor mundial es EEUU y se proyecta para la campaña actual una producción de 371 M de tn, le sigue China con una proyección de 216 M de tn y luego Brasil con 94,5 M. de tn. En Argentina se estima una producción de 36 M. de tn, 5 millones menos que la campaña anterior. El último informe de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires, indica que los rendimientos relevados del maíz en Argentina se encuentran por debajo de la campaña anterior, existen lotes con reservas hídricas insuficientes y de no llover en el corto plazo podría disminuir la producción estimada en 37 M de tn

Según el informe de USDA, la importación mundial de maíz llegaría a las 147,6 M de tn para la campaña actual, 12 M. de tn más que la campaña 2016/17. El mayor importador de maíz mundial es México y se estima una demanda de 16,5 M de tn para la campaña 2018/17, seguido por la Unión Europea con 16,2 M de tn y de Japón con 15 M. de tn. La proyección del incremento de la demanda junto con la baja de producción podría incrementar levemente el precio durante el año 2018.

En el caso del trigo, se proyecta una producción mundial de 758,2 M de tn, 8 M de tn más que la campaña anterior. El mayor productor mundial es China y se proyecta para la campaña 2017/18 una producción de 129,77 M de tn, le sigue India con una estimación de 98,5 M de tn y luego Rusia con 85 M de tn. En Argentina la campaña 2018/17 terminó con 17 M de tn 1,2% mayor a la campaña anterior.

GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL TRIGO Y MAÍZ. ENERO 2016- FEBRERO 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

El gráfico 11 muestra la evolución del precio internacional del maíz y el trigo desde enero de 2016 y hasta febrero de 2018. Se puede observar en el caso del maíz, que durante el año 2017 el precio internacional se mantuvo alrededor de los U\$S 154 tn y en febrero mostró una suba de casi el 10%, en principio estacional. Igualmente debido a las estimaciones de oferta y demanda de maíz se podría esperar una leve suba del precio internacional durante el año 2018. En el caso del trigo el precio internacional promedió U\$S 174 la tn en el año 2017 y actualmente se encuentra por encima de ese valor en U\$S 180 la tn.

3. Petróleo

Durante el año 2017, en promedio la oferta mundial de crudo fue 96,5 M, de los cuales 57,8 M de b/d pertenecían a los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el resto a los miembros. La OPEP, en su último informe²¹ indica que la oferta mundial de petróleo ascendió a los 97,66 millones de barriles diarios (b/d) en enero del año 2018.

De los países no pertenecientes a la OPEP, el mayor oferente mundial es EEUU con 15,4 M de b/d en enero de 2018, seguido por Rusia con 11 M de b/d. Entre los miembros de la OPEP el mayor productor es Arabia Saudita con 9,98 M de b/d, seguido de Irak con 4,4 M de b/d y luego Iran con 3,8 M de b/d. La producción de los países miembros de la OPEP de enero de 2018 fue 32,3 M de b/d, es similar al promedio de 2017 (80.000 b/d menos) y 340.000 b/d menos que el promedio de 2016.

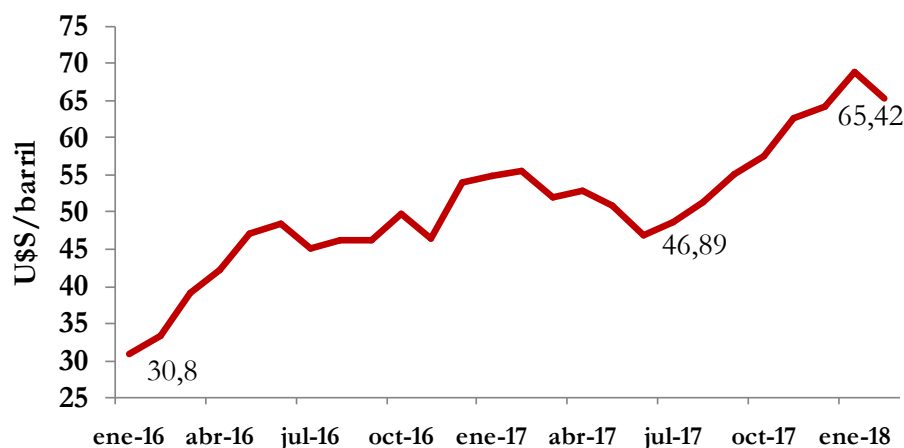
La baja en la producción, sigue en línea con los acuerdos de reducción de la producción establecida entre los miembros de la OPEP. Además, las proyecciones para el año 2018 indican que la oferta de petróleo de países no miembros de la OPEP aumentaría 1,44% respecto de 2017, equivalente a 1,4 M de b/d. En su última reunión de noviembre de 2017 celebrada en Viena, los miembros de la OPEP acordaron recortar la producción en 1,8 M de b/d, un 5,5%, hasta fines del año 2018 con una cláusula de revisión en junio de 2018.

En cuanto a la demanda mundial de crudo, en el año 2017 fue 97 M de b/d superior al 2016 en 1,6 M de b/d. El informe de la OPEP, proyecta una demanda para el año 2018 de 98,6 M de b/d. El mayor demandante mundial de crudo es EEUU con 20,4 M de b/d, seguido por Europa con 14,3 M de b/d y luego por China con 12,7 M de b/d. El informe

²¹ Monthly Oil Market Report. Febrero 2018.

de la OPEP establece una proyección de incremento de la demanda mundial de 1,6 M de b/d para el 2018, de los cuales 1,4 M de b/d se cubrirían con el aumento de la oferta de los países no miembros y el resto dependerá de la producción de los miembros de la OPEP.

GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL CRUDO BRENT. ENERO 2016- FEBRERO 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

El gráfico 12 muestra la evolución del precio internacional del crudo Brent entre enero de 2016 y febrero de 2018. Se puede observar, a partir de agosto de 2017 un incremento casi continuo hasta el final de la serie, con una variación del 39% alcanzando los U\$\$ 65,4 el barril en febrero. El incremento se debió principalmente al acuerdo de la OPEP para los recortes²² y las estimaciones de incremento de demanda para el año 2018. La reducción del precio en febrero se debió principalmente a la volatilidad de los mercados bursátiles.

4. Metales

En cuanto a los metales, el presidente de los EEUU, Donald Trump, firmó el 8 de marzo la imposición de un arancel a la importación de acero del 25% y de aluminio del 10% con la excepción de Canadá y México. Al parecer, la medida se implementó principalmente por el exceso de producción y venta del acero proveniente de China y entrará en vigencia en los próximos 15 días. Debido a que EEUU es el mayor importador mundial de acero, la medida podría generar que varias naciones comiencen a imponer aranceles a productos de EEUU y también una baja del precio internacional del acero.

A su vez, la Unión Europea está estudiando un imponer aranceles a una lista de productos acereros, industriales y agrícolas provenientes de EEUU como salvaguarda y llevar el caso a la Organización Mundial del Comercio. En definitiva, la medida de EEUU y las posibles respuestas podrían generar mayor volatilidad en el mercado internacional de *commodities* y aún peor provocando crisis económicas con aumento de desempleo. En este sentido, Argentina está negociando en la actualidad una excepción al arancel antes que entre en vigencia la medida.

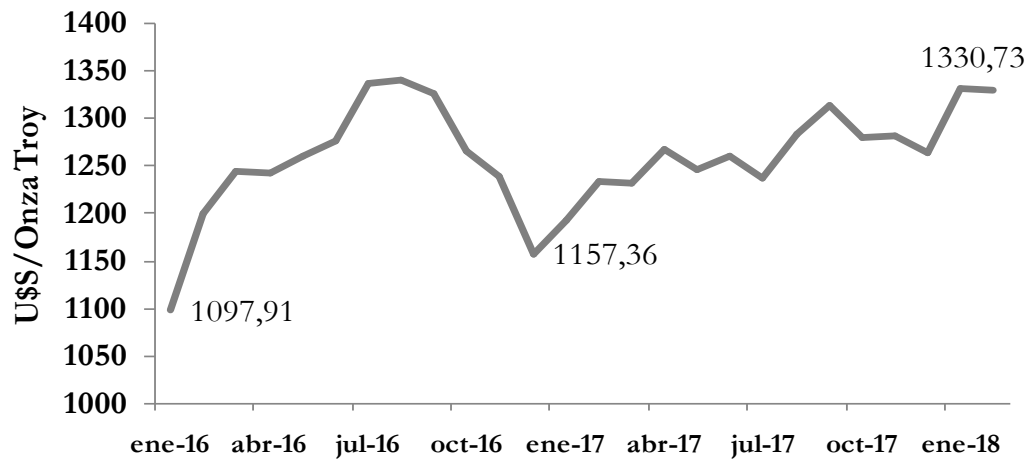
El gráfico 13 muestra la evolución del precio internacional del oro entre enero de 2016 y febrero de 2018. Se puede ver un incremento del precio en el último año alcanzando los U\$\$ 1.330,7/onza en febrero de 2018, subiendo 15% desde diciembre de 2016. El aumento del oro se debió principalmente a la demanda de China y en parte a la volatilidad de los mercados bursátiles.

El precio internacional del aluminio creció fuertemente en los últimos meses alcanzando los U\$\$ 2.181 la tn en febrero de 2018, mostrando un incremento interanual del 17%. El aumento se debe principalmente a la demanda de

²² El acuerdo de recortes de producción de petróleo se originó en diciembre de 2016 en Viena y tuvo varias revisiones en reuniones posteriores.

China que sigue firme. Sucede lo mismo con el precio de cobre, que mostró en febrero de 2018 un aumento de 18% interanual, alcanzando los U\$S 7.006 /tn con un incremento de la demanda de China.

GRÁFICO 13: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO. ENERO 2016- FEBRERO 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

En síntesis, los precios de los *commodities* aumentaron en los últimos meses principalmente porque se sostuvo la demanda mundial y se consolida el crecimiento en EEUU, China y varios países europeos. Las proyecciones del Banco Mundial indican que los precios internacionales de las materias primas continuarían aumentando levemente durante el 2018, debido a los recortes en la producción de países de la OPEP, la demanda china y la reducción en la producción de *commodities* agrícolas.

INDICADORES

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18
Indicadores de Actividad														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	1,6%	-2,1%	1,6%	0,3%	3,8%	4,4%	5,1%	4,3%	3,1%	4,9%	3,9%	2,0%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,1%	-1,6%	1,8%	-0,7%	1,1%	0,4%	0,3%	0,1%	-0,5%	0,3%	0,4%	0,6%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-2,5%	-8,2%	1,2%	0,5%	5,5%	4,6%	5,9%	5,5%	4,2%	5,2%	3,0%	-1,6%	2,8%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-1,0%	-3,1%	4,2%	-1,2%	0,9%	-0,3%	1,3%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	0,7%	-1,3%	1,1%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,0%	-9,2%	-0,5%	-2,8%	5,7%	5,2%	5,9%	3,1%	5,5%	2,8%	1,0%	0,3%	-0,6%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,9%	0,2%	-0,6%	0,5%	1,5%	0,3%	1,6%	-1,7%	1,1%	-1,7%	-0,2%	1,3%	-1,1%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	19,0%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-6,9%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%	13,4%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-9,1%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	2,4%	-0,3%	15,7%	11,1%	9,4%	16,9%	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	4.289	3.899	4.564	4.863	5.490	5.150	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	4.750	n/d
<i>Var. % a/a</i>	11,1%	-5,4%	3,2%	2,9%	2,7%	-2,2%	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	10,7%	n/d
Importaciones en USD	4.341	4.116	5.474	4.975	6.066	5.900	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	n/d
<i>Var. % a/a</i>	7,3%	2,2%	16,0%	12,5%	23,7%	14,9%	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	n/d
Saldo Comercial en USD	-52	-217	-910	-112	-576	-750	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	-986	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	204	205	199	194	196	195	206	196	198	199	201	201	203	213
<i>Var. % a/a</i>	13,2%	12,9%	7,1%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18
Precios														
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,6%	2,1%	2,4%	2,7%	1,4%	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	2,0%	1,6%	2,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,5%	2,2%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	37,7%	34,3%	33,0%	27,3%	25,2%	25,3%	22,9%	24,0%	25,1%	23,4%	20,9%	24,6%	n/d	n/d
<i>Var. % t/ t, m/ m</i>	1,6%	2,1%	2,2%	2,1%	1,8%	1,3%	2,1%	1,5%	1,6%	1,5%	1,4%	3,1%	n/d	n/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%
<i>Var. % t/ t, m/ m</i>	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%
Indicadores Fiscales														
Ingresos Totales Var. % a/a	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	24,3%	28,3%	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	n/d
Gastos Primarios Var. % a/a	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	25,6%	22,9%	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
<i>Mediana</i>	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
<i>Media</i>	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0
Confianza del Consumidor (UTDT)														
<i>Índice</i>	44,5	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0	42,5	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8
<i>Var. % m/ m</i>	-1,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%
<i>Var. % a/ a</i>	-17,7%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%