

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

Nº 150 AÑO 15

22 DE MAYO DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en  
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Jorge Riaboi

Héctor Rubini

Jorge Viñas

## CONTENIDOS

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>PANORAMA DE ARGENTINA</b>	
▪ <b>¿LARGA VIDA A LA ESTANFLACIÓN?</b>	<b>2</b>
▪ <b>A BONO REVUELTO...</b>	<b>7</b>
<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>	
▪ <b>ALIVIO EN EUROPA, AMENAZAS EN EL ESTE DE ASIA, TEMORES POR TRUMP</b>	<b>10</b>
▪ <b>NUEVO TERREMOTO POLÍTICO EN BRASIL</b>	<b>14</b>
▪ <b>PERSPECTIVAS PARA LOS PRECIOS DE COMMODITIES</b>	<b>17</b>
<b>NOTA ESPECIAL</b>	
▪ <b>EL FACTOR TRUMP EN LA ACTUAL CONFUSIÓN INTERNACIONAL</b>	<b>23</b>
▪ <b>IN MEMORIAM: WILLIAM J. BAUMOL (1922-2017)</b>	<b>27</b>
<b>INDICADORES</b>	<b>29</b>

VIAMONTE 1816  
C1056ABB CIUDAD DE  
BUENOS AIRES, ARGENTINA  
TEL +5411-811-5327  
+5411-811-6052  
+5411-811-7441  
<http://fceye.usal.edu.ar>

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del Instituto de Investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador.

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

## RESUMEN EJECUTIVO

### EL DATO DEL MES

- **Inflación: no baja.** El INDEC informó que el IPC creció 2,6% en el mes de abril. La inflación acumulada en los primeros 4 meses de 2017 es de 9,1% y compromete seriamente el cumplimiento de la meta del BCRA de una inflación entre 12% y 17% para todo el año.

### LO IMPORTANTE

- **La crisis de Brasil y su impacto en el país.** Las investigaciones sobre pago de sobornos en Brasil podrían complicar el futuro del presidente Temer, y prometen nuevas revelaciones sobre empresarios y políticos de Brasil, de nuestro país y del resto de la región.

### LO QUE HAY QUE SABER

- **La actividad sigue débil.** La economía real muestra algunos signos de reactivación, pero sin gran impacto en el empleo ni en el ingreso disponible. Si se suma a los datos de inflación, implica que la Argentina no habría abandonado aún el escenario estanflacionario de los últimos años.
- **Los mercados financieros no esperan cambios.** Los rendimientos de los títulos públicos sugieren que la inflación será mayor y más persistente de lo esperado por el Gobierno. La política monetaria seguiría siendo restrictiva, con tasas de interés que se mantenraían en los niveles actuales, incentivando la estrategia financiera conocida como “*carry trade*”.
- **Macron, un gran alivio.** El triunfo de Emmanuel Macron en las elecciones de Francia ha frenado el avance del populismo a nivel mundial, y reducido las presiones sobre el euro. El clima financiero mundial es relativamente calmo, y los principales focos de riesgo son las amenazas de Corea del Norte y las dificultades que enfrenta Donald Trump por sus relaciones con Rusia.
- **Brasil en crisis.** Se conocieron escuchas telefónicas en las que aparece el Presidente Temer avalando el pago de sobornos. Esto ha generado un fuerte cuestionamiento a la legitimidad de todo el sistema político, y una gran incertidumbre sobre el proceso de reformas del gobierno actual, y sobre la incipiente recuperación económica.
- **Precios de commodities en suba.** Para el resto del año se espera un aumento moderado de los precios de las materias primas. Las cotizaciones de los cereales podrían descender levemente, mientras que los de la soja, metales y minerales se beneficiarían de la demanda sostenida de China. La evolución del petróleo dependerá de la producción de EEUU y el crecimiento de la demanda mundial.

### LO QUE VIENE

- **Continuidad de las metas de inflación.** El BCRA anunció que mantendrá sin cambios el esquema de metas de inflación previsto para el período 2017-2019. Esto puede generar nuevas tensiones si la economía no comienza a recuperarse con fuerza.
- **Calendario electoral.** Se esperan las primeras definiciones sobre candidaturas para las elecciones primarias simultáneas y obligatorias (PASO) de agosto próximo.
- **Crisis política de Brasil.** Se esperan nuevas revelaciones por parte de políticos y empresarios relacionados con las denuncias de pagos de sobornos y otros ilícitos en contrataciones con el gobierno de Brasil y de otros países de la región. No se descarta la posibilidad de un pedido de “*impeachment*” al presidente Temer, que conduciría a su destitución y elección de un nuevo presidente provisional.
- **Venezuela: en crisis terminal.** Frente al “Estado de Excepción y Emergencia Económica”, se han intensificado las protestas y la represión violenta del gobierno de Nicolás Maduro contra los opositores. La economía venezolana sigue sufriendo las consecuencias de la escasez de mercaderías y de la hiperinflación.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### ¿LARGA VIDA A LA ESTANFLACIÓN?

*Héctor Rubini*

**La economía real muestra signos de reactivación, pero sin gran impacto en el empleo ni en el ingreso disponible. La aceleración de la inflación de abril torna ya improbable el cumplimiento de la meta del BCRA.**

#### 1. *Escenario local: con tensiones moderadas.*

La economía parece comenzar a mostrar signos visibles de recuperación, pero todavía no se perciben como suficientemente profundos ni generalizados. El escenario político tampoco muestra cambios significativos. La belicosidad de los gremios docentes muestra signos de debilidad, y a más tardar a fin de mes estarían cerrados los acuerdos de ajuste salarial de casi todos los gremios. Si bien hay iniciativas de ajustes en base a productividad aceptadas en algunos casos, **algo más del 40% de los acuerdos de subas de salarios son bajo la modalidad de un incremento nominal de 20% en 2 o más tramos más un plus a negociar por mayor inflación ex post (la llamada “cláusula gatillo”).**

Si bien esto contribuye a aliviar la puja distributiva de los últimos meses, la misma bien podría ser transitoria. El escenario político estará focalizado a partir de ahora en el tránsito hacia las elecciones primarias del próximo 13 de agosto y las de diputados y senadores del próximo 22 de octubre. El oficialismo ha atravesado probablemente el período de mayor embate de los partidos de oposición en los últimos meses, a lo que se sumó en las filas internas cierta tensión ante la renuncia del embajador en Estados Unidos, Martín Lousteau para regresar al país y competir electoralmente contra el oficialismo de la Ciudad de Buenos Aires en las próximas elecciones.

Sin embargo, la crisis de Brasil, luego de la difusión de un video que compromete al presidente Temer reaviva las sospechas y versiones periodísticas focalizadas en el director de la Agencia Federal de Investigación (ex SIDE) Gustavo Arribas con el escándalo Odebrecht de Brasil.

**El efecto impacto hasta ahora ha sido acotado al mínimo, pero la profundización de las investigaciones dependerá de lo que continúen revelando ejecutivos de diversos grupos empresarios del país vecino. De acuerdo a diversas denuncias y trascendidos, se trataría de una trama que involucraría no sólo a empresarios de obras pública de nuestro país, sino a ex funcionarios, y funcionarios actuales.** Por ahora, sólo se mantienen bajo investigación judicial los posibles sobreprecios en la construcción de la planta potabilizadora de agua Paraná de las Palmas, el soterramiento del ferrocarril Sarmiento y sospechas de pagos de sobornos relacionados con la venta de Transener.

Mucho mayor impacto tuvo, en cambio, la decisión de la Corte Suprema de extender a un represor de la última dictadura militar el beneficio de reducción a la mitad de su condena (el llamado “2x1”). Tras el repudio generalizado y una multitudinaria marcha impulsada por organismos de derechos humanos y partidos de oposición al oficialismo, las dos Cámaras del Congreso de la Nación aprobaron rápidamente una Ley que anula ese beneficio a condenados por delitos de lesa humanidad. El mismo fue rápidamente promulgado por el Presidente Macri antes de iniciar su gira al continente asiático. Además, el oficialismo enfrenta también una trabajosa tarea de limpieza de bolsones de corrupción en las fuerzas policiales de la provincia y de la Ciudad de Buenos Aires.

Las protestas en las calles parecieron facilitar cierta recuperación de vitalidad del kirchnerismo, pero este no logra consolidarse en la opinión pública ni coordinar una estrategia definida para las próximas elecciones. Esto se evidencia a través de varios síntomas: a) la complicada situación judicial de la ex presidente Cristina Fernández, y de varios ex funcionarios de su gestión y familiares directos, b) el deterioro de la imagen del ex gobernador Scioli por revelaciones periodísticas sobre su vida privada, y denuncias por presuntos hechos de corrupción en su gestión, c) la grave situación económica y de gobernabilidad de la provincia de Santa Cruz, y d) el abandono del sello “Frente Para la Victoria” por parte del Partido Justicialista de Mendoza.

## 2. El retorno al mundo

Con mayor impulso que en el primer trimestre, la administración Macri ha reactivado la tarea de reintegrar la Argentina al mundo. En abril llegó a Buenos Aires la presidente suiza Doris Leuthard, junto a una comitiva de empresarios para explorar oportunidades en nuestro país y a fin de abril se reunió en Estados Unidos con el presidente Donald Trump, quien accedió al levantamiento de la prohibición del ingreso de limones argentinos a ese país. La semana pasada visitó Buenos Aires el presidente de Italia Sergio Mattarella junto a 43 empresarios para suscribir acuerdos de cooperación y reiniciar los flujos de inversión directa desde ese país. Actualmente el presidente Macri se encuentra en gira por Emiratos Árabes, República Popular China y Japón para celebrar acuerdos con sus respectivos gobiernos y participar de encuentros para atraer inversores a la Argentina. A su vez para el próximo 8 de junio se espera el arribo de la canciller **Ángela Merkel** a Buenos Aires. Será la primera visita de la mandataria alemana, en el marco de la preparación de la próxima cumbre del G-20 a realizarse el próximo año en nuestro país. También se prevén acuerdos bilaterales para fortalecer la cooperación y el acercamiento bilateral entre ambos países, así como una profundización en el avance hacia acuerdos entre Mercosur y la Unión Europea.

### Nuevos acuerdos con China: para el largo plazo...

El viernes 12 de mayo se publicó en el Boletín Oficial la Resolución 74-E/2017. La misma da vigencia efectiva al llamado “3<sup>er</sup> Diálogo Estratégico China-Argentina para la Cooperación y Coordinación Económica” suscripto en Beijing el pasado 18 de abril, y al “Plan Quinquenal Integrado China-Argentina para la Cooperación en Infraestructura (2017-2021)”. El anexo de este último contiene 16 proyectos de cooperación prioritaria, que incluye: a) rehabilitación de los ferrocarriles San Martín, Roca, Mitre, Urquiza de cargas, y Belgrano cargas, b) centrales atómicas Atucha IV y V c) tres plantas hidroeléctricas, d) una estación de energía fotovoltaica en Jujuy, e) un parque eólico, f) las redes de transmisión de energía de las presas hidroeléctricas Kirchner y Cepernic -a construir- en Santa Cruz, g) un polo energético en Zárate alimentado por gas comprimido, y g) el dragado del río Salado.

Lo acordado en el acta del citado “3<sup>er</sup> Diálogo” de abril pasado, contiene exigencias particulares del gobierno de Beijing para avanzar sin más demoras en estos proyectos:

“...la parte argentina se encuentra comprometida a solucionar los diferentes desafíos que expusieron las empresas chinas durante el Diálogo y lograr progresos sustanciales antes de la visita presidencial en mayo para crear una buena atmósfera para la visita del presidente Macri a China”,

“...en el caso del Proyecto de la Central Hidroeléctrica de Santa Cruz, la parte china exigió firmemente a la parte argentina que finalizara los trámites para la evaluación del impacto ambiental antes del 30 de abril, finalizara el proceso de revisión y de audiencia pública fijada por el Congreso antes de finales de mayo, y aprobara la reanudación total del proyecto principal antes de fines de mayo”, ....

“Ambas partes estuvieron de acuerdo en que la implementación efectiva y correcta de los proyectos antes mencionados ayudaría a incrementar la confianza de las empresas chinas **y atraería a las empresas chinas a llevar a cabo una mayor cooperación con Argentina**”.

El tono admonitorio era esperable debido a las demoras en el avance de los proyectos de las centrales hidroeléctricas y las modificaciones incorporadas por la actual administración, lo cual generó como represalia china el cierre, de facto, de las compras de aceite de soja argentino. El viaje deja resultados auspiciosos: se trata de proyectos por U\$S 30.000 millones que podrían revertir el demorado despegue de las obras públicas en nuestro país. Sin embargo, el gobierno chino exige que se dé cumplimiento a lo firmado con el gobierno anterior y se dé inicio a los proyectos de las presas hidroeléctricas cuanto antes. En su enfoque de política exterior es inadmisibles los cambios de gobierno de las contrapartes como excusa para incumplir acuerdos entre estados. En una nota del diario “El País” de España, el especialista Sergio Cesarín reveló que poco antes del viaje de Macri las importadoras chinas **habrían suspendido la compra de soja de nuestro país, y optado por comprar soja brasileña y a mayor precio**<sup>(a)</sup>.

Además, cabe observar que estos acuerdos tienen cláusula de “*cross default*”: si se cancela o suspende alguna de las inversiones acordadas, se cae el financiamiento y ejecución de todas las demás. En definitiva, primero hay que cumplir con los bien o mal firmados acuerdos de la gestión anterior, luego recién esperar en el arribo concreto de grandes inversiones chinas en nuestro país.

(a) Centenera, M. (2017): “China presiona a la Argentina: si quiere inversiones debe cumplir antes lo firmado con Kirchner”. *Diario El País*, Madrid. 17 de mayo de 2017.

Ver [http://economia.elpais.com/economia/2017/05/16/actualidad/1494960417\\_578330.html](http://economia.elpais.com/economia/2017/05/16/actualidad/1494960417_578330.html)

3. *La economía: con cierto repunte, pero la inflación se acelera*

Como era de esperar, abril dio inicio a una paulatina reactivación económica, aunque todavía se está lejos de percibirse en el ingreso disponible de la mayoría de la población. Los signos de mayor actividad se observan en la producción interna, más bien que en el comercio o el consumo, en parte gracias al impacto estacional de la cosecha gruesa. Sin embargo, el efecto positivo de esta última se ve acotado por el recrudecimiento de inundaciones en amplias zonas de la Mesopotamia y en las provincias de Buenos Aires, Santa Fe, y Córdoba, donde la falta de obras hídricas en varias grandes extensiones es ya inadmisibles.

A manera de semáforos, el siguiente Cuadro presenta indicadores relacionados con la actividad económica y la evolución de los precios. Inequívocamente, el frente crítico es el de la inflación, que sigue un sendero alejado de las metas oficiales. A manera de “semáforos” se presentan con color rojo los indicadores de evolución más preocupante, amarillo los de evolución neutral y verde los más auspiciosos:

**CUADRO 1: INDICADORES DE PRECIOS Y DE LA ECONOMÍA REAL**

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Precios	IPC C.A.B.A.	Dirección General de Estadística y Censos GCBA	Abr. 2017	Var % mensual	2,1%	2,9%	
				Var% mensual anualizada	28,3%	40,9%	
	IPC	INDEC	Abr. 2017	Var % mensual	2,6%	2,4%	
				Var% mensual anualizada	36,1%	32,9%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Feb. 2017	Var % mensual (sin estacionalidad)	-1,9%	-0,4%	
				Var. % interanual (sin estacionalidad)	-2,2%	1,4%	
				Var % ene-feb '17 vs. ene-feb '16	-0,4%	1,4%	
	PBI	INDEC	IV Trim. 2016	Var. % interanual	-2,1%	-3,7%	
Actividad industrial	Estimador Mensual de Actividad Industrial	INDEC	Marzo 2017	Var % mensual	-0,4%	-6,0%	
				Var % interanual	-2,4%	-3,5%	
	Uso capacidad instalada		Marzo 2017	% uso capacidad instalada	65,7%	60,0%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Marzo 2017	Var. interanual	10,8%	-3,4%	
	Puestos de trabajo Construcción (sector privado)		Febrero 2017	Var % mensual	0,8%	1,0%	
				Var. interanual	2,2%	0,0%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Abril 2017	Var % mensual	20,9%	-8,7%	
				Var. interanual	33,3%	22,7%	
	Sistema Seguridad Social		Abril 2017	Var % mensual	5,7%	3,2%	
				Var. interanual	33,5%	42,0%	
	Créditos y Débitos en Cta. Cte.		Abril 2017	Var % mensual	2,6%	-2,8%	
				Var. interanual	21,6%	24,9%	
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	Marzo 2017	Nivel (US\$ M)	4.527	3.881	
				Abr '16 - Mar '17 (US\$ M)	57.950	57.847	
				Var. % interanual	2,3%	-6,3%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	5.468	3.939	
				Abr '16 - Mar '17 (US\$ M)	56.571	55.801	
				Var. % interanual	16,4%	-2,4%	

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, AFIP y Dir. Gral. de Estadística y Censos del GCBA.

La actividad industrial mostró signos de reversión de la dinámica bajista de meses anteriores, y el uso de la capacidad instalada registró el primer salto importante, superando el 65% del total, en el último año y medio. Esto es probable que se refleje en mejores indicadores para el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) en marzo y abril de este año. Las exportaciones acumuladas en 12 meses hasta marzo de este año empezaron a mostrar signos de reactivación a nivel interanual, mientras que las importaciones registraron un fuerte aumento interanual (16,5%), aunque desde un piso muy bajo del año anterior. Igualmente, la dinámica es preocupante: Entre abril de 2015 y marzo de 2016 se

acumuló un superávit comercial de U\$S 2.046 M, mientras que **entre abril de 2016 y marzo de 2017 dicho excedente de redujo a U\$S 1.379 millones (- 32,6% i.a.).**

Esto refleja un visible problema de competitividad, dada la estabilidad del tipo de cambio nominal de los últimos 12 meses y un proceso inflacionario que no se detiene. El BCRA ha insistido con impulsar subas de tasas de interés de corto plazo como único instrumento antiinflacionario, pero como hemos reiterado desde el año pasado, se trata de una herramienta inocua por varias razones: **a) no es acompañado por una política monetaria de desaceleración visible y permanente de la expansión de la base monetaria, b) esta última escapa al control del BCRA, por la visible dominancia fiscal sobre la autoridad monetaria, c) la sucesión de aumentos de salarios y precios regulados de diferente magnitud y frecuencia exacerbó la inestabilidad de precios relativos.** Esto último viene consolidando un piso de inflación inercial y por expectativas cada vez más firme y atado a la emisión monetaria, la puja distributiva y al mercado cambiario, que a cierto “poder telepático” de tasas de interés interbancarias. El siguiente cuadro muestra la evolución de algunos indicadores del sistema financiero:

**CUADRO 2: INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS**

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Dato 1 año anterior	
Indicadores monetarios y cambiarios	Tipo de cambio	Banco Central de la República Argentina	Abril 2017	Pesos por dólar a fin de mes	15,43	14,26	●
				Var. % interanual	8,2%	160,1%	●
			Ene-abr 2017	Pesos por dólar promedio	15,61	14,46	●
				Var. % interanual	7,9%	65,6%	●
	Reservas internacionales (brutas)		Abril 2017	Nivel (U\$S M) a fin de mes	48.217	34.380	●
				Var. % mensual	-4,6%	16,3%	●
				Var. % interanual	40,2%	1,4%	●
				Circulante	Abril 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	588.131
	Var. % mensual		0,2%			-0,6%	●
			Var. % interanual		30,4%	28,1%	●
			Base Monetaria		Abril 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	795.910
	Var. % mensual			5,5%		-0,1%	●
				Var. % interanual	39,0%	22,1%	●
				Letras y Notas BCRA	Abril 2017	Valor nominal (\$ M) a fin de mes	784.449
	Letras y Notas BCRA/Circulante		133,4%			105,6%	
			Letras y Notas BCRA/Base monet.		98,6%	83,1%	
			Var. % mensual		10,6%	8,7%	
	Depósitos del sector privado		Ene-Abr. 2017	Nivel (\$ M) promedio	1.494.264	1.068.143	●
Var. % cuatrim. anterior		14,3%		15,0%			
		Var. % interanual	39,9%	45,7%			
		Préstamos al sector privado	Ene-Abr. 2017	Nivel (\$ M) promedio	1.124.921	814.190	
Var. % cuatrim. anterior	15,4%			8,9%			
	Var. % interanual		38,2%	34,8%			

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Los primeros cuatro meses del año mostraron un importante crecimiento interanual de depósitos y préstamos, aunque con signos de incipiente desaceleración de los depósitos. Si se toman los saldos promedios del mes de abril, depósitos y préstamos crecieron, respectivamente, 35,3% y 35,9%. A su vez, los saldos a fin de abril del circulante y la base monetaria registraron un aumento interanual de 30,4% y 39,0%, respectivamente, mientras que los saldos promedios mensuales de abril crecieron, respectivamente, 30,1% y 35,8% interanual. Para absorber esta emisión, el BCRA absorbe el circulante excedente vía operaciones de pase interbancario y venta de Letras del BCRA (LEBAC). **A fin de abril el stock de LEBAC ascendía de \$ 784.499 M, equivalente ya al 98,6% de la base monetaria y al 133,4% del circulante.**

En cuanto al tipo de cambio, en torno de 15,43%, se ha mantenido estable debajo del “techo” de \$16 el cual fue perforado la semana pasada ante la crisis de Brasil. Las reservas internacionales registraron una transitoria baja en abril luego de superar los U\$S 52.000 millones. El principal determinante fue la caída del efectivo mínimo en dólares de entidades financieras en el BCRA por U\$S 5.520 M, seguido en lo que va de mayo por otra baja de U\$S 2.555 M. La conducción del BCRA ha reafirmado que mantendrá sin cambios las metas de inflación y el uso de las tasas de pases a 7 días, actualmente a 25,5% anual, como instrumento de política monetaria. Sin embargo, en lo que va de mayo ha intervenido en el mercado secundario de LEBAC para aproximar la tasa de retorno de estas últimas a la de pases a 7 días,

y también se lo ha percibido activo en el mercado cambiario junto a la banca oficial para sostener el tipo de cambio, focalizándose también en la nueva meta oficial de acumular reservas internacionales hasta el 15% del PIB en dos años. De no observarse una fuerte baja en la inflación en la segunda mitad del año, las presiones políticas no sólo sobre el BCRA, sino sobre el Ministerio de Hacienda y la Jefatura de Gabinete para replantear las políticas macroeconómicas van a ir en aumento, cualquiera sea el resultado electoral de las PASO de agosto y de las elecciones legislativas de octubre.

Para el 2º semestre se espera que el BCRA adopte como indicador de referencia el nuevo IPC Nacional cuya próxima publicación ha anunciado esta semana el titular del INDEC, Jorge Todesca. Sin embargo, no es de esperar una dinámica sustancialmente diferente del IPC que elabora actualmente el INDEC con información del Aglomerado Gran Buenos Aires. El siguiente cuadro muestra la evolución de los índices provinciales disponibles, además del IPC INDEC en los últimos meses. En todos los casos se observa una dinámica diferenciada en el corto plazo, pero con un sendero de largo plazo relativamente homogéneo. En ningún caso se observa convergencia alguna a la meta del BCRA, destacándose las inflaciones acumuladas en 4 meses en las provincias de **Santa Fe (10,4%), Mendoza (9,9%) y Córdoba (9,8%)**:

**CUADRO 3: EVOLUCIÓN RECIENTE DEL IPC (INDEC, GCBA Y PROVINCIAS) -VAR.% MENSUAL-**

Año	Mes	INDEC (Aglom. Gran Bs. Aires)	Ciudad Aut. de Bs. Aires (C.A.B.A.)	Pcia. Santa Fe	Pcia. San Luis	Pcia. Córdoba	Pcia. Mendoza	Pcia. Tucumán	Pcia. Neuquén	Prom. aglom. interior (excl. C.A.B.A.)	Aglom. Interior + C.A.B.A.
2016	Octubre	2,4%	2,9%	2,5%	2,0%	2,3%	4,7%	2,4%	2,0%	2,7%	2,7%
	Noviembre	1,6%	2,0%	0,8%	1,3%	1,2%	1,5%	1,6%	1,1%	1,3%	1,4%
	Diciembre	1,2%	1,2%	1,6%	0,9%	1,8%	0,6%	1,2%	0,9%	1,2%	1,2%
2017	Enero	1,3%	1,9%	2,1%	1,2%	1,5%	1,2%	1,3%	1,8%	1,5%	1,6%
	Febrero	2,5%	2,2%	2,7%	1,7%	2,3%	1,6%	2,5%	1,3%	2,0%	2,0%
	Marzo	2,4%	2,9%	2,8%	3,1%	3,4%	3,6%	2,4%	1,6%	2,8%	2,8%
	Abril	2,6%	2,1%	2,4%	2,4%	2,2%	3,2%	2,6%	2,2%	2,5%	2,4%
Promedio mensual IV Trim. 2016		1,7%	2,0%	1,6%	1,4%	1,8%	2,3%	1,7%	1,3%	1,7%	1,7%
Promedio mensual I Trim. 2017		2,1%	2,3%	2,5%	2,0%	2,4%	2,1%	2,1%	1,6%	2,1%	2,1%
Abril 2017		2,6%	2,1%	2,4%	2,4%	2,2%	3,2%	2,6%	2,2%	2,5%	2,4%
<b>Inflación acumulada 4 meses 2017</b>		<b>9,1%</b>	9,4%	<b>10,4%</b>	8,7%	<b>9,8%</b>	<b>9,9%</b>	9,1%	7,0%	9,1%	9,2%

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, Dir. Gral. de Estadística y Censos del GCBA; Dir. Gral. de Estadística y Censos de la Pcia. de Córdoba, Dir. de Estadísticas e Investig. Económicas del Gob. de la Pcia. de Mendoza, Dir. Pcial. de Estadística y Censos del Gob. de la Pcia. de Neuquén, Dir. Pcial. de Estadística y Censos de la Pcia. de San Luis, e Instituto Pcial. de Estadística y Censos de la Pcia. de Santa Fe.

El proceso inflacionario no podrá detenerse sin cortar con el financiamiento monetario al Sector Público No Financiero. Recién este mes es el primero desde enero de 2016 en que no se emite para financiar al SPNF. En los primeros 4 meses de 2016 la emisión de dinero con ese destino (compra de dólares captados vía endeudamiento, adelantos transitorios y transferencia de utilidades) sumó \$ 34.559 M, **mientras que en los primeros 4 meses de este año fue de \$ 128.106 M, (+170,3% interanual)**. Esto no deja duda alguna sobre la dominancia de un SPNF que lejos está de mostrar evidencia de ajuste fiscal alguno.

A pesar de la necesidad de reducir subsidios, en la última semana se concedió a las industrias electrointensivas el beneficio de un descuento a las tarifas eléctrica de 20%, condicionado a metas de un uso eficiente de la energía y de no despedir personal injustificadamente. Sin embargo, de no reducirse el déficit fiscal, tampoco lo harán la emisión de deuda pública ni de dinero, complicando la lucha contra la inflación. Si se ajustan las tarifas también subirá la inflación, aun cuando se reduzca el déficit fiscal. Si el tipo de cambio sube, tiene impacto negativo en los precios. Si baja, se deteriora la competitividad, la producción industrial y el empleo. Si se acelera la suba de salarios se propagan las presiones inflacionarias, pero si se retrasan demasiado se contrae la demanda interna, la producción y el empleo.

**Tarde o temprano se impondrá la necesidad de una estabilización de la inflación con un programa de desarrollo, según una hoja de ruta claramente definida y consensuada.** Caso contrario, el impacto distributivo de este proceso inflacionario se va a tornar cada vez más difícil de manejar.

## A BONO REVUELTO...

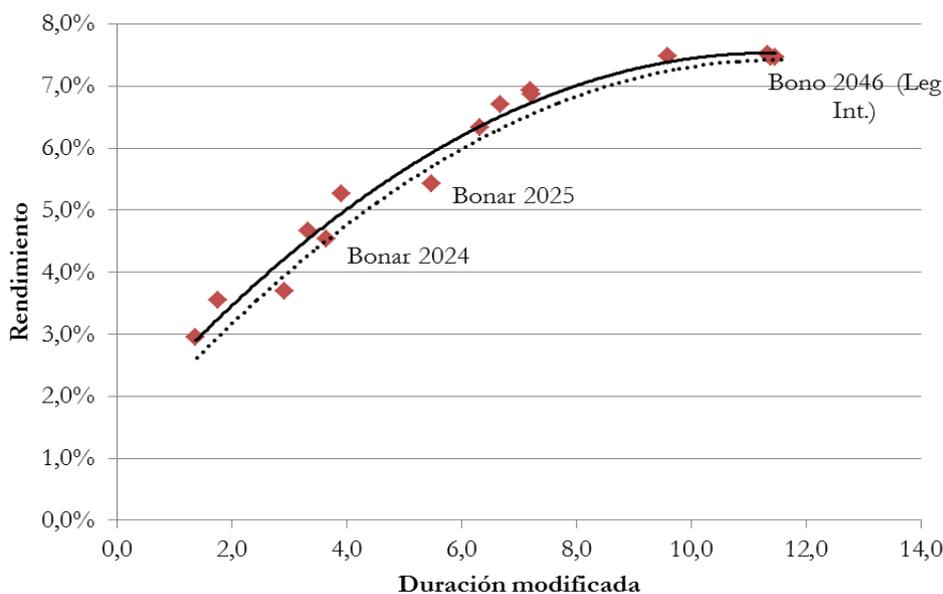
Gustavo Martín

La información contenida en los rendimientos de los bonos indica que el *carry trade* descubierto continúa y que la inflación sería todavía mayor y más persistente de lo esperado por las autoridades. De esta manera, la política monetaria sería restrictiva por un tiempo más prolongado y las tasas de interés en pesos seguirían en los actuales niveles retroalimentando el *carry trade*.

### 1. Curva de Bonos Soberanos en Dólares

La curva de bonos soberanos se mantuvo estable desde fines de abril, probablemente indicando que no existen cambios respecto de las expectativas en la cotización del dólar en la plaza local, incluso a pesar del efecto Temer en Brasil que elevó el valor del tipo de cambio a \$16 durante el jueves 18 de mayo. El gráfico a continuación muestra la curva de bonos al 18 de mayo (línea sólida) contra la curva del 12 de mayo (línea punteada). No se observa un cambio brusco tanto en el movimiento como en la pendiente. Asimismo, tampoco cambió la pendiente de la curva, la diferencia en puntos básicos entre el rendimiento del Bono 2046 contra el Global 17 o el Bonar 18, se mantiene alrededor de los 450 pb. al igual que a fines de abril. La estabilidad de la curva también indica que el *carry* descubierto continuará a pesar del impacto del escándalo brasilero, ya que no se observan movimientos en los precios que demuestren el uso de protección contra una devaluación.

### GRÁFICO 1: CURVA DE BONOS SOBERANOS EN DÓLARES

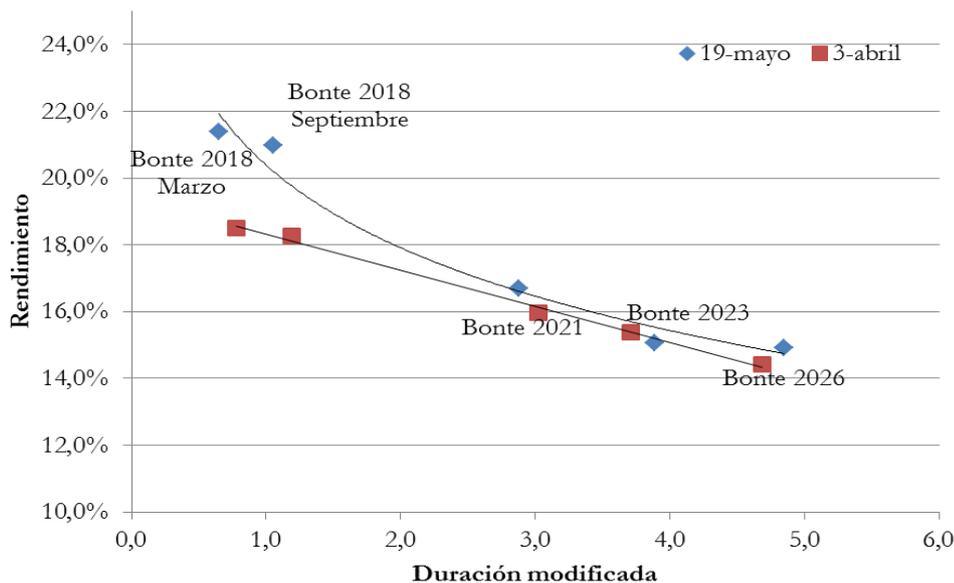


Fuente: IAMC

### 2. Curva de Bonos Soberanos en Pesos a Tasa Fija

Por su parte, los bonos soberanos en pesos a tasa fija vieron incrementados sus rendimientos luego que el INDEC hubiera publicado el dato de inflación. Asimismo, la pendiente negativa de la curva se empinó aún más indicando que aún se espera un descenso de la inflación hacia el futuro pero que en el corto plazo la misma sería superior a lo esperado anteriormente. En rigor, la diferencia en puntos básicos desde principio de abril entre el Bonte 26 y el Bonte 18 (sep) pasó de 320 a más de 600 y entre el Bonte 21 y el Bonte 18 (sep) pasó de 150 a estar por encima de los 420.

**GRÁFICO 2: CURVA DE BONOS SOBERANOS EN PESOS A TASA FIJA**

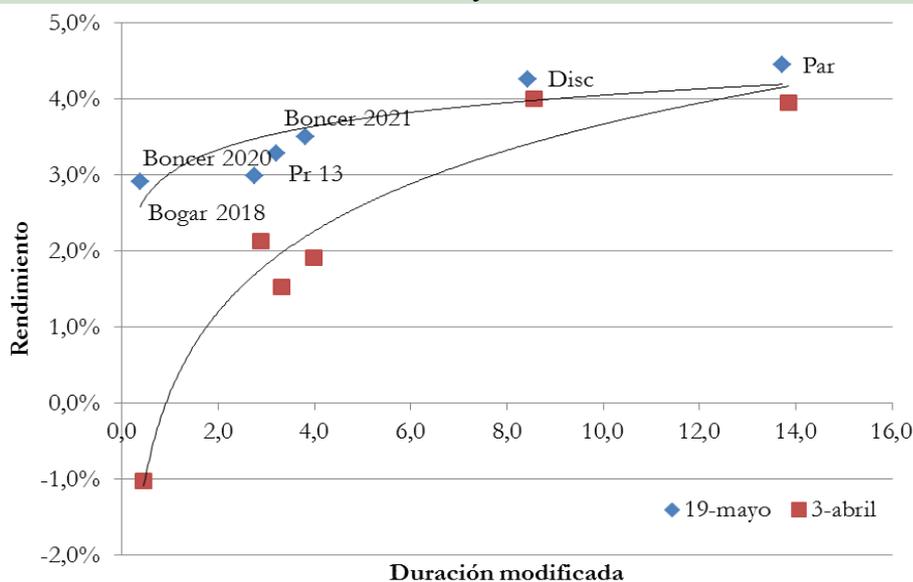


Fuente: IAMC

### 3. Curva de Bonos Soberanos en Pesos ajustados por Inflación (CER)

En contraste, los rendimientos de los bonos ajustados por inflación se incrementaron notablemente en respuesta a una inflación más elevada de lo esperado durante abril y que llevó a los inversores a exigir un mayor premio por mantenerlos en cartera. De esta manera, se convalidan las expectativas de una inflación muy por encima de la meta del BCRA para este año.

**GRÁFICO 3: CURVA DE BONOS SOBERANOS EN PESOS AJUSTADOS POR CER**



Fuente: IAMC

### 4. Curva de Bonos Soberanos en Pesos ajustados por BADLAR

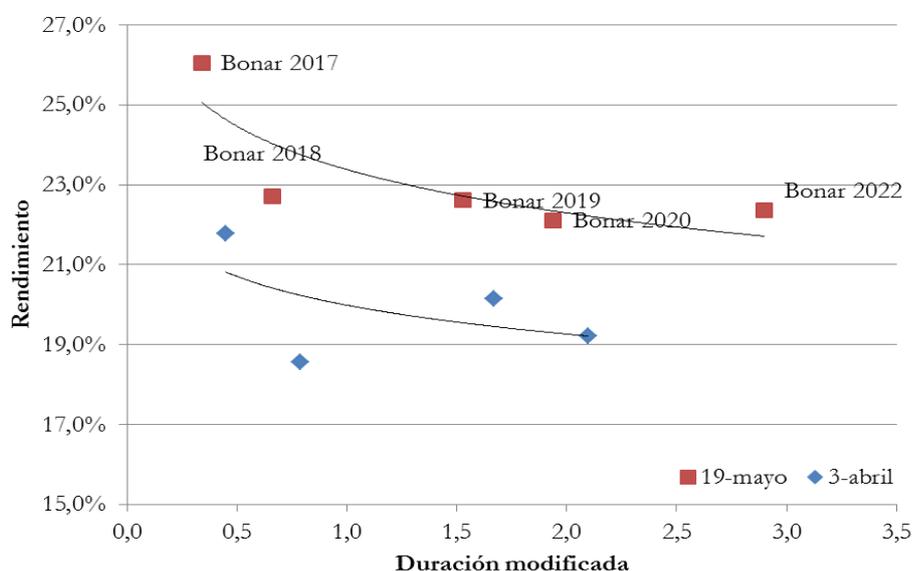
En lo que se refiere a los bonos soberanos que ajustan por la tasa BADLAR, si bien el spread exigido en cada plazo es diferente (ver tabla a continuación), también fueron afectados por el último dato de inflación y la expectativa de una

política monetaria del BCRA más restrictiva con tasas altas más persistentes que impactarían con subas en la tasa BADLAR. Asimismo, el impacto de Brasil generó una fuerte suba y cambio en la pendiente de la curva desde el viernes 12 de mayo, exigiendo mayores rendimientos en los plazos más cortos.

### Spreads sobre BADLAR

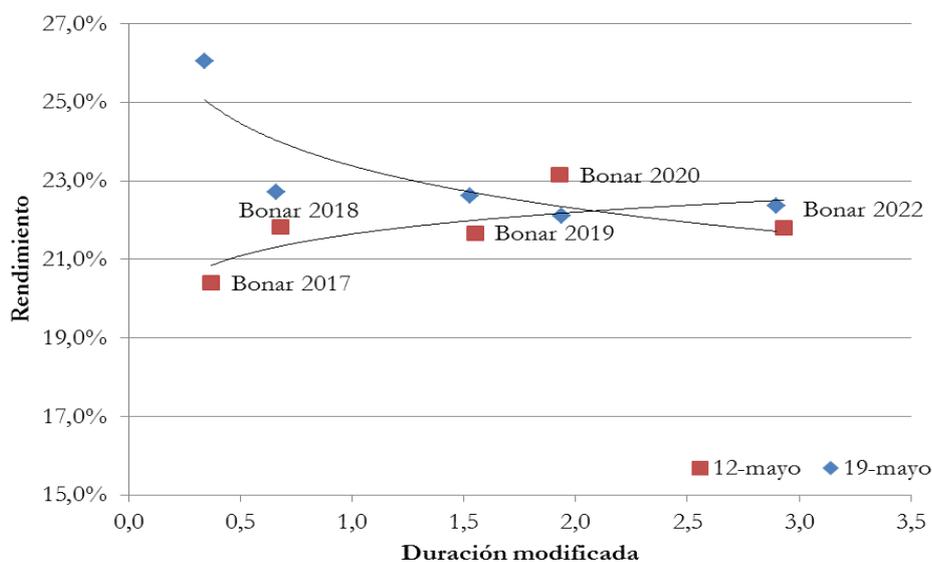
Bonar 17	+300pb
Bonar 18	+275pb
Bonar 19	+250pb
Bonar 20	+325pb
Bonar 22	+200pb

**GRÁFICO 4: CURVA DE BONOS SOBERANOS EN PESOS + BADLAR**



Fuente: IAMC

**GRÁFICO 5: CAMBIO EN LA PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS POR EFECTO BRASIL**



Fuente: IAMC

### 5. *En definitiva...*

Puesto de manera sucinta, la información que brindan los movimientos en las curvas de rendimiento de los bonos soberanos parece indicar, en primer lugar, que el *carry trade* descubierto continuaría todavía por un tiempo más y no se agotaría necesariamente en 2017. En segundo lugar, la inflación sería todavía mayor de lo esperado en los próximos tres años al menos por los inversores que no necesariamente se encuentran alineados con el REM del BCRA. Tercero, los agentes del mercado de renta fija estarían operando bajo el supuesto de que el BCRA aplicará una política monetaria restrictiva más persistente lo que derivaría en tasas de interés pasivas en pesos más altas (en particular la BADLAR) a lo esperado previo al dato de inflación de abril.

Esta derivación, no parece tener en cuenta algún posible efecto de la alta liquidez en pesos que posee el sistema financiero actualmente lo que llevaría a un tope a lo que podría ser la suba de las tasas pasivas de los bancos. Finalmente, este último efecto sobre las tasas pasivas en pesos retroalimentaría tanto el efecto del *carry trade* como la expectativa de inflación más alta.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ALIVIO EN EUROPA, AMENAZAS EN EL ESTE DE ASIA, TEMORES POR TRUMP

Jorge Viñas

**El triunfo de Macron sobre Le Pen en el balotaje de Francia constituye un gran alivio para el Euro. También se interpreta como un freno al avance del populismo a nivel mundial. En medio de un clima financiero global de relativa calma, la amenaza nuclear de Corea del Norte y las dificultades internas de Trump por sus relaciones con Rusia, asoman como los principales focos de riesgo.**

#### 1. *Europa luego del triunfo de Macron en Francia*

Finalmente, no hubo sorpresas. Todas las encuestas anticipaban un amplio triunfo de Emmanuel Macron sobre Marine Le Pen en el balotaje de Francia. Y el candidato independiente de sólo 39 años obtuvo casi dos tercios de los votos (66,06% según el recuento final), para convertirse en el nuevo Presidente de Francia. De esta forma, quedó desactivada la amenaza que Le Pen representaba para el Euro, ya que uno de los puntos centrales de su plataforma apuntaba a que Francia abandone la moneda común europea en un plazo relativamente corto.

Los mercados financieros ya habían anticipado el resultado, lo que se refleja principalmente en que el Euro había subido en las semanas previas, hasta alcanzar el viernes anterior al balotaje el nivel máximo desde noviembre de 2016, de 1,10 dólares por euro. Luego de que el resultado electoral confirmara los pronósticos, en la semana siguiente el Euro no siguió su camino ascendente como algún desprevenido hubiera anticipado, sino que registró una retracción, mostrando un comportamiento bastante habitual en los mercados financieros: “comprar con el rumor, vender con la noticia”. Pero luego retomó nuevamente el impulso alcista para cerrar el 19 de mayo en 1,12 (véase Gráfico 6). El spread entre el rendimiento de los bonos a 10 años del Tesoro de Francia y de Alemania, otra medida de la amenaza que representaba Le Pen, tuvo un comportamiento similar: también se redujo en anticipación al triunfo de Macron, pasando de 75 puntos básicos (p.b.) a mediados de abril a 41 p.b. el viernes previo a las elecciones, el nivel más bajo de 2017, repuntando levemente a 43 p.b. al cierre del 19 de mayo.

## GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR EN LO QUE VA DE 2017.

Dólares por Euro



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Más allá del impacto inmediato en los mercados financieros, el triunfo de Macron genera lecturas e interpretaciones en diversos planos. A nivel global, la derrota de Le Pen es interpretada como un freno al avance del populismo que encarnan el Brexit y, especialmente, el triunfo de Trump en EE.UU. El resultado de las elecciones en Holanda ya había sentado un precedente favorable, pero la derrota de la opción más extremista en un país de la envergadura de Francia resulta mucho más significativo de los límites que este tipo de opciones enfrenta para seguir avanzando en el mundo occidental.

A nivel nacional, representa la pérdida de espacio de los partidos tradicionales de Francia, ninguno de los cuáles logró superar la primera vuelta, afectados por la falta de respuestas frente a los problemas de fondo que arrastra el país: inmigración, seguridad, terrorismo, bajo crecimiento económico, creciente falta de competitividad de la economía francesa. Sin embargo, la sociedad francesa en forma mayoritaria no ha canalizado su frustración recurriendo a las opciones más extremistas, sino que se ha volcado hacia una figura que representa una renovación, pero de índole moderada, como Macron.

A nivel europeo, la plataforma del nuevo Presidente genera expectativas positivas de que se abra una nueva etapa de entendimiento entre Francia y Alemania, los dos “pesos pesados” de la Eurozona, que permita alcanzar un mayor nivel de integración a nivel regional, especialmente en materia fiscal. En efecto, la plataforma de Macron en materia económica contempla el cumplimiento de las normas fiscales de la Eurozona (déficit fiscal inferior a 3%), al mismo tiempo que impulsa dotar a la Eurozona de un Presupuesto votado por un Parlamento de la Eurozona. Esto representaría un acercamiento a las posturas de Alemania en este frente, abriendo la puerta para una negociación fructífera.

El optimismo que despierta el programa económico del nuevo Presidente de Francia se ve atemperado por el hecho de que, a pesar del amplio margen que obtuvo en el balotaje, su capacidad para nombrar al Primer Ministro y formar gobierno propio para impulsar su agenda depende de que obtenga mayoría parlamentaria. Por ello, el resultado de las elecciones parlamentarias previstas para principios de junio es clave. Macron acaba de presentar a sus candidatos, pero la atomización que mostró el electorado en la primera vuelta presidencial torna poco probable que pueda alcanzar la mayoría.

En el mejor de los casos, dependerá de alianzas para formar Gobierno, evitando así la “cohabitación”, que es como se denomina cuando el Presidente y el Primer Ministro son de fuerzas políticas opuestas. Se trataría de un gobierno con escaso margen para avanzar a fondo con reformas, dado que cada medida involucraría arduas negociaciones entre los partidos que conforman la alianza. Otra alternativa es que el Presidente recurra a órdenes ejecutivas para impulsar su agenda, aunque esta estrategia estaría bastante acotada institucionalmente.

**Principales puntos del programa económico de Emmanuel Macron**

- Reducción del impuesto a las ganancias corporativas del 33% al 25%
- Menores contribuciones sociales para individuos con aumento del apoyo para los de mejores ingresos.
- Reducción de impuestos locales.
- Cierta flexibilización de la jornada laboral de 35 horas, con mayor margen para negociar caso por caso entre empleadores y trabajadores
- Plan de inversiones de € 50.000 millones en 5 años, con énfasis en educación y medio ambiente
- Ahorros de gastos por € 60.000 millones anuales al final del 5 año de su mandato, centrados en menores beneficios por desempleo, menores gastos en salud y menores gastos de funcionamiento del gobierno central y de gobiernos locales
- Cumplimiento de la meta de déficit fiscal de 3% del PIB a lo largo de los 5 años de su mandato
- Presupuesto para la Eurozona aprobado por un Parlamento de la Eurozona.

Fuente: IICE-USAL en base a datos de Reuters, Bloomberg, ndtv.com, en-marche.fr

El próximo evento político clave en Europa son las elecciones de Alemania previstas para el 24 de septiembre. Sin embargo, la incertidumbre y la tensión que se había generado un par de meses atrás cuando la oposición socialdemócrata empezó a recortar rápidamente la ventaja de los demócrata-cristianos de Angela Merkel, parecen haberse diluido. En las recientes elecciones regionales de una provincia del norte de Alemania, los socialdemócratas sufrieron una dura derrota, y las últimas encuestas muestran que el partido de Merkel ha vuelto a ampliar su ventaja. En este contexto, el líder socialdemócrata Martin Shultz ha salido a respaldar posturas favorables hacia una mayor integración europea. A esta altura, todo indica que la elección en Alemania no revestirá el carácter crítico que tuvo la elección francesa.

2. *EE.UU.: El programa de Trump no termina de despegar... y empieza a preocupar*

Cuando parecía que la estrategia de Trump para impulsar su programa de Gobierno empezaba a encaminarse, el carácter imprevisible y errático de su toma de decisiones volvió a jugarle en contra. En efecto, la aprobación en la Cámara de Representantes de la anulación del *Obamacare*, fue un indicio de que las cosas finalmente empezaban a moverse. Sin embargo, la decisión de expulsar intempestivamente al jefe del FBI, volvió a tensar sus relaciones con el Congreso, no sólo con la oposición Demócrata sino que incluso con los propios Republicanos. Por lo tanto, cualquier expectativa de que la reforma tributaria y el plan de infraestructura podían empezar a acelerarse en su tratamiento, se diluyeron rápidamente. Adicionalmente, en la última semana se acentuaron las controversias y las investigaciones en torno a las relaciones de Trump con Rusia, lo que puso nerviosos a los inversores, provocando una corrección de los mercados financieros el día 17 de mayo, que por el momento no pasó a mayores. Pero una alarma se ha encendido en este frente.

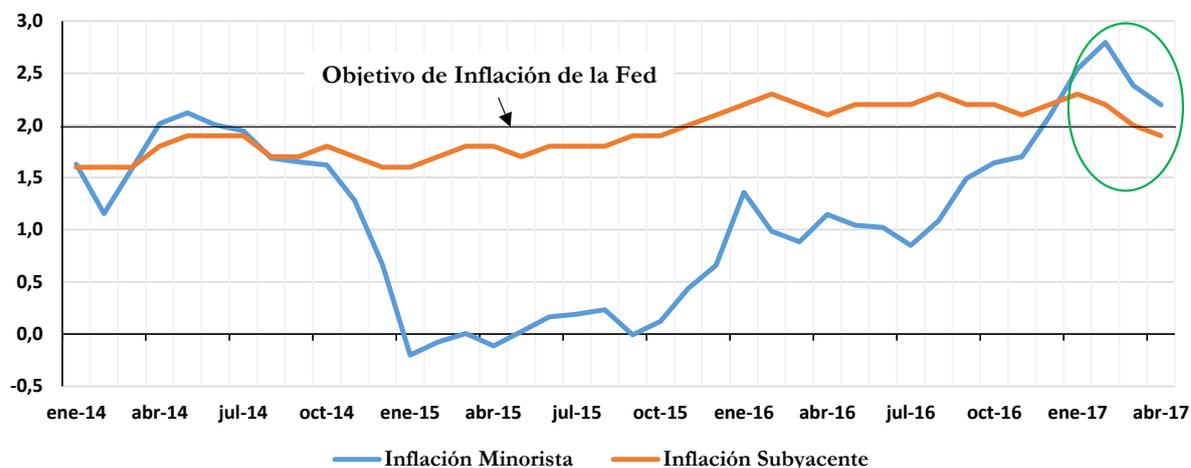
No es en el único frente en el que Trump sigue dando señales contradictorias: en materia de regulación bancaria, ha vuelto a la carga con uno de sus temas de campaña, la necesidad de dividir a los grandes bancos en unidades más pequeñas, algo que había desaparecido de su discurso en los primeros meses de su Gobierno. También en materia de comercio exterior hubo algunas señales contradictorias de cara al Tratado de Libre Comercio (TLC) con México y Canadá, así como también en cuanto a las relaciones con China. Pero en ninguno de estos campos ha habido avances concretos en una u otra dirección.

A pesar de que la agenda de Trump no despega, la economía de EE.UU. muestra una evolución favorable. Los datos de actividad de abril disponibles hasta el momento abonan la tesis de que la desaceleración del primer trimestre 2017, cuando el PIB creció apenas un 0,7% anualizado contra el trimestre anterior, fue transitoria y será rápidamente superada. En particular, la expansión del 0,4% mensual que registraron las ventas minoristas en abril evidencia una recuperación del consumo, cuyo estancamiento en el primer trimestre fue el factor clave de la desaceleración. El mercado laboral no ha sido la excepción, ya que la creación de empleo no agrícola en abril alcanzó 211.000 nuevos puestos, recuperándose del freno en marzo, mientras que la tasa de desempleo volvió al piso del ciclo actual del 4,4%. En este contexto, la Fed se apresta a subir la tasa en la reunión de junio. En efecto, el comunicado tras la reunión de principios de mayo, en el que mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios, mostró que los miembros consideraron la desaceleración del primer trimestre como transitoria. Desde entonces, dicha consideración ha sido avalada por los datos económicos, en especial por los del mercado laboral. De allí que, tras la publicación del dato de empleo, los futuros de

Fondos Federales descontaban un 100% de probabilidad de que la Fed subirá la tasa 25 p.b. en junio a un rango de 0,75%-1% (al cierre del 19 de mayo esta probabilidad es del 97,5%).

### GRÁFICO 7. EE.UU.: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MINORISTA Y LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual (%).



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

El único punto disonante en cierta forma en esta historia, es el hecho de que la inflación no ha reaccionado en forma acorde a una economía que ha reducido el desempleo por debajo de lo que muchos consideran su tasa natural de desempleo. En efecto, tras caer 0,3% en marzo, la inflación minorista registró una leve suba de 0,2% en abril, con lo cual la variación interanual se redujo de 2,4% en marzo a 2,2% en abril. Si bien una parte importante de la falta de reacción de la inflación obedece al comportamiento del petróleo, que en los últimos meses muestra una retracción, la inflación subyacente ha vuelto a caer por debajo del 2% que es el objetivo inflacionario de la Fed, sin mostrar los síntomas de aceleración que serían consistentes con una economía con un nivel de desempleo tan bajo.

Este comportamiento benigno de la inflación es lo que le sigue dando margen a la Fed, para proseguir con su estrategia gradual de suba de tasas, a pesar de que la tasa de desempleo ya se ubica por debajo de sus proyecciones para fines de 2017. En tanto y en cuanto esta estrategia gradualista no sufra modificaciones, las subas de tasas no tendrían un efecto disruptivo sobre los mercados financieros como en ciclos de subas de tasas anteriores.

### 3. Todos los focos sobre Corea del Norte

Con Europa imbuida de un renovado optimismo y EE.UU. sin mayores sorpresas ni sobresaltos, el foco de tensión se ha trasladado al Este de Asia. El epicentro es Corea del Norte, que insiste con sus pruebas misilísticas, a pesar de la presión ejercida por la comunidad internacional y de las amenazas de Trump de aplicar una represalia militar. La situación generada por la tozudez del régimen norcoreano de persistir en su actitud beligerante, mantiene en vilo a toda la región y al mundo.

A pesar de sus esfuerzos, Trump no ha conseguido hasta el momento alinear a China y a Rusia para que apoyen un endurecimiento de las sanciones de la ONU a Corea del Norte. Si bien Rusia y China no avalan la postura desafiante del régimen norcoreano, desconfían de la creciente injerencia de EE.UU. en la región, considerándola una amenaza para su situación estratégica. Tal es el caso del escudo antimisiles que EE.UU. acaba de poner en funcionamiento en territorio de Corea del Sur. La mutua desconfianza imperante entre las grandes potencias mundiales es aprovechada por Corea del Norte para avanzar en sus propios objetivos.

En este contexto, la reacción de Trump es una gran incógnita. En algunas ocasiones ha amenazado con represalias militares sobre Corea del Norte, mientras que en otras se muestra proclive a insistir con la vía diplomática para alinear a China y a Rusia y dejar completamente aislado al régimen norcoreano. El precedente del ataque de EE.UU. a Siria significa que, aun sin anunciarlo, Trump podría sorprender con un ataque “preventivo” en cualquier momento. Sin

embargo, en este caso la escalada de tensiones en la región, especialmente con China, podría alcanzar un nivel más preocupante que en el caso de la reacción de Rusia tras el ataque a Siria, que fue muy acotada y efímera.

Las recientes elecciones de Corea del Sur han agregado un nuevo condimento a este cóctel potencialmente explosivo. Tras la destitución de la anterior Presidente por cargos de corrupción, en las elecciones anticipadas para elegir reemplazante se impuso el candidato opositor Moon Jae-in, quien llega con una agenda diametralmente opuesta respecto a la gestión anterior en materia económica, impulsando un mayor activismo fiscal, y en las relaciones con Corea del Norte, con quien plantea una estrategia más dialoguista frente a la estrategia confrontativa del gobierno anterior. Esto puede generar diferencias crecientes con EE.UU., aliado histórico de Corea del Sur, con quien Trump ya ha tenido algunos cortocircuitos por temas de exterior y por el financiamiento del escudo antimisiles.

Más allá de los daños y costos directos asociados a un conflicto armado, las consecuencias económicas en caso de que la resolución del conflicto exceda la vía diplomática, pueden tener ramificaciones impensadas, debido a la alteración de las relaciones comerciales y la potencial interrupción de la cooperación entre todos los actores, principalmente entre EE.UU. y China. En momentos en que los mercados financieros internacionales atraviesan un período de relativa calma, con niveles de volatilidad históricamente bajos que algunos asocian con la complacencia, una crisis militar en el este asiático podría alterar radicalmente el escenario, con picos de alta volatilidad y la reaparición de la aversión al riesgo.

## NUEVO TERREMOTO POLÍTICO EN BRASIL

*Jorge Viñas*

**Las escuchas que incriminan al Presidente Temer avalando el pago de sobornos, desataron una nueva crisis política en Brasil. La incertidumbre que se abre respecto al futuro de todo el sistema político, cuya legitimidad está seriamente cuestionada, frena el proceso de reformas que impulsaba el gobierno actual y pone en riesgo la continuidad de la incipiente recuperación económica. El tiempo que demore restablecer la gobernabilidad será clave para determinar la magnitud de los daños.**

### *1. Nuevo escándalo político con repercusiones económicas y financieras negativas.*

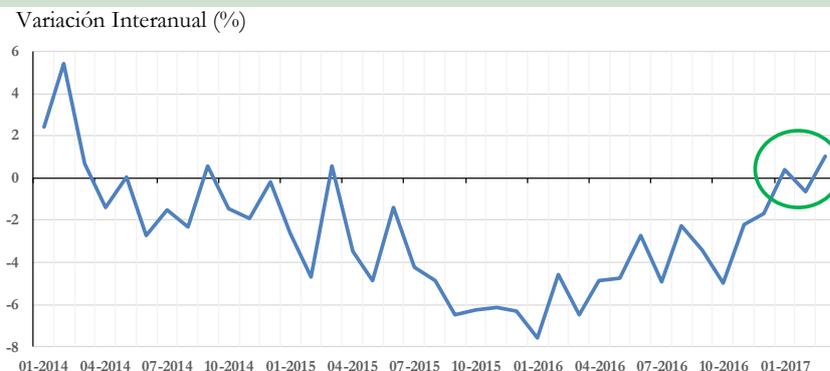
El miércoles 17 de mayo por la noche, el diario “O Globo” reveló que el Presidente Michel Temer había sido grabado en una conversación con el presidente de JBS, el principal frigorífico de Brasil, en la cual avalaba el pago de sobornos al expresidente de la Cámara de Diputados Eduardo Cunha, actualmente encarcelado, a cambio de su silencio. La denuncia provocó el derrumbe de todos los activos financieros brasileños el día jueves. El real se depreció un 8% frente al dólar; el índice Bovespa, que aglutina las acciones de las principales empresas brasileñas, cayó un 10% en la apertura provocando la interrupción de las negociaciones, para luego terminar cerrando 8,8% abajo; mientras que el riesgo soberano, medido por el CDS (“Credit Default Swap”) a 5 años, subió un 30%, pasando de 206 puntos básicos (p.b.) a 266 p.b.

Esta reacción refleja los temores de los inversores de que la incertidumbre política pondrá un freno a las reformas pendientes en el Congreso: la reforma laboral había sido recientemente aprobada por la Cámara Baja y tenía que pasar por el Senado, mientras que la reforma previsional todavía tenía pendiente la aprobación en ambas cámaras. En efecto, el legislador que tenía a cargo impulsar la reforma laboral en la Cámara Baja ya avisó que no seguirá avanzando hasta que la situación política se aclare. Hay que recordar que las expectativas de que ambas reformas pudieran completar el proceso de aprobación legislativa en los próximos dos meses, han sido uno de los motores de la fuerte valorización que registraron los activos brasileños en el último año.

Dichas reformas eran consideradas claves para empezar a atacar los problemas de competitividad y de desequilibrio fiscal estructural que limitan el crecimiento potencial de la economía brasileña. Adicionalmente, el mejor clima económico financiero de los últimos meses, caracterizado por una reducción del riesgo país, tendencia a la apreciación cambiaria, descenso de la inflación y mejora de la confianza de empresarios y consumidores, había dado lugar a una incipiente recuperación económica, luego de tres años de recesión (véase Gráfico 8). Ahora, la recuperación se ve amenazada: la incertidumbre política provocará la postergación de decisiones de consumo e inversión, mientras que el

efecto inflacionario de la depreciación cambiaria y el temor a la salida de capitales podría llevar al Banco Central a frenar el proceso de baja de tasas de interés que constituía un estímulo clave para apuntalar el crecimiento.

### GRÁFICO 8. BRASIL: ÍNDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

En su discurso del jueves, cuando todavía no había salido a la luz la grabación denunciada por O Globo, Temer desacreditó la veracidad de la denuncia y aseveró que no pensaba renunciar. Ese mismo día el Supremo Tribunal de Justicia (STJ) inició una investigación contra Temer por obstrucción de la Justicia y liberó la difusión del audio que lo compromete. El viernes los mercados financieros mostraron una recuperación moderada, especialmente por el lado de la moneda, ya que el real recuperó la mitad de la desvalorización del día anterior, mientras que el índice Bovespa rebotó 1,1% y el CDS bajó un 7%.

El sábado, Temer dio un nuevo discurso desde el Palacio del Planalto, en el que insistió que no va a renunciar. Además, pidió que el STJ suspenda las investigaciones hasta que se someta a peritaje el audio, bajo sospecha de que fue editado<sup>1</sup>. También acusó al dueño de JBS, quien efectuó la grabación, de comprar una gran cantidad de dólares y vender en descubierto acciones brasileñas antes de difundir la denuncia, obteniendo así enormes ganancias con la debacle de los mercados acontecida el jueves. Más allá de la insistencia de Temer de sostenerse en el cargo, su continuidad dista mucho de estar asegurada. Los acuerdos políticos que lo llevaron a la Presidencia, y que lo sostenían frente a los cuestionamientos de legitimidad de amplios sectores políticos y sociales, empiezan a resquebrajarse. Por ejemplo, el PSB (Partido Socialista Brasileño), integrante de la coalición gubernamental, de la que participa con el Ministerio de Minas y Canteras, está analizando abandonar el Gobierno. Desde la oposición todo el PT, con Lula a la cabeza, está exigiendo la dimisión inmediata del mandatario.

Para terminar de completar el cuadro de incertidumbre, debe destacarse que se trata de un escándalo que no afecta solo al Presidente Temer, sino que mancha a toda la clase política. Las sospechas, acusaciones e investigaciones recaen sobre el financiamiento de las campañas de todos los partidos políticos<sup>2</sup>. La restricción constitucional para anticipar las elecciones respecto a la fecha estipulada de 2018, complica todavía más la eventual salida de la crisis.

#### 2. Escenarios posibles

A esta altura, la situación permanece muy fluida, con nuevas denuncias y acusaciones cruzadas minuto a minuto, y la complejidad de la crisis no permite hacer predicciones con un mínimo grado de convicción. A continuación, se presentan los escenarios alternativos que se abren:

- a) **Temer consigue sostenerse en la Presidencia:** es lo que está intentando conseguir a toda costa. Pero por ahora parece una tarea nada sencilla. En primer lugar, debe salir sobreesido en la investigación iniciada por el STJ<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> “Esa grabación clandestina fue manipulada y alterada con objetivos subterráneos”, afirmó Temer en su discurso.

<sup>2</sup> En el marco de la causa de las escuchas por corrupción, el viernes por la mañana la policía detuvo a Aécio Neves, Senador por el PSDB, el partido de Fernando Henrique Cardoso, quien compitiera contra Dilma Rousseff en las elecciones presidenciales de 2014 representando a su partido.

<sup>3</sup> No está claro cuánto tiempo puede demorarse. Aun cuando apliquen la máxima celeridad, podría demandar varias semanas.

Luego, está la posibilidad de un *impeachment*<sup>4</sup> en el Congreso, similar al que destituyó a Dilma Rousseff. Pero aun si Temer consigue evitar la destitución por alguna de estas vías, su capacidad para restablecer el nivel de gobernabilidad que le permitió avanzar con las reformas económicas estará seriamente cuestionada lo que lo puede conducir a perder todo tipo de apoyo. Sin embargo, hay quienes argumentan que si consigue sobrevivir en el poder, sus chances de recuperar la gobernabilidad no son menores, ya que seguiría conservando importantes facultades y resortes de poder, por ejemplo en materia de asignación presupuestaria. Por otra parte, los que obstruyan su acción de gobierno podrían compartir la culpa y sufrir el castigo electoral en 2018 si la economía recae en recesión por los problemas de gobernabilidad.

En caso de que Temer no logre su cometido y caiga, sea porque el STJ lo encuentra culpable y lo destituye, sea por la vía del *impeachment* en el Congreso, o porque decide finalmente renunciar ante la falta de posibilidades de recuperar la gobernabilidad, se abren otros dos escenarios:

- b) **Elección indirecta de un nuevo Presidente:** El artículo 80 de la Constitución brasileña establece la línea sucesoria del Presidente en el siguiente orden: Vicepresidente, Presidente de la Cámara Baja, Presidente del Senado, Presidente del STJ. Dado que no hay Vicepresidente, ya que Temer era el Vicepresidente de Dilma, Rodrigo Maia, actual Presidente de la Cámara Baja, asumiría la Presidencia. En 30 días, debería llamar a elecciones indirectas de Presidente por parte del Congreso. En teoría cualquier brasileño mayor de 35 años está en condiciones de ser elegido. En la práctica, los candidatos saldrían del *establishment* de Brasilia. Suenan los nombres de varios parlamentarios, ex-ministros y jueces como candidatos. Es improbable que el problema de legitimidad que afecta a toda la clase política no salpique al elegido, un desafío para la gobernabilidad desde el inicio.
- c) **Elección directa de un nuevo Presidente:** Adelantar las elecciones de 2018 para este año, requiere de una enmienda constitucional que debería ser aprobada por una mayoría del 60% en ambas cámaras del Congreso. No parece algo sencillo de lograr en medio de la actual turbulencia política. Además, dado que el llamado a elecciones sería para Presidente y para el Congreso, muchos congresistas se mostrarían renuentes de enfrentar la voluntad de las urnas en el estado actual de indignación popular. En el caso de que esta alternativa prospere, no está claro quiénes serían los candidatos, debido a los problemas judiciales que enfrentan varios de los que se anotarían en esa carrera, siendo el caso de Lula el más significativo.

### 3. *Impacto económico*

Cualquiera sea el escenario que se termine materializando, las claves que determinarán la magnitud del impacto económico negativo de la nueva crisis política son: 1) el tiempo que demore restablecer un margen mínimo de gobernabilidad y 2) el grado de deterioro que provoque en las condiciones financieras. Por ejemplo, un proceso de *impeachment* largo y complejo como el que terminó en la destitución de Dilma, con Temer intentando resistir a toda costa a pesar de no tener posibilidades de impulsar su agenda, sería mucho más negativo que si renuncia y se consigue elegir en forma indirecta un candidato no afectado por la corrupción y con un mínimo nivel de consenso.

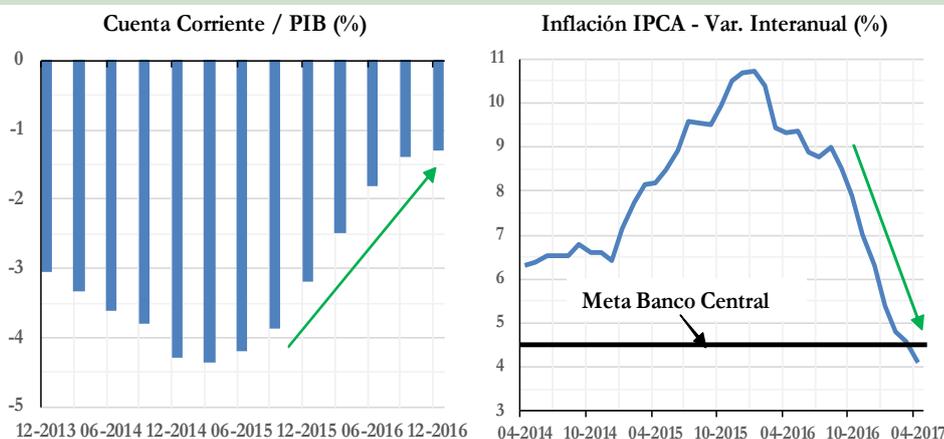
Por otra parte, el recuerdo de la crisis política más reciente, la que derivó en el *impeachment* de Dilma, muestra que las consecuencias económicas fueron nefastas, generando una recesión profunda y persistente que provocó la pérdida del 10% del PIB en tres años. Sin embargo, en dicho proceso recesivo jugó un papel fundamental el deterioro que sufrieron las condiciones financieras: la salida de capitales que la crisis política alentó, partiendo de una situación de elevado déficit de cuenta corriente, provocó una fuerte depreciación cambiaria. Esto a su vez alimentó una suba de la inflación que obligó al Banco Central a endurecer la política monetaria, lo que agudizó el proceso recesivo.

Más allá de la reacción inicial de los mercados financieros, en esta ocasión el comportamiento de las variables financieras no necesariamente tiene que ser idéntico. Una diferencia clave en el punto de partida está en el ajuste externo que ha logrado la economía brasileña, pasando de un déficit de cuenta corriente de 4,4% del PIB a principios de 2015 a 1,3% en el último trimestre de 2016. Otra diferencia importante se advierte en el frente inflacionario: en el año 2014, cuando comenzó a gestarse la última crisis política, la inflación se ubicaba por encima del 6%, por entonces el tope de la meta inflacionaria del Banco Central, acelerándose luego hasta el 10,7% a fines de 2015. Desde entonces, la inflación ha registrado un fuerte descenso hasta ubicarse en abril de 2017 en 4,1%, por debajo del centro de la meta actual del Banco

<sup>4</sup> Sobre el cierre de este artículo, la Orden de Abogados de Brasil aprobó un pedido formal de *impeachment* contra Temer

Central de 4,5% (véase el Gráfico 9). Finalmente, no debe soslayarse la elevada reputación con que cuentan el actual Ministro de Finanzas, Henrique Meirelles, y el Presidente del Banco Central, Ilan Goldfajn, como ancla de las expectativas de mercado.

### GRÁFICO 9. BRASIL: EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE Y DE LA INFLACIÓN MINORISTA



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Todos estos factores pueden atemperar, pero de ninguna manera neutralizar, el shock económico negativo que representa el recrudecimiento de la incertidumbre política, que indudablemente tendrá un costo en materia de actividad económica, que será mayor cuanto más tiempo lleve encontrar una salida viable.

Pese a las perspectivas negativas de corto plazo, es posible culminar con una mirada más optimista, derivada del hecho que la Justicia brasileña parece estar yendo a fondo contra la corrupción, lo que podría sentar las bases de un sistema político y económico más sano y eficiente a largo plazo.

### PERSPECTIVAS PARA LOS PRECIOS DE COMMODITIES

Eloy Aguirre

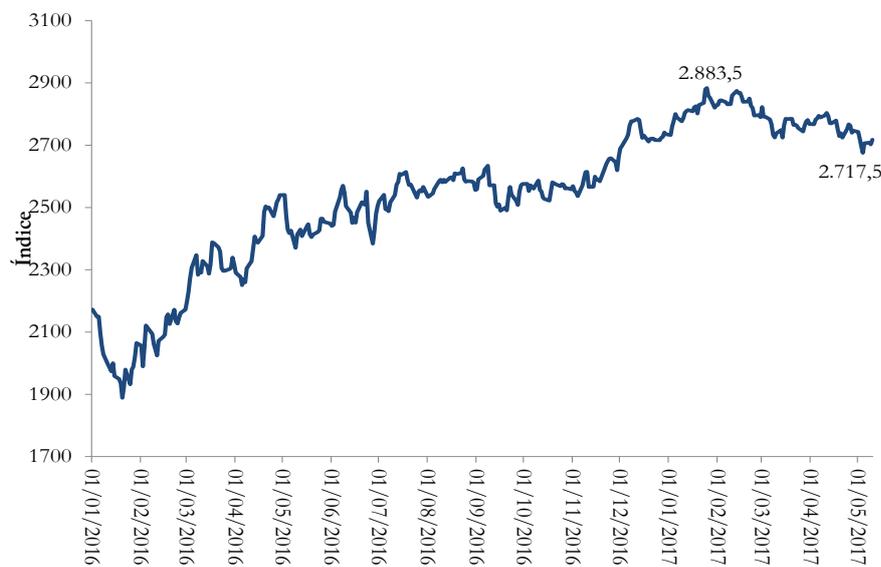
**Diversos informes proyectan que los precios internacionales de las materias primas aumentarían moderadamente en el año 2017, con alta volatilidad. La evolución del petróleo dependerá de la producción de EEUU y el crecimiento de la demanda mundial. Los precios de los cereales podrían descender levemente debido a la abundancia de inventarios, mientras que los precios de la soja, metales y minerales subirían debido principalmente a la demanda sostenida de China.**

#### 1. Introducción

El Banco Mundial publicó en abril su informe trimestral, *Commodity Market Outlook*, sobre las perspectivas del mercado internacionales de *commodities*, indicando que durante el año 2017 los precios de las materias primas aumentarían moderadamente. En el informe estiman que el precio del petróleo se estabilizará alrededor de U\$S 55 el barril en el año 2017 y aumentaría en 2018 a U\$S 60 el barril, siempre y cuando no aumente fuertemente la producción en EEUU. En el caso de combustibles y energía, se espera un aumento del 26% para el año 2017 y 8% durante el 2018, los metales aumentarían un 16% este año por demanda de China y reducción de oferta en Perú, Chile e Indonesia. Además, se espera también una suba en los precios de los *commodities* agrícolas recuperando el terreno perdido desde mediados del año 2016.

El índice de materias primas de Reuters, muestra una leve reducción en el año 2017 del 0,6%. El gráfico 10 muestra la evolución del índice de *commodities* CRB publicado por Reuters, desde enero de 2016 hasta mayo de 2017. El índice promedio de materias primas de energía cayó 1,9% en los primeros cuatro meses de 2017, la reducción del índice de *commodities* agrícolas fue 1,54%, mientras que el índice de metales preciosos aumentó 9,4% y el de metales y minerales subió un 0,7%.

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE COMMODITIES CRB. ENERO 2016 – MAYO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

## 2. Commodities Agrícolas

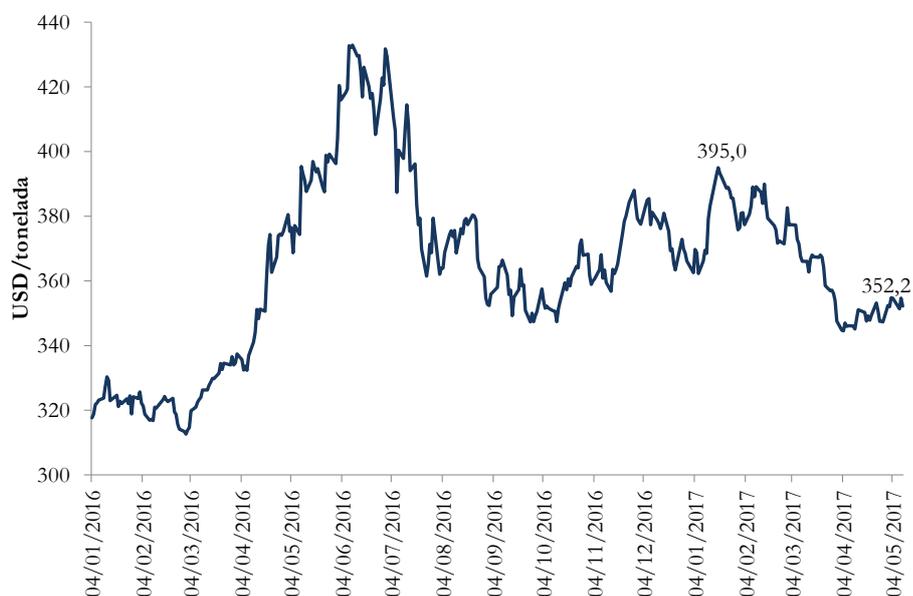
El último informe del Departamento de Agricultura de EEUU publicado en mayo de 2017, presenta nuevas proyecciones sobre la oferta y demanda de materias primas agrícolas. La proyección para la producción mundial de soja en la campaña 2017/18 alcanzaría los 344,7 M. de toneladas, lo que indicaría una reducción de 3,4 M de toneladas respecto de la campaña anterior. Según las proyecciones de USDA, los principales países productores de soja producirían 279,8 M de toneladas, EEUU 115,8 M de ton., Brasil 107 M de ton y Argentina 57 M de ton.

En el caso de EEUU la producción caería 1,4 M de toneladas respecto de la campaña anterior y se encuentra por debajo de lo esperado, las lluvias del último mes podrían complicar la siembra y levemente la proyección de producción de 2017/18. El efecto climático en EEUU, fuertes lluvias en época de siembra, genera volatilidad de corto plazo en el precio internacional de la soja. En Brasil la producción sojera alcanzaría un récord en la campaña 2016/17 de 115,8 M de toneladas generando una mayor oferta mundial. En Argentina, las inundaciones provocarían pérdidas de hasta un millón de hectáreas reduciendo la superficie a cosechar, pero igualmente se mantienen las estimaciones cerca de 57 millones de toneladas.

Por su parte, las proyecciones de USDA sobre la demanda de soja indicarían un aumento en las importaciones mundiales del 5,3% en la campaña 2017/18. Las importaciones de China, mayor importador y consumidor mundial de soja, alcanzarían las 93 M de toneladas en la campaña 2017/18, mostrando un aumento de 4 M de toneladas respecto de la campaña anterior.

El gráfico 11 muestra la evolución del precio internacional de la soja desde enero del año 2016 a mayo del año 2017. Se puede ver una caída pronunciada del precio entre enero y mayo de 2017, del orden del 10,8%. En junio de 2017 la soja llegó a cotizar U\$S 433 la tonelada. Las proyecciones de aumentos de oferta y demanda de USDA concuerdan con el informe del Banco Mundial que estima un leve aumento en los precios internacionales de los *commodities* agrícolas, con volatilidad de corto plazo condicionada por el clima. Se espera una recuperación de los precios sostenida por la demanda.

**GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA. ENERO 2016 – MAYO 2017**



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

En el caso del trigo, el informe de USDA proyecta una caída de 15 M de toneladas en la producción mundial de trigo para la campaña 2017/18. Asimismo, proyectan para China, mayor productor de trigo, 131 M de ton aumentando 1,7% respecto de la campaña anterior. La India alcanzaría las 97 M de ton, Rusia 67 M de ton y EEUU 49,5 M de ton. En el caso de EEUU se advierte una reducción de 13 M de ton debido a las fuertes nevadas que azotan a la región triguera, esto produjo cierta volatilidad en el precio internacional del trigo a fines de abril y principios de mayo. El gráfico 12 muestra la evolución del precio diario internacional del trigo y el maíz en el período enero 2016 - mayo 2017.

**GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL TRIGO Y EL MAÍZ. ENERO 2016 – MAYO 2017**



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Según el informe de USDA, la proyección de producción mundial del maíz para la campaña 2017/18 alcanzaría las 1.033 M de toneladas, 32 M de toneladas menos que el record histórico de la campaña 2016/17 de 1.065 M de toneladas. La producción estimada de EEUU llegaría a las 357,2 M de toneladas, Brasil a 95 M de ton y Argentina

mantendría su récord de 40 M de ton. Las lluvias en EEUU generaron una leve volatilidad del precio internacional que tienen como techo el precio de U\$S 150 la tonelada. Una vez definida la cosecha en EEUU, para julio, se podrá ver una evolución más clara del precio, que según las proyecciones de oferta y demanda permanecería estable durante 2017.

Además, según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su última publicación sobre oferta y demanda de cereales indica que a pesar de la disminución mundial proyectada para la producción del año 2017/18, las provisiones serían las suficientes para satisfacer la demanda de cereales ya que las existencias actuales superan el 25% de la utilización. La estimación de disponibilidades abundantes de cereales para el 2017 podrían reducir levemente los precios internacionales de los cereales.

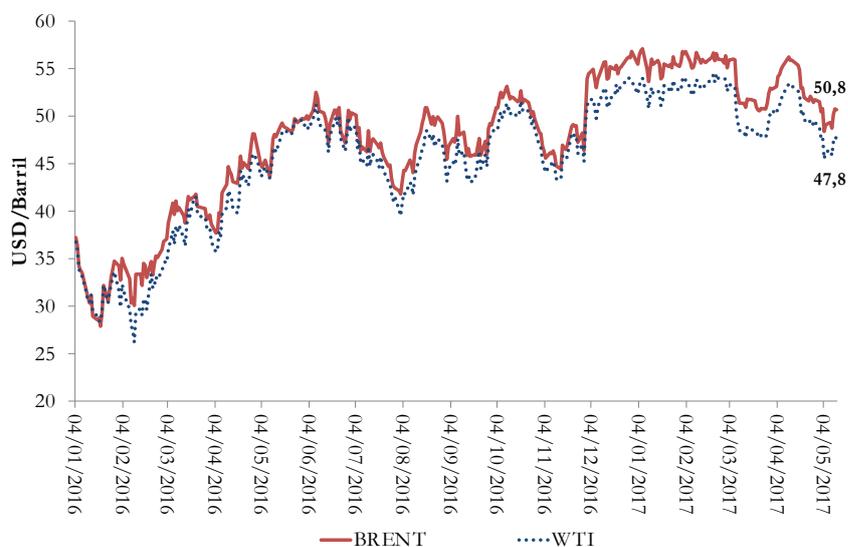
### 3. Petróleo

El último informe de la OPEP de mayo de 2017 indica que la oferta de crudo para el año 2017 proveniente de países que no pertenecen a la OPEP, entre los que se encuentran EEUU y Rusia, aumentarían en 950.000 barriles diarios (b/d). Se proyecta un crecimiento de la producción de EEUU de 820.000 b/d para el año 2017, en Canadá el aumento de producción rondaría los 22.000 b/d y en Brasil aumentaría la producción en 21.000 b/d. Asimismo, en EEUU se incrementaron en un 91% las plataformas de perforación en los últimos nueve meses, se estima que las petroleras en EEUU aumentarían sus inversiones en un 25% en el año 2017. Mientras que para México y China se estima contracciones en la producción. Para el total de países no miembros de la OPEP se proyecta una producción anual de 56,06 M de b/d en el año 2017.

En cuanto a los países miembros de la OPEP, el promedio de producción de abril de 2017 alcanzó los 31,7 M de b/d resultando 770.000 b/d menos que el promedio de 2016 y 240.000 b/d menos que el promedio del primer trimestre del año 2017. La reducción de la producción es parte de un acuerdo firmado a principios de diciembre de 2016 para sostener el precio internacional del crudo, algunos países de no miembros de la OPEP como Rusia también participaron del acuerdo.

El gráfico 13 exhibe la evolución diaria del precio internacional del crudo WTI y Brent desde enero de 2016 y hasta mayo de 2017. El precio del petróleo aumentó fuertemente en diciembre de 2016, luego del acuerdo mencionado anteriormente y se estabilizó durante el primer trimestre de 2017. El crecimiento de la producción de EEUU y el temor de una caída en la demanda de petróleo, produjeron en abril de 2017 una reducción del 13% en el precio. Esta caída comenzó a recuperarse lentamente durante mayo y alcanzó el 12 de mayo los U\$S 50,87 el barril (crudo Brent).

**GRÁFICO 13: PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y BRENT. ENERO 2016 – MAYO 2017**



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

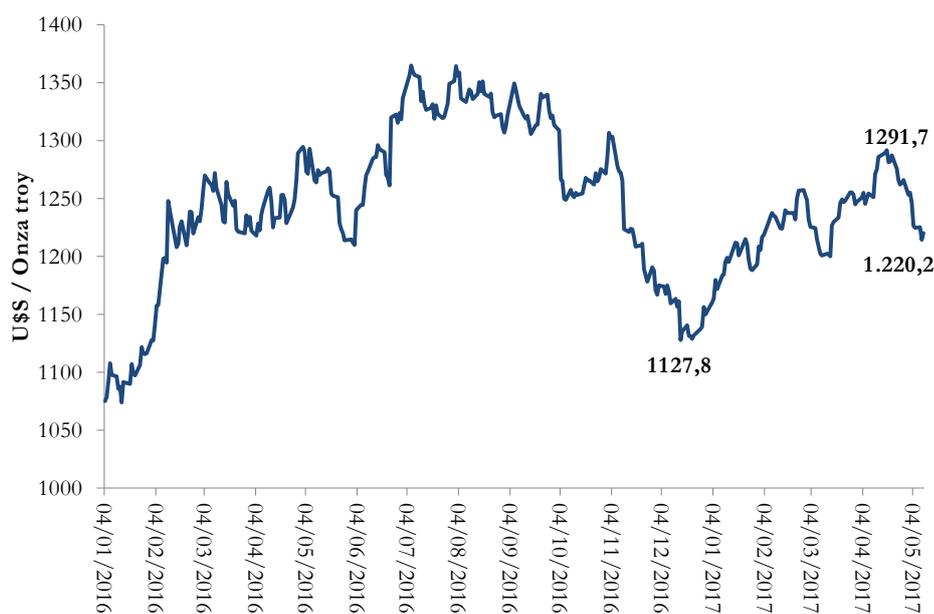
Por el lado de la demanda, se espera que el crecimiento de la economía mundial en el 2017, según el último informe del Fondo Monetario Internacional sería 3,5%, incremente la demanda de petróleo. Hasta ahora la proyección de crecimiento de la demanda mundial de crudo es de 1,27 M de b/d. para 2017, alcanzando un consumo mundial de 96,4 M de b/d.

La mayor demanda provendría de América, 24,9 M de b/d, luego de Europa, 14,1 M de b/d, y China demandaría 11,8 M de b/d en 2017. Sobre la base de los datos proyectados por la OPEP de demanda y oferta de crudo se estima un leve incremento de los precios para 2017 que rondaría los US\$ 55 el barril, igualmente esto dependerá también de la producción que se observe en los Estados Unidos.

#### 4. Metales

El precio internacional del oro, metal utilizado generalmente como reserva de valor, aumentó fuertemente en abril de 2017, debido a la probabilidad de un conflicto bélico entre EEUU y Corea del Norte, que también podría involucrar a otros países. El gráfico 14 muestra la evolución del precio internacional del oro desde enero del año 2016 y hasta mayo del año 2017. Se puede ver que entre mediados de diciembre de 2016 y abril de 2017 el precio internacional del oro aumentó un 14,5%. Luego cuando pasó la máxima tensión del posible conflicto bélico internacional, se recuperó la *yield* del bono de 10 años del Tesoro de EEUU superando el 2,3% y el dólar recuperó valor respecto de otras monedas, capitales migraron hacia mercados tradicionales y el precio del oro se redujo en un 5,5% hasta alcanzar los US\$ 1.220 la onza troy.

**GRÁFICO 14: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO. ENERO 2016 – MAYO 2017**



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

El cuadro 4 presenta la variación de precios de algunos metales y minerales en el primer cuatrimestre de 2017 e interanual de abril 2017. En promedio, tuvieron un aumento del 0,7% en el primer cuatrimestre del año 2017, destacándose el aluminio con un incremento del precio del 11,2% y la plata que aumentó 10,2%, en el mismo período. El cobre por su parte incrementó su precio solamente un 0,4% en el primer cuatrimestre y una suba interanual del 16,6%. En el caso del mineral de hierro, muestra una caída del 12,2% en el primer cuatrimestre de 2017 y un aumento interanual en abril del 15,3%. Este mineral tuvo un fuerte aumento en noviembre de 2016 del 23,3%, mantuvo su precio alto hasta marzo de 2017 y cayó un 20% en abril, pero mantiene precios superiores al promedio de 2016.

**CUADRO 4: VARIACIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DE METALES Y MINERALES**

Producto	Variación Acum. 1er Cuatrimestre	Var interanual. Abril 2017
Aluminio	11,2%	22,3%
Plata	9,7%	10,2%
Oro	9,5%	2,0%
Platino	4,6%	-3,4%
Plomo	0,5%	28,2%
Cobre	0,4%	16,6%
Estaño	-6,1%	16,9%
Mineral de Hierro	-12,2%	15,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

Estos precios aumentaron por la expectativa de que China mantendría su tasa de crecimiento del PIB en niveles superiores al 6,5% para 2017, país demandante de estos productos. Según el informe de crecimiento del Fondo Monetario Internacional de abril de 2017, se espera un crecimiento del PIB chino de 6,6% para 2017 y 6,2% en 2018. Además, se espera que en EEUU comience un ambicioso plan de infraestructura que demandaría metales industriales y podría incrementar los precios internacionales de estos productos.

#### 5. Síntesis

En promedio los precios internacionales de las materias primas tendrían un alza moderada en el año 2017, principalmente debido a las proyecciones de crecimiento de la economía mundial que sostendrían la demanda de los *commodities*. En particular se espera un recupero de los precios del petróleo que volvería a rondar los U\$S 55 el barril, la soja también aumentaría con cierta volatilidad teniendo presente los diversos problemas climáticos y los cereales podrían reducir levemente sus precios dada la estimación de producción y las existencias mundiales. La cotización del oro dependerá de los potenciales conflictos mundiales y de las posibles caídas bursátiles. Los precios de los metales y minerales estarán atados principalmente a la demanda proveniente de China y al plan de infraestructura prometido por Donald Trump en EEUU.

En definitiva, las proyecciones indican una buena performance en el mercado de *commodities* para el año 2017, con precios internacionales en suba. Además, en el año 2017 se espera un crecimiento mundial mayor al del año 2016, mejorando las proyecciones de crecimiento de los países emergentes productores y exportadores de materias primas.

## NOTAS ESPECIALES

### EL FACTOR TRUMP EN LA ACTUAL CONFUSIÓN ECONÓMICA

Jorge Riaboi

A esta altura quedan pocas dudas. Los primeros meses de 2017 serán recordados por los singulares enfoques y conflictos que una amplia porción del planeta atribuye al exótico ideario de Donald Trump. En los principales foros globales abundan los testimonios de que el Jefe de la Casa Blanca se propone desligar a Estados Unidos de muchos de los consensos y compromisos forjados por la estructura de gobernabilidad que prevaleció en los últimos setenta años. Hoy ya no se trata de desprolijos e inconsistentes anuncios de campaña electoral, ni de uno de los frecuentes deslices de lengua, sino de un desafío de “*realpolitik*” que pone en jaque a los mayores escenarios estratégicos de Cooperación y ordenamiento que surge de la existencia del Grupo de los 20 (G20), el Fondo Monetario, el Banco Mundial y la OMC. El problema central de esta frívola conducta es que Trump se apresta a ignorar, no a mejorar el sistema.

El nuevo Presidente estadounidense jamás ocultó sus extravagantes reflejos. Quienes pensaron que la maquinaria política e institucional de Estados Unidos bastaría para disciplinar todos, o al menos los más serios de sus desbordes de personalidad, tendrán que afinar el cálculo. Su persistente compulsión a replantear, sin buen fundamento, las distintas reglas, acuerdos y prácticas de política comercial, de re-localización de inversiones o la intención de desconectar su país de las políticas que derivan de los mayores compromisos ambientales y climáticos califican, por lo menos, de riesgo cierto.

Aunque los principales referentes del mundo no tienen interés alguno de antagonizar el intento de rever aquello que no parece andar bien, esperan que Washington sepa garantizar que la provocada implosión de una estructura inservible, encuentre sólido reemplazo en alternativas más justas, modernas y eficaces. Pero si toda la fórmula salvadora reside en volver al proteccionismo, o a creativas formas de populismo inspiradas en las que se conocieron a partir de los años 30's, la movida sólo se topará con el abierto desánimo, temor, desconfianza y el rechazo de quienes aspiran a preservar su condición de principales aliados. Palabra más, palabra menos, así acaba de expresarse Cecilia Malmström, la Comisionada de Comercio de la Unión Europea, al comentar la opción de retomar el proyecto de Asociación Transatlántica que el Viejo Continente negoció, durante varios años, con el gobierno de Barack Obama.

Los primeros síntomas de este incierto futuro son visibles. Tras un corto período de reflexión y consultas, los ex socios comerciales de Estados Unidos en el fallido Acuerdo Transpacífico llegaron a la conclusión de que les conviene activar tal herramienta con o sin la presencia de Washington. Y aunque quizás el impulso termine por convertir un sofisticado mega-acuerdo en un mega-acuerdito, la influencia de la Casa Blanca en Asia, aún la influencia militar, podría disiparse con gran rapidez. De ese modo Estados Unidos no sólo perderá una enorme apertura comercial y la voz cantante en una eventual reforma de la OMC, sino la influencia geopolítica que necesita en la región. En China sólo habrá llanto de felicidad ante tan inesperado y gigantesco regalo.

También el enfoque presupuestario que la administración Trump envió al Congreso a fines de abril, expresa un severo y en parte justificado ataque a la familia de organismos de Naciones Unidas. Lo que muchos ponen en tela de juicio, es que el proyecto viniera precedido de públicas y torpes descalificaciones a cualquier expresión de sano y útil multilateralismo. En las audiencias realizadas en el Congreso con el candidato a ocupar la titularidad de la Oficina de Representación Comercial (USTR en inglés), Robert Lighthizer, éste no sólo elogió la gestión de su antecesor, sino también reivindicó la validez de gran parte del texto del ahora desechado Acuerdo Transpacífico (TPP en su sigla inglesa), el que su jefe liquidó, al llegar a la Casa Blanca, de un irreflexivo plumazo. Varias de las mejoras que en la actualidad integran la nueva política oficial del país, eran parte del referido texto.

El gobierno de Trump aseguró que, de ahora en más, la opción de Estados Unidos será el bilateralismo y el *compre* en el país (*Buy American*), ya que sus miembros entienden que ese marco garantiza la imposición de condiciones hegemónicas más favorables para su economía y para concretar el objetivo de asegurar la primacía de los intereses locales (el *America First*).

Si bien el ocupante de la Oficina Oval dice y se desdice rápido de muchas de estas cosas, hay reflujos que pueden quebrar el cuidadoso orden internacional construido con paciente y muy compleja negociación. Estos replanteos son tan sustantivos, que cabe preguntarse si la vida del Grupo de los 20 (G20) preservará la misma utilidad y el mismo valor en caso de ser permeable a semejantes “mejoras”. Cualquier foro de cooperación global que no brinde garantías de previsibilidad y de una visión adecuada y positiva para la gobernanza global, tiende a ser más un problema que una apetecible solución.

Todas las instituciones que hoy son puestas en jaque, tienen un origen bastante conocido. El Fondo Monetario y el Banco Mundial nacieron en la Conferencia de Bretton Woods. La Carta de la Habana, de la que surgieron primero el GATT, y luego la OMC, son criaturas del ejemplar liderazgo del entonces Secretario de Estado Cordell Hull. Las principales reglas de inversión, crédito y otras fórmulas contractuales fueron promovidas con el concurso del gobierno y las ONG's estadounidenses (el CIADI y *The Participants* entre otras). La versión actual del G20 fue propuesta, al terminar su mandato, por el ex Presidente George Bush (Jr). La atención casi freudiana que hoy conceden los economistas a la política monetaria y fiscal, una perversión que a corto plazo será necesario diversificar con un más profundo entendimiento de la política comercial (la obvia asignatura pendiente), es hija de las teorías, ensayos y corrientes del pensamiento originado en las grandes universidades de América del Norte y Europa. La única reserva es que muchos especialistas no se dan cuenta que gobernar es el arte de lo posible, e insisten en considerar a “la realidad como un caso excepcional de la teoría económica” (Ley de Murphy).

El paso siguiente obliga a sumergirnos en los hechos que exceden el conocimiento público. Aún con la piel muy curtida, resulta curioso pasar por alto la inexplicable decisión que adoptaron hace pocas semanas los ministros de Economía o Finanzas, y Presidentes de Banco Central, al aceptar, tras comerse las rabietas que explicitó el Ministro Wolfgang Schäuble, coordinador sectorial alemán del Grupo de los 20, el caprichoso destierro del enfoque anti-proteccionista que el Grupo viene avalando desde 2009, para acomodar a los empujones el enfoque mercantilista que trajeron, pero no lograron fundamentar, los enviados de Donald Trump. Se trata del guión que fue primero a las reuniones sectoriales de Baden-Baden (17 y 18/3/2017), para repetir el show a escala de la reunión de Primavera del Fondo Monetario y del Banco Mundial (17 al 23/4/2017).

Sería lamentable calificar este sustantivo retroceso conceptual como un incentivo necesario o lógico para resguardar la continuidad del foro; en otras palabras, como precio de darle la bienvenida a Donald Trump y hacerlo “sentir en casa”. Con suerte, semejante pifiada sólo refleja la inquietante confusión o debilidad colectiva, lo que se extiende a ciertas definiciones originadas en la habitualmente eficaz Secretaría de la OCDE. Ello sin dejar de consignar que Washington debería tener alguien mejor preparado que el nuevo Secretario del Tesoro, Steven Mnuchin (quien obviamente no tiene el bagaje profesional adecuado para sustituir a Robert Lighthizer), a la hora de explicar en detalle porque de repente la Casa Blanca no encuentra modo de convivir con el tradicional consenso de los Jefes de Estado y de Gobierno que expresa, desde 2009, la vocación grupal de “resistir a todas las modalidades de proteccionismo”.

La línea que enarbola el gobierno de Trump es menos que rudimentaria. Alega que no piensa reconocer, por motivos políticos, las más claras y esenciales ideas que fueron adoptando las Cumbres Presidenciales del G20 en materia de cooperación anti-crisis, reforma estructural y la orientada a fortalecer el indisoluble vínculo entre la reactivación económica y el estímulo al libre comercio, lo que tiende a dejar al mundo con la sensación de estar sin referencias válidas en materia de gobernabilidad comercial y mitigación del Cambio Climático. Para este Washington la nueva revolución tecno-industrial que deja sin trabajo, o con muy bajos ingresos, a significativas porciones de la población mundial, es sólo un producto bastardo de los acuerdos regionales de integración y de los abusos que hacen posible las disciplinas de la OMC (en diferentes notas anteriores expliqué la fragilidad y falsedad de tales afirmaciones).

Ninguno de los sólidos contra-argumentos que antepusieron los centros de reflexión de su propio país (*think tanks*), inclusive los que simpatizan con la tendencia conservadora del Partido Republicano, fueron tenidos en cuenta o refutados con argumentación responsable por los voceros del pensamiento oficial. Hoy florecen conceptos dignos del delirio como la post-verdad y los hechos alternativos, que son un engendro de parecida envergadura a los relatos que conoció la Argentina en los primeros años del Siglo XXI. A la administración Trump le resulta normal acordarse de investigar o fundar lo que afirma, sólo después de acuñar por largos meses indefendibles slogans. Recién a fines de abril pasado, la Casa Blanca emitió sendas órdenes ejecutivas (decretos) orientadas a conseguir, a breve plazo, un detallado análisis de la Secretaría de Comercio, con participación del USTR, respecto del origen y licitud del déficit comercial que

mantiene ese país con sus principales socios extranjeros y evaluar los efectos de las normas existentes en la OMC para generar ese intercambio, en especial las que suponen como débiles reglas de defensa de la competencia (dumping y subsidios). El análisis no excluye objetar parcial o totalmente el papel de esa Organización. En forma previa, el mismo gobierno había anticipado la voluntad oficial de aplicar la ley propia si las reglas internacionales no son suficientemente efectivas o satisfactorias a juicio de la Administración estadounidense (aunque la ley de Comercio de ese país y otras reglas propias le dan teórica facultad de hacerlo, ello supone contravenir los tratados internacionales que suscribió y ratificó Estados Unidos, como sucede con las reglas de la OMC contenidas en el Acuerdo de Marrakech, sus anexos y normas complementarias).

El nuevo gobierno de Washington tampoco tuvo en cuenta, al emitir las antedichas órdenes ejecutivas, que desde 1986 el USTR ya produce anualmente, obligado por la polémica Sección 301 de la Ley de Comercio de 1974, la que también se caracteriza por su dudosa legalidad OMC, el denominado *National Trade Estimate Report on Foreign Trade Barriers* (o sea el Informe que en la jerga profesional se conoce, en forma abreviada, como el atinente a las Barreras Extranjeras al Comercio). Ello indica que hubiera bastado ajustar el enfoque y los detalles de algo que se viene haciendo hace más de treinta años sin tanta bambolla y que siempre fue considerado por los socios extranjeros como un intolerable e ilegal resorte del viejo unilateralismo, el que ingenuamente se creyó superado al establecerse, en 1995, la OMC. No hay ningún motivo legítimo para que Washington ignore las reglas de esa Organización al dilucidar las situaciones que considera perjudiciales para su comercio, cosa que hasta ahora nunca dejó de hacer con solvencia y éxito. El uso frecuente e intensivo del mecanismo de Solución de Diferencias es un contundente testimonio de esa realidad.

Pero antes de mencionar la incidencia de los Comunicados que dan idea de la nueva doctrina del G20, el Fondo Monetario y la propia OMC, resulta necesario entender el papel que desempeñan las agencias de asistencia técnica en estos procesos. En primer lugar, llamó la atención que el brillante Secretario General de la OCDE, Angel Gurría, saliera a decir públicamente (*New York Times*), que el resultado de los diálogos sectoriales de los Ministros de Finanzas o Economía y Presidentes de Banco Central de ese Grupo, no tiene porqué reflejarse en sendos comunicados oficiales. Si eso fuera simplemente así, no se entiende bien porque subsiste la práctica consuetudinaria de colgar tales comunicados en los sitios oficiales de internet que se habilitan para informar acerca de las actividades del Grupo. Cualquier observador informado de lo que pasa en el G20, tampoco ignora que las Cumbres Presidenciales suelen importar a sus propios Comunicados partes sustanciales de los textos consensuados por los Ministros. Después de todo, los comunicados de un ministro no se conciben como un acto de contemplación estética o para ejercitar la prosa de las delegaciones. Y el GPS del G20, que reside en la escalera sherpas<sup>5</sup>, Ministros, y Jefes de Estado y de Gobierno marca la existencia de un circuito sobre el que no hay muchas quejas fundadas. Además, siempre cabe preguntarse por qué ahora empieza a ser malo respetar la transparencia, una condición central de la economía de mercado y del liberalismo político. En el ámbito de la OMC la transparencia es una obligación legal (Artículo X del GATT y casi todos los anexos del antes mencionado Acuerdo de Marrakech).

Prueba adicional y circunstancial de todo esto, es que los insumos provistos por el Comunicado de la reunión de marzo de Baden-Baden fue reflejado, treinta días después, en el Comunicado del Comité de Asuntos Monetarios y Financieros de la Reunión Primavera de los Ministros de Economía y Finanzas del Fondo Monetario que deliberó en Washington durante la tercera semana de abril de 2017<sup>6</sup>.

Y sobre llovido, mojado, el Gobernador (presidente) del Banco de México y titular del antedicho Comité del Fondo, doctor Agustín Carstens, le dijo al *Financial Times* (23/4/2017), “que el uso de la palabra *proteccionismo* se desechó por resultar muy ambiguo”. Carstens asumirá, el 1/10/2017, la gerencia general del Banco Internacional de Pagos (BIS en inglés) con sede en la ciudad de Basilea. Por eso suena a verdad kafkiana que tan insólita excusa semántica diera oxígeno al Comité para justificar la tácita bienvenida a la doctrina populista de Donald Trump y el simultáneo destierro del consenso anti-proteccionista bendecido tanto por las Cumbres Presidenciales del G20, como por el resto de las instituciones creadas tras la Segunda Post-Guerra Mundial, lo que naturalmente incluye al Fondo Monetario.

<sup>5</sup> Se llama “sherpa” a los representantes técnicos oficiales que elaboran y negocian los temas y las propuestas que son sucesivamente elevadas a la consideración de los Ministros y de las Cumbres Presidenciales. La palabra sherpa es, etimológicamente hablando, la de una especie de guía.

<sup>6</sup> Ver mi nota “El Alto Costo de Tender la Mano a Donald Trump”, síntesis periodística que publicó *El Cronista Comercial* el 4/5/2017 sobre todos estos temas

En traducción propia, el tramo relevante del último Comunicado del FMI sobre este tema lee del siguiente modo: “...*(Nosotros) –se refiere a los miembros titulares del Comité - nos abstendremos de realizar devaluaciones competitivas y no vamos imponer metas cambiarias con fines competitivos. También vamos a trabajar juntos para reducir los excesivos desequilibrios globales aplicando políticas apropiadas (?). Asimismo, estamos trabajando para fortalecer la contribución del comercio en nuestras economías.*” Lo que cayó de esta enumeración de conductas y buenos deseos, es la secuela de lo acordado en Baden-Baden. O sea, el principio que ambos foros solían invocar cuando hablaban de “resistir a todas las formas de proteccionismo”.

Y ¿por qué eso último es una divisoria de aguas? Porque el comercio se puede fortalecer con las modalidades de economía de mercado que practican Alemania o Nueva Zelanda, o con las “de economía socialista de mercado” que aplica China, dónde la elevada participación de las Empresas del Estado, los subsidios y la manipulación de insumos constituyen una práctica habitual y dirigida a producir ventajosas distorsiones. El gobierno de Beijing perdió varias disputas legales por la existencia de tales prácticas y aún está involucrado en nuevos conflictos, que se dirimen actualmente en la OMC, por demandas de parecido tenor. Esa diferencia marca la realidad que detonó la crisis de sobreproducción industrial que afecta a por lo menos diez sectores estratégicos de carácter global, como el acero, el aluminio y la energía, donde las prácticas proteccionistas permiten sacar del mercado a los productores que no subsidian a través de una ruínosa y artificial política de precios sustentada en un fuerte y cuestionable apoyo oficial. En alrededor de una década China y otras naciones asiáticas, generaron una suculenta y sistemática expansión de la capacidad instalada en varios de esos sectores, algo que, en el caso del acero, la llevó a controlar el 50 por ciento de la producción mundial. La gravedad de estos hechos explica la reciente creación, aprobada en el G20, de un foro especial para resolver el gravísimo problema de los bajos precios del acero y de la irracional sobre-expansión de la capacidad instalada.

La otra característica del párrafo citado, es que coincide letra por letra con el enfoque que propician los dos partidos políticos que dominan el Congreso de los Estados Unidos, ya que resume a la perfección el “*shopping list*” de sus miembros.

El lector de este informe hallará material complementario de gran interés en el trabajo que acaban de preparar las Secretarías de la OMC, el Fondo Monetario y el Banco Mundial que se titula “Hacer del Comercio el Motor de un Crecimiento para Todos”, donde se incorpora la incidencia del creciente y candente problema de la exclusión económica y social. Lo que probablemente no encuentre en ninguno de estos debates o documentos, es una idea concreta de cómo seguirán las futuras actividades del G20 a partir de las limitaciones que impone el factor Trump.

## IN MEMORIAM: WILLIAM J. BAUMOL (1922-2017)

*Héctor Rubini*

El 4 de mayo pasado falleció en Nueva York William Jack Baumol, a los 95 años de edad, uno de los economistas más influyentes y citados de los últimos 50 años. Sin duda alguna, fue uno de los más brillantes de su generación. Si bien no ganó el Premio Nobel, sus contribuciones mantienen persistente presencia en diversos campos de la teoría económica y de la discusión de políticas públicas.

William Baumol había nacido el 26 de febrero de 1922 en South Bronx, se graduó a nivel de grado en Economía en 1942 en el City College de Nueva York. Fue economista junior del Departamento de Agricultura de los EE.UU. (USDA) en 1942 y 1943, e integró durante la Segunda Guerra Mundial las tropas del Ejército de los Estados Unidos con sede en Francia entre 1943 y 1945. Se doctoró en 1949 en la London School of Economics. Allí fue admitido en 1947, luego de haber sido inicialmente rechazado. Al mes y medio de revistar como alumno fue invitado para incorporarse al Departamento de Economía de esa casa estudios. Su tesis doctoral, “Economics and the Theory of the State” fue publicada como libro en 1952 y 1965. Sus examinadores fueron Marcus Fleming y Lord Lionel Robbins.

Fue profesor asistente en la London School of Economics, y profesor desde 1949 en Princeton University. En 1971 se incorporó además a la New York University (emérito desde 2014), sin abandonar su cargo en Princeton. A su fallecimiento era profesor Joseph Douglas Green 1895 de Economía en Princeton (emérito desde 1992), y en la Stern School of Business de la New York University era Harold Price Professor of Entrepreneurship y director académico del Berkley Center for Entrepreneurship and Innovation.

Polifacético e inquieto como pocos, fue economista, pintor, escultor, y hasta dio clases de grabado en madera en la propia Universidad de Princeton. Su interés profesional se orientó hacia el análisis de tópicos aplicados, mostrando una particular habilidad para abstraer fenómenos reales, y recomendar y evaluar políticas públicas. Ciertamente en esta breve nota es imposible resumir totalmente las contribuciones de uno de los economistas más prolíficos del último medio siglo. Sus aportes suman más de 500 artículos en publicaciones científicas y periodísticas, y escribió más de 40 libros, sobre temas de una amplia variedad de campos analíticos, como la teoría monetaria, organización industrial, regulación de mercados, economía del bienestar, economía del medio ambiente, análisis económico de los servicios públicos, economía de las artes y finanzas corporativas. Fue presidente de la American Economic Association, la Association of Environmental and Resource Economists, la Eastern Economic Association, y la Atlantic Economic Society. Fue miembro de la Academia Nacional de Ciencias de los EE.UU., la American Philosophical Society, y la British Academy.

A lo largo de su vida mantuvo permanente contacto e intercambio con varias de las más notables figuras a nivel mundial de los dos lados del Atlántico, como Frank Hahn, Friederich Hayek, Sir John Hicks, Nicholas Kaldor, Ralph Turvey, Lord Lionel Robbins, James Meade, Dennis H. Robertson, Robert Dorfman, Paul Samuelson, Milton Friedman, Gary S. Becker, Jacov Viner, Harvey Leibenstein, Don Patinkin, Samuel Hollander, y Richard Quandt, entre otros.

Sus primeras publicaciones datan de su época de estudiante en los años '40. Sus primeros trabajos sobre teoría monetaria clásica contaron con la colaboración de su estudiante de pregrado (y con el tiempo, Premio Nobel de Economía), Gary Becker. Luego se orientó hacia el análisis del comportamiento empresarial y de las estructuras de mercado. Una de sus más conocidas contribuciones ha sido la fórmula de la “raíz cuadrada” de Baumol, que explica bajo condiciones relativamente simples, la demanda de dinero como resultado de la administración óptima de inventarios en dinero efectivo y saldos en cuentas bancarias, según el comportamiento del volumen de ingresos de las personas, la tasa nominal de interés, y el costo de retirar fondos (el llamado “costo de suela de zapatos”).

Otras de las más celebradas contribuciones han sido su modelo de “la enfermedad de los costos” y el de “crecimiento desbalanceado”, que asocian cuestiones de costos y productividad con los problemas fiscales que supone el financiamiento de la educación, de la salud, de las artes, etc.. Una de sus nociones más celebradas sobre la “enfermedad de los costos”, sostenía que el aumento de la productividad de los trabajadores menos calificados impulsa los salarios a la baja, pero al mismo tiempo empuja hacia arriba el costo de la mano de obra de otros sectores. Cuando aumenta la productividad aumentan los salarios en las empresas fabriles que pueden producir y vender bienes a precios más bajos.

Sin embargo, al aumentar los salarios en ese sector, aumenta en otros de menor innovación tecnológica y mejoras de productividad, donde los sindicatos presionan por mayores aumentos. Dado que en estos el incremento salarial no se puede financiar con mejoras de productividad, las empresas deben aumentar sistemáticamente los precios de sus bienes y servicios finales. De ahí la tendencia sugerida en el sentido de que, en los sectores de trabajo más bien artesanal, con menores incrementos de productividad, para poder pagar los mayores salarios se observan mayores incrementos de precios por sus servicios: en particular en los servicios públicos, sean estos provistos por el Estado o por prestadores privados.

Resultado inevitable: el estado de bienestar, proveedor de servicios intensivos en trabajo como salud, educación, seguridad, es víctima de estas “enfermedad” de los costos. En el largo plazo el aumento de los costos de los servicios públicos tornaría cada vez más difícil mantener (no sólo aumentar) la variedad y calidad de las prestaciones públicas, dado que no se puede aumentar ilimitadamente la presión fiscal con fines estrictamente redistributivos. Razón fundamental: el progreso tecnológico no es simétrico dado que el costo de producción de los bienes manufacturados estaría tendiendo crónicamente a bajar y el de los servicios de baja productividad a crecer.

Una lectura, ineludible, al respecto, es su artículo “Macroeconomics of Unbalanced Growth: The Anatomy of Urban Crisis”, publicado en *The American Economic Review* en junio de 1967<sup>7</sup>, el que ha dado lugar a no pocas controversias, que continúan hasta la actualidad con la incorporación de externalidades relacionadas con el aumento de la población. A su vez, con William Oates han contribuido de manera decisiva al análisis microeconómico de los instrumentos básicos de política ambiental: incentivos vía precios (impuestos y subsidios), controles directos (racionamiento, prohibiciones, y exigencias de especificaciones técnicas), persuasión moral (para acuerdos voluntarios), y provisión pública de servicios ambientales. Un economista fuera de serie, cuya huella seguirá presente por décadas en la formación de economistas de todo el mundo.

Algunos de sus libros:

- *Business, Behavior, Value and Growth* 1959, reeditado en 1966).
- *Economic Theory and Operations Analysis* (1965, reeditado en 1972 y 1976).
- *Performing Arts. The Economic Dilemma* (1966, con W.G. Owen).
- *The Theory of Environmental Policy* (1975, con W. E. Oates).
- *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure* (1982, con J. C. Panzar y R. D. Willig).
- *The Cost Disease: Why Computers Get Cheaper and Health Care Doesn't* (2012).
- *Economics: Principles and Policy*, (con A. Blinder, 1982. La 12ª edición se publicó en 2011).
- *Inflation and the Performing Arts* (1984, editado con su esposa, Hilda Baumol).
- *Superfairness: Applications and Theory* (1986).
- *Productivity and American Leadership. The Long View* (1989, con S.A. Batey Blackman y E.N. Wolff)
- *Global Trade and Conflicting National Interests* (2000, con R.E. Gomory)
- *Downsizing in America. Reality, Causes and Consequences* (2003, con A. Blinder y E.N. Wolff)
- *Macroeconomics: Principles and Policy*, (con A. Blinder, 2007).
- *Good Capitalism, Bad Capitalism, and the Economics of Growth and Prosperity* (2007, con R. E. Litan, y C. J. Schramm).
- *The Invention of Enterprise: Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times* (2010)
- *The Microtheory of Innovative Entrepreneurship* (2010)
- *Microeconomics: Principles and Policy*, (con A. Blinder, 2011).
- *The Cost Disease: Why Computers Get Cheaper and Health Care Doesn't* (2012);

<sup>7</sup> *The American Economic Review*, 57 (3), 415-426. Otros trabajos relacionados: Baumol, W.J. y E. N. Wolff (1984): “On Interindustry Differences in Absolute Productivity”, *Journal of Political Economy* 92 (6), 1017-34, y Baumol, W.J., S.A. Batey Blackman, y E.N. Wolff (1985): “Unbalanced Growth Revisited: Asymptotic, Stagnancy and New Evidence”, *The American Economic Review*, 75 (4), 806-17.

INDICADORES

Indicador	Feb-16	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17
<b>Indicadores de Actividad</b>														
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	0,9%	0,1%	-3,0%	-3,1%	-4,9%	-5,4%	-2,1%	-3,4%	-4,7%	-1,6%	0,0%	1,1%	n/d	n/d
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-1,0%	1,0%	-1,7%	-0,6%	-0,5%	0,5%	0,4%	-0,6%	-0,4%	0,8%	1,8%	-0,5%	n/d	n/d
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	17,8%	15,0%	30,5%	13,3%	3,2%	-6,3%	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	5,8%	26,6%	-13,2%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	3,9%	16,9%	-0,3%	-0,3%	4,7%	-16,6%	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	24,4%	66,9%
<b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>	4,1%	0,8%	-6,9%	-2,8%	-10,1%	-8,0%	-6,6%	-5,8%	-8,3%	-0,7%	0,5%	-3,8%	-8,1%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,1%	-1,8%	-4,8%	-1,0%	-0,3%	2,0%	-1,9%	-0,2%	-0,3%	3,1%	2,5%	-1,8%	-2,6%	n/d
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	4,1%	-1,9%	-6,8%	-5,9%	-9,1%	-8,7%	-4,2%	-8,3%	-7,7%	-2,1%	-1,0%	3,5%	-9,5%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	2,2%	-1,4%	-1,8%	-2,4%	-0,2%	1,6%	0,1%	-2,2%	1,2%	1,6%	1,4%	-1,8%	-1,2%	n/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	n/d
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-2,9%	n/d
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	-6,9%	-6,7%	11,2%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-2,4%	-5,4%	-5,5%	2,9%	4,4%	5,6%	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-9,0%	8,2%	3,3%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,5%	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,9%	1,8%	-8,7%	28,7%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>														
<b>Exportaciones en USD</b>	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	0	3.888	n/d
<i>Var. % a/a</i>	7,0%	0,9%	-8,0%	3,2%	-12,6%	-10,6%	12,2%	-2,8%	-6,3%	20,8%	33,9%	9,3%	-6,2%	n/d
<b>Importaciones en USD</b>	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	0	4.010	n/d
<i>Var. % a/a</i>	1,1%	-7,1%	-11,8%	-2,1%	-11,3%	-18,0%	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	7,1%	-0,6%	n/d
<b>Saldo Comercial en USD</b>	93	-298	301	443	131	277	705	361	-114	115	65	0	-122	n/d
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	181,4	185,6	195,2	213,5	223,7	208,1	199,6	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	204,7	198,6
<i>Var. % a/a</i>	-16,3%	-12,7%	-6,2%	4,3%	7,2%	-4,8%	-2,5%	2,1%	1,0%	6,4%	8,4%	13,2%	12,9%	7,0%

Indicador	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	Ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17
<b>Precios</b>													
IPC (INDEC) Var. % m/m		4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>		2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%	1,8%	2,3%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%	33,4%	27,3%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%	2,4%	2,1%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%
<b>Indicadores Fiscales</b>													
Ingresos Totales Var. % a/a	31,2%	32,1%	28,5%	27,3%	26,9%	27,0%	26,9%	29,2%	36,6%	37,6%	38,2%	39,1%	n/d
Gastos Totales Var. % a/a	29,3%	29,8%	28,7%	28,2%	29,0%	29,8%	32,0%	32,2%	38,2%	39,2%	40,2%	40,0%	n/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
<i>Mediana</i>	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0	25,0	20,0
<i>Media</i>	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	29,2	31,2	31,3	27,4
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
<i>Índice</i>	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	0,0	40,7	41,0	46,2
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-10,3%	-1,2%	-0,2%	7,1%	-6,6%	1,6%	6,4%	-4,6%	1,2%	0,0%	-8,5%	0,7%	12,8%
<i>Var. % a/a</i>	-18,3%	-22,4%	-22,4%	-18,7%	-25,0%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	-19,0%	-17,7%	-10,8%	-15,0%	7,0%