

**INSTITUTO DE  
INVESTIGACIÓN  
EN CIENCIAS  
ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES**

**Editor del IEM:**

Héctor Rubini

**Escriben en  
este número:**

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Carola Ramón  
Berjano

Héctor Rubini

Jorge Viñas

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

# INFORME ECONÓMICO MENSUAL IEM

12 DE MAYO DE 2016 – N° 139 AÑO 14

**RESUMEN EJECUTIVO** **1**

## PANORAMA DE ARGENTINA

- **¿EL GOBIERNO ESTÁ PERDIENDO LA INICIATIVA?** **2**
- **BYE BYE, THOMAS GRIESA... WELCOME BACK DEBT-ADDICTION?** **8**

## PANORAMA INTERNACIONAL

- **LA ECONOMÍA MUNDIAL A LA DERIVA** **12**
- **BRASIL: SIN ORDEN Y SIN PROGRESO** **17**

## NOTA ESPECIAL

- **CHINA 101: ENTENDIENDO LAS PRINCIPALES VARIABLES DE LA ECONOMÍA CHINA** **22**

**INDICADORES** **27**

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

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

## RESUMEN EJECUTIVO

### EL DATO DEL MES

- En abril de 2016 los precios al consumidor (promedio) habrían aumentado entre 6% y 8% según las estimaciones de consultoras privadas locales. Sería la mayor inflación mensual de 2016 y la máxima observada en los últimos 14 años.

### LO IMPORTANTE

- El gobierno argentino cumplió con la sentencia del juez Griesa cancelando las deudas en default con 200 grupos de “holdouts”. Para ello emitió nuevos bonos por U\$S 16.500 M pagando una tasa promedio ponderada de 7,78% anual. De esa forma, luego de más de 14 años la Argentina ha vuelto a tener acceso al financiamiento voluntario en los mercados de capitales internacionales.

### LO QUE HAY QUE SABER

- La economía argentina sigue en estanflación, pero con síntomas de aceleración inflacionaria. Las autoridades esperan revertir este escenario en el segundo semestre gracias al arribo de divisas para inversiones en infraestructura. De no ocurrir, el Gobierno enfrentará serias dificultades para estabilizar la economía y para triunfar en las elecciones legislativas del año próximo.
- La resolución del conflicto con los “holdout” ha abierto el camino a los gobiernos provinciales para emitir deuda en el exterior. Este retorno al endeudamiento externo no está exento de riesgos. Para ser sostenible se deben generar las condiciones favorables para que la economía se reactive, y genere empleo y divisas.
- La economía mundial continúa brindando señales confusas, inmersa en el patrón de bajo crecimiento que arrastra desde la salida de la gran crisis financiera de 2008-2009. Los gobiernos y los organismos multilaterales no consiguen impulsar un crecimiento más vigoroso y lucen cada vez más desorientados.
- El Senado de Brasil aprobó la suspensión por 180 días de Dilma Rousseff como Presidente de la Nación, y el inicio de un juicio político en su contra. En su reemplazo ha asumido como Presidente interino Michel Temer, de quien se espera un programa de ajuste fiscal y reformas estructurales.

### LO QUE VIENE

- El kirchnerismo intentará reunir quórum en la Cámara de Diputados para el debate y sanción de una Ley que suspenda despidos de personal por 180 días. En caso de ser aprobada se espera que sea vetada por el Presidente Macri.
- El Poder Ejecutivo impulsará un proyecto de Ley para regularizar deudas impositivas y previsionales, e incentivos legales y tributarios a la repatriación de capitales hasta diciembre de 2017.
- En el mes próximo el Instituto Nacional de Estadística y Censos volverá a publicar un Índice de Precios al Consumidor y dará a conocer la nueva metodología de elaboración y medición del mismo.
- La Bolsa de Cereales de Rosario informó que 5,7 M de ton. de soja no se recolectarán por las excesivas lluvias del mes pasado en las provincias de Santa Fe, Entre Ríos y Córdoba. La producción total alcanzaría los 55 M de ton. (-9,5% i.a.), inferior a la estimación del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA).
- Luego de las recientes emisiones de bonos en el exterior de los gobiernos de Neuquén y Mendoza, para los próximos 2-3 meses se espera la emisión de deuda en los mercados internacionales de los gobiernos de las provincias de Buenos Aires, Chubut, Salta, Córdoba, Santa Fe y Tierra del Fuego, y de la Ciudad de Buenos Aires.
- En Brasil, el nuevo Ministro de Hacienda, Henrique Meirelles, anunciaría un programa de ajuste fiscal y reformas estructurales. Michel Temer nombraría en junio a Ilan Goldfajn, economista jefe del Banco Itaú, como nuevo presidente del Banco Central de Brasil (BACEN). Otros potenciales candidatos son los ex directores del BACEN Mario Mesquita y Afonso Bevilacqua.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### ¿EL GOBIERNO ESTÁ PERDIENDO LA INICIATIVA?

Héctor Rubini

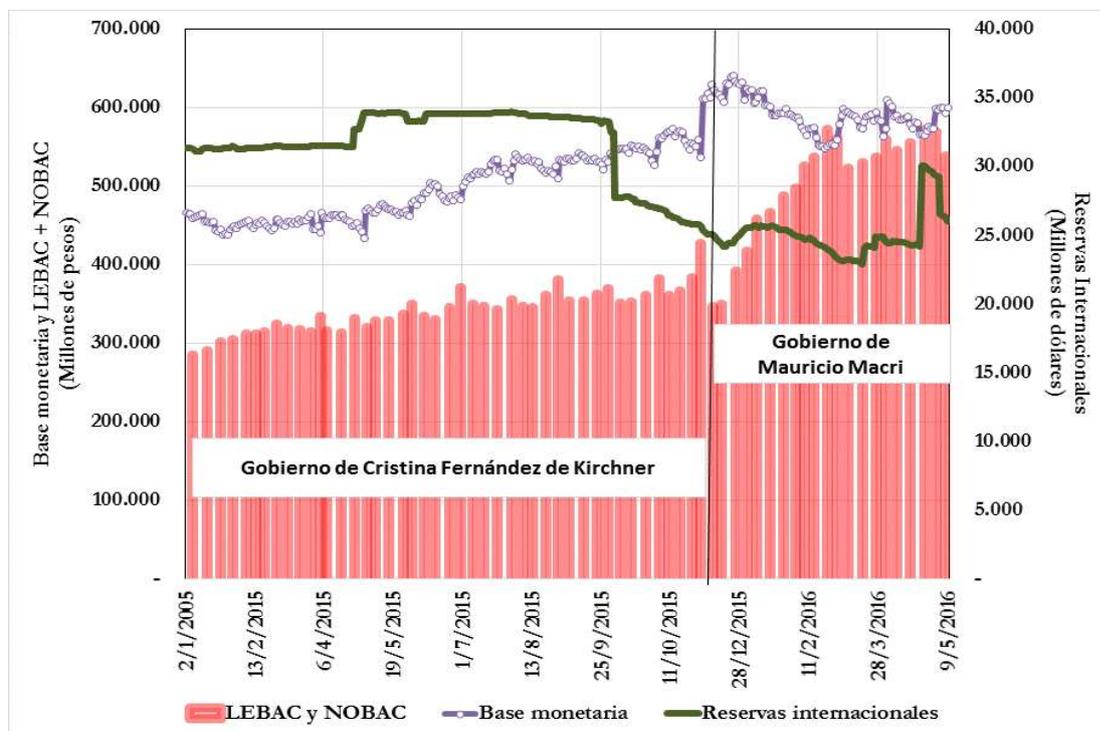
**La economía sigue en estanflación, pero con síntomas de aceleración inflacionaria. Las autoridades esperan revertir este escenario en el segundo semestre gracias al arribo de divisas para inversiones en infraestructura. De no ocurrir, el Gobierno enfrentará serias dificultades para estabilizar la economía y para triunfar en las elecciones legislativas del año próximo.**

#### 1. El primer semestre comenzó a complicarse

Los ajustes de tarifas públicas y precios regulados de impacto directo en costos no salariales (combustibles, tarifas de transporte siguen presionando los precios hacia la suba. Aun cuando el Gobierno tiende a mantener los planes de compras en cuotas (“Ahora 12”) y controles parciales de precios (“Precios cuidados”), no se observa ninguna acción sancionatoria por abusos de mercado. Las empresas formadoras de precios siguen trasladando las subas de costos a los precios de venta, y no tienen incentivos a cambiar su comportamiento. Sin una agresiva desregulación de mercados, ni mayor competencia desde el exterior (vía facilidades para ingreso de nuevos entrantes, o reducción de barreras arancelarias y paraarancelarias), las subas de precios administrados y los primeros ajustes salariales acordados en paritarias, torna improbable una rápida y contundente desaceleración de la inflación.

La actitud del Gobierno ha sido la de mantener invariable el uso de las subas de tasas de interés para enfriar la demanda. Hasta ahora ha tenido efecto visible para desalentar la inversión y en cierta medida el consumo privado, pero no lo suficiente como para desacelerar la inflación. La contrapartida es un peligroso aumento de la deuda cuasifiscal del Banco Central de la República Argentina (LEBAC y NOBAC), cuyo saldo total prácticamente equivale al de toda la base monetaria:

**GRÁFICO 1: RESERVAS INTERNACIONALES Y PASIVOS MONETARIOS Y NO MONETARIOS DEL BCRA**



Fuente: IICE-USAL, en base a datos diarios del BCRA

Sin convocar al Consejo Económico y Social, como anunció el Ministro de Hacienda en enero pasado, y sin coordinación interna de políticas, el Gobierno pareció empezar a perder iniciativa. Las convenciones colectivas de trabajo son prácticamente libres, pero sin una pauta clara del sendero futuro de ajustes tarifarios, de precios de combustibles y costos de transporte de pasajeros y de cargas, aumentó la frecuencia de negociaciones paritarias. Esto significa revisar más frecuentemente con información más actualizada las subas de salarios pero con un comportamiento asimétrico: **si la inflación se acelera, lo mismo ocurrirá con los salarios, pero si se desacelera, la suba de salarios no necesariamente se ajustan a menor velocidad.** No se conoce, al menos en la Argentina, experiencia exitosa de desacelerar esta dinámica **de manera gradualista sin incurrir en una profunda recesión.**

En cuanto a las subas pendientes de tarifas y combustibles, las **autoridades nacionales optaron por hacerlo de manera gradual, pero permanente:** en un mes aumentan las tarifas eléctricas en el aglomerado Gran Buenos Aires, en otro el gas natural, en otros las distribuidoras eléctricas provinciales, en todos los meses los combustibles, en algunos los transportes, con desfases según distritos. A esto se suman aumentos también desfasados de otros precios regulados, como telefonía celular, telefonía fija, medicina prepaga. El común denominador es la **inexistencia de coordinación alguna.** Las consecuencias, ya analizadas en una copiosa literatura de los años '80 y '90, son tres: a) ajuste ascendente de las expectativas de inflación, b) aumento de la "inflación piso" de precios de bienes y factores, aún en escenarios recesivos, y c) ineffectividad de la política monetaria para frenarla o moderarla, al menos en el corto plazo.

Aun si el Banco Central redujera drásticamente la oferta monetaria, o llevara las tasas de interés a niveles superiores al 100% anual, las expectativas de inflación no se reducen. La inercia de la inflación pasada en la memoria de los agentes privados cobra más peso, y con un doble efecto: a) al acelerarse la suba de costos y de precios, la historia inflacionaria del pasado más distante tiende a ser más irrelevante, y b) aumenta la incertidumbre del rumbo futuro de costos y precios, tanto absolutos como relativos, de modo que el horizonte de planeamiento hacia el futuro se hace también más corto. En un contexto así, análogo al de los años '80, es muy limitada la capacidad de un banco central de reducir la inflación vía contracción monetaria o suba de tasas de interés. **Menos cuando el sector privado sigue sin percibir de manera clara cuál es el rumbo que seguirán las autoridades para terminar de una vez con el flagelo inflacionario.** La consecuencia política, a su vez, tampoco es trivial: **al acortarse la memoria, tiende a aumentar la proporción del público que atribuye los costos de la estanflación actual a la administración actual, más bien que a la herencia dejada por el gobierno anterior.** Resultado inevitable, al no haberse explicado al inicio de la gestión la magnitud y profundidad de dicha herencia.

## 2. Incertidumbre y fallas de coordinación

Esta realidad ha empezado a preocupar al Gobierno, aunque en los primeros 6 meses de gestión ha sumado logros fundamentales en la transición hacia la normalización de la economía:

- a) Inició el reordenamiento de un sector público en extremo ineficiente y con serios problemas de gestión.
- b) Logró terminar casi de inmediato con el clima anti-negocios y anti libre empresa de la administración anterior.
- c) Normalizó las relaciones exteriores con el resto del mundo, deterioradas por una errada política exterior.
- d) Argentina regresó a la agenda de los inversores extranjeros gracias a varios aciertos fundamentales de esta administración:
  - d.1. eliminación de controles de cambios, a la movilidad de capitales y al comercio exterior,
  - d.2. devaluación con traspaso a la inflación inferior a lo temido previamente, gracias a la credibilidad en los anuncios de futuros ingresos de divisas y un programa con metas de mayor disciplina fiscal y monetaria, y
  - d.3. rápido y eficaz cierre al conflicto con los "holdout".

La estrategia de ordenamiento fiscal y monetario, sin embargo, arrastra algunos problemas no totalmente resueltos. Las pérdidas por los contratos de futuros del BCRA, si bien acotadas por los acuerdos celebrados en diciembre entre el BCRA y los principales participantes del mercado, bien pueden aumentar en el futuro. Aun cuando muy pocos participantes

en el mercado de futuros iniciaron acciones legales por daños y perjuicios contra Rofex y Argentina Clearing<sup>1</sup>. Si bien sólo han prosperado las acciones de 30 pequeños inversores, en los últimos habría fracasado la mediación con otros seis participantes quienes en los próximos 15 días podrían avanzar pidiendo embargos al Rofex. Tampoco se descarta que en esta semana inicien además demandas conjuntas contra la Comisión Nacional de Valores y el BCRA. Inicialmente se trataría de reclamos por \$310 M, pero de prosperar, sentarían jurisprudencia que serviría al resto de los participantes a accionar de inmediato. En ese caso, se trataría del pedido de resarcimiento (y/o pedidos de embargos) **entre \$14.000 M y \$15.500 M**. Dado que Rofex carece de activos por dicha suma, y que el vendedor de esos contratos ha sido el BCRA, **una avalancha de sentencias en contra forzaría, tarde o temprano, a la autoridad monetaria a pagar las sentencias con emisión monetaria por las citadas cifras**. Llama la atención el silencio del BCRA respecto de esta suerte de “pasivo contingente” de resolución incierta.

Por otro lado, **las centrales sindicales siguen reclamando desde fines del año pasado al Gobierno Nacional la cancelación de un pasivo de más de \$ 30.000 M**. Se trata de la recaudación al sistema de salud de las obras sociales sindicales que desde 1993 se depositan en una cuenta oficial en el Banco de la Nación a la que no tiene acceso las obras sociales. Los fondos no se giraron a las citadas obras sociales, los líderes sindicales sospechan que los mismos no están en la cuenta sino que se usaron para financiar gastos corrientes, y a su vez deber responder a los reclamos de mayores salarios y de mejor atención a los afiliados. De hecho no pocos hospitales de las obras sociales sindicales se hacen cargo de intervenciones quirúrgicas y tratamientos a pacientes derivados por el PAMI o provenientes de hospitales públicos sin suficiente cantidad de camas libres para nuevos enfermos.

Dada esta realidad, y frente a la aceleración de la inflación, las centrales obreras endurecieron su actitud frente al Gobierno y los empresarios. El viernes 29 de abril las centrales obreras justicialistas y de izquierda coincidieron con una marcha contra el Gobierno a la que se sumaron dirigentes políticos del kirchnerismo. La misma ha sido una demostración a las autoridades no sólo de que el movimiento obrero no ha perdido capacidad de movilización. Además, dos días antes la Cámara de Senadores aprobó un proyecto de Ley (la llamada *Ley Antidespidos*) para suspender los despidos de personal por 180 días y en caso de ocurrir, forzar a las empresas a pagar doble indemnización. Dicho proyecto, algo atenuado sería aprobado por la Cámara de Diputados, pero **el Presidente Macri ya anticipó que vetará una ley de esa naturaleza**. A su vez, para minimizar costos políticos, el oficialismo logró el compromiso escrito de 1.000 empresarios para no reducir sus planteles de personal por 180 días. Sin embargo, no deja de ser una decisión algo paradójica, como también se observa en otros frentes:

- a) Hasta la semana pasada el presidente Macri y el ministro de Trabajo afirmaban que en los primeros meses de este año no hubo destrucción de empleo, sino que el empleo viene en ascenso y se crearon 60.000 nuevos puestos de trabajo. Si fuera verdad, no había por qué convocar a empresarios a que se comprometan **por escrito** a no reducir vacantes laborales. Más aún, el ministro de Producción Cabrera reclamó en un reportaje radial del último fin de semana a los empresarios a que “digan que en los próximos 60, 70, 80 días no van a despedir a nadie”<sup>2</sup> Sin embargo, **la consultora Tendencias Económicas informó ayer que en los primeros cuatro meses de este año se produjeron 139.396 despidos. Sobre ese total, la consultora reportó 99.247 despidos en el sector privado y 40.149 en el sector público**. Los despidos en el sector privado se concentran en la construcción, las industrias automotriz, metalúrgica, petroquímica, del calzado y textil, y en comercio.
- b) Se criticó la política de control de precios del gobierno anterior. ¿Por qué se resucita, aun en versión acotada, el sistema de “Precios Cuidados” del kirchnerismo? Más aún qué sentido tiene si no se prevén sanciones para quienes aumenten precios por encima de cualquier pauta o compromiso con las autoridades? Pero a su vez, ¿por qué optó el presidente del BCRA a realizar consultas a dueños de supermercados sin conocimiento previo del Ministro de Producción?
- c) A fines de marzo el Ministro de Energía Juan José Aranguren dio a entender que para el período mayo-octubre se requiere una suba adicional de tarifas eléctricas de no menos del 28% para apenas cubrir costos

<sup>1</sup> Las acciones se basan en jurisprudencia del año 2002 que permitiría considerar ilegal la modificación (aumento) de los precios de ejercicio de los contratos, por las Com. 657 de ROFEX y 518 de Argentina Clearing de diciembre pasado. También invocan el hecho de que el Mercado Abierto Electrónico (MAE), por el contrario, respetó el precio de los contratos.

<sup>2</sup> Reportaje de Marcelo Bonelli al Ministro de Producción Francisco Cabrera por Radio Mitre del 7 de mayo de 2016. Disponible online en <http://radiomitre.cienradios.com/el-sindicalismo-fue-mas-maduro-que-el-empresariado/>

de generación y distribución. Pero el ministro de Hacienda Prat Gay afirmó en abril que no habrá más aumentos de tarifas en 2016, y también en esta se expresó de igual forma el Ministro del Interior Rogelio Frigerio. ¿Se operará por debajo de los costos en lo que resta del año, y **la diferencia se cubrirá con un “tarifazo” en 2017? ¿Es verdad, como se conoció en algunos medios, que los ministros del área económica no fueron avisados de la última suba de combustibles dispuesta por Aranguren?**

d) Varias semanas atrás el BCRA anunció préstamos hipotecarios indexados por CER, a ser financiados por depósitos a 180 días también expresados en esa unidad de cuenta. Pero a fines de abril el Senado de la Nación aprobó un proyecto alternativo del Senador Julio Cobos que prevé el financiamiento a través de un futuro bono ajustado por la evolución de un índice promedio del valor de mercado de un metro cuadrado de vivienda. A su vez el Banco de la Nación Argentina ha anunciado la reglamentación de una línea propia, **diferente de la del BCRA:** préstamos hipotecarios a 20 años indexados a partir del cuarto por el Índice de Salarios del INDEC, y desde entonces a tasa variable (BADLAR). Además de la visible falta de coordinación caben al menos **cuatro preguntas** algo incómodas, pero inevitables:

- 1) ¿Por qué el titular del BCRA dedicó tiempo y esfuerzo para diseñar y promover productos financieros, cuando dicha tarea es, propia de la banca comercial, y no está contemplada en las misiones y funciones que establece su Carta Orgánica?
- 2) ¿La banca comercial, pública y privada, acaso carece de capital humano para diseñar este tipo de contratos?
- 3) ¿No hay una demanda por estabilidad de precios, más bien que de productos financieros indexados?
- 4) La promoción de contratos indexados, ¿es coherente con el aparente “compromiso” verbal con la estabilidad de precios?

Si no se detienen de una vez este tipo de “ambigüedades”, la ejecución de políticas va a demorarse más de lo necesario. Peor aún, tanto el ingreso de inversiones extranjeras, como el impacto de iniciativas acertadas, caso de las medidas de apoyo a las PyMEs anunciadas ayer, se pueden demorar mucho más que lo deseado por el Gobierno.

### Medidas oficiales de apoyo a las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs)

En el día de ayer el Ministro de Producción, Francisco Cabrera, anunció las primeras medidas de apoyo a las Pequeñas y medianas Empresas de la actual administración. Las más relevantes son las siguientes:

- Ampliación de la línea de inversión productiva autorizada por el BCRA al sistema bancario, pasando de un cupo del 14% de los activos de los bancos a 15,5%.
- Créditos para las PyMEs por un total de \$ 137.000 M a una tasa de 22% anual, disponible a partir del próximo 10 de junio.
- Lanzamiento de la línea “Mi primer Crédito” del Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE) para PyMEs que nunca accedieron a financiamiento bancario, y de “inclusión financiera” para micro y pequeñas empresas (monto previsto: \$ 7.000 M).
- Desde junio las PyMEs se beneficiarán de la ampliación del plazo de liquidación del IVA de 30 a 90 días, lo que permitirá preservar el capital de trabajo de las empresas.
- Aumento de los umbrales de retención de IVA y de Impuesto a las Ganancias que no se actualizaban desde el año 2000 (tampoco se brindó información en detalle al respecto).
- El 68% de las PyMEs recibirá en forma automática un certificado de no retención del IVA y el resto se beneficiará de requisitos más flexibles que los actuales (no hubo especificación al respecto de esos beneficios).
- Eliminación de topes de los planes de facilidades de pagos de deudas impositivas mediante un sistema de “scoring” para evaluar el grado de cumplimiento previo de las empresas.
- Extensión del plazo de liquidación de divisas de exportaciones de PyMEs de 90 a 365 días.
- Envío al Congreso de la Nación de un proyecto de Ley de Promoción de las PyMEs que prevé:
  - Deducción de Impuesto a las Ganancias por hasta el equivalente del 8% de las inversiones en bienes amortizables realizadas entre el 01/07/2016 y el 31/12/2008, con un tope equivalente al 2% de los ingresos por ventas.
  - Devolución del IVA de estas inversiones en el mismo período a través de un bono de crédito fiscal.
  - Exención del pago del impuesto a la ganancia mínima presunta.
  - Compensación del Impuesto a los Créditos y Débitos Bancarios con Impuesto a las Ganancias (este beneficio estaría limitado sólo a las micro y pequeñas empresas).
  - Desarrollo de instrumentos de financiamiento extra bancario (obligaciones negociables, sociedades de garantía recíproca) y bonificación de tasas de líneas de crédito a canalizar a través del BICE.

### 3. Anuncios fiscales y monetarios: el “blues de la credibilidad”

En la última semana de abril las autoridades presentaron un “update” de las metas fiscales y monetarias de enero pasado. El 27 de abril los Secretarios de Política Económica y Planificación del Desarrollo, Pedro Lacoste, y el Secretario de Finanzas, Luis Caputo, presentaron el Plan Financiero 2016. Allí se especificó que para 2016 la nueva meta oficial de déficit base caja del Sector Público No Financiero, medido “bajo la línea” como “necesidades de financiamiento”, será de 7,3% del PBI, esto es \$ 524.004 M. Esta cifra torna ya irrelevante la proyección del ministro Prat Gay de enero pasado, según la cual **estimaba una caída del déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) de 7,1% del PIB en 2015 a 4,8% en 2016**. Si en lugar de hablar de puntos porcentuales de un PBI de 2015 todavía desconocido, se comparan las cifras en pesos, **la estimación para 2016 indica un déficit fiscal esperado por las autoridades que supera en un 43,6% al déficit fiscal de 2015**. Sin rectificación posterior, **esto significa que las autoridades han abandonado todo intento de verdadero ajuste fiscal este año**.

Cabe observarse que en lo que va de este año es el sector privado, no el Estado, el que está ajustando sus gastos corrientes. Ciertamente, una recuperación desde la estanflación actual requiere que el “ajuste de cinturón” lo realice el Sector Público No Financiero (SPNF), y no el sector privado. Sin embargo, al comparar las cifras fiscales del primer trimestre de este año con los del primer trimestre de 2015 no muestran ajuste fiscal alguno:

- a) Los ingresos fiscales aumentaron 25,1%, pero el gasto primario, sin intereses, creció 28,3%.
- b) El déficit fiscal antes de intereses (déficit fiscal primario) creció 10,3%.
- c) El déficit financiero total (déficit primario más intereses de la deuda) creció 13,4%.
- d) **El déficit operativo de las empresas públicas, aumentó en un 114,7%.**
- e) **Las transferencias al fisco desde el BCRA aumentaron un 126%**, y las del FGS de la ANSeS, un 25,9%.
- f) El gasto corriente en prestaciones de la seguridad social (44% del gasto corriente total) creció 40,9%, las transferencias al sector privado (23% del gasto corriente), 21,2% y el gasto en remuneraciones (17% del gasto corriente), 35,7%.
- g) **Los gastos corrientes totales (sin intereses de la deuda) crecieron 31,3%, mientras los ingresos corrientes crecieron sólo 25,2%.**

El nuevo Plan Financiero indica que el 29,5% del “gap” fiscal se financiará con emisión monetaria (adelantos del BCRA y remesas pesificadas de las utilidades de las reservas internacionales), el 21,8% vía deuda interna, 19,6% con deuda externa en los mercados voluntarios, 8,2% vía organismos internacionales y créditos bilaterales, 7,3% vía FGS ANSeS y deuda intra Estado, y 13,6% desde otras fuentes. **Una buena noticia aquí: bien se mantiene la dominancia fiscal sobre el BCRA, se prevé una asistencia de \$160.000 M de la autoridad monetaria al SPNF, lo que significa una reducción de 19,3% -respecto de 2015- de la emisión monetaria para financiar al SPNF.**

A su vez, el 28 de abril el titular del BCRA, Federico Sturzenegger anunció que en septiembre próximo la entidad adoptará formalmente un programa de metas de inflación a ser implementado desde enero partir de 2017 en un régimen de flotación cambiaria administrada pero con escasas intervenciones del BCRA. Sin embargo, la dependencia formal y fáctica de la autoridad monetaria respecto del fisco se mantendrá invariable, de modo que no será un genuino régimen de “inflation targeting”. Dicho régimen exige independencia legal y fáctica (tanto en cuanto a objetivos, como a instrumentos) de la autoridad monetaria respecto del Tesoro y otros organismos y poderes del Estado. Esto inevitablemente exige derogar la Ley 26.739 de 2012 que reformó en 2012 la Carta Orgánica de la entidad, lo cual no es factible hasta tanto el oficialismo no cuente con mayoría propia en el Congreso de la Nación.

La emisión para financiar al Tesoro, o para compra de divisas no tendría impacto inflacionario inmediato si es absorbida vía operaciones de mercado abierto. La elección del BCRA sigue siendo la de absorber oferta monetaria actual con Letras del BCRA (LEBAC), o sea sustituir pasivos monetarios por pasivos no monetarios presentes, pero a riesgo de cancelarlos con futura emisión monetaria. El BCRA trata así de señalar un compromiso con la baja de la inflación absorbiendo circulante con LEBAC. **Hasta ahora, luego de estabilizarse las tasas de las LEBAC a 35 días en 38% anual sólo se ha observado un enfriamiento de la actividad económica, sin efecto visible sobre la inflación.**

El efecto de corto plazo fue el de reducir el exceso de demanda heredado de la administración anterior, pero la suba de tasas de interés ha desalentado la inversión, demorando la reactivación económica. Esto bloquea la recuperación

de la demanda de dinero local y la desdolarización de carteras. Además, la eventual suspensión de ajustes de tarifas genera expectativas de nuevas subas para el año próximo.

Frente al traslado de los ajustes de tarifas y precios regulados a costos y precios de servicios, y dado el aumento de la frecuencia de las negociaciones salariales, y contratos de alquiler y otros servicios, **estamos en presencia de un escenario de propagación inercial de la inflación que no se veía desde los años '80**. La experiencia argentina al respecto ha sido más que convincente: **ese mecanismo de indexación hoy desordenada por la inexistencia de un IPC oficial de referencia, tiende a acelerar la inflación, y a neutralizar el impacto antiinflacionario utilizando un solo instrumento, las tasas de interés del mercado de LEBACs**. En la práctica además, **es más que evidente que el BCRA tiene otro objetivo: minimizar la volatilidad cambiaria**: cuando el tipo de cambio amagaba superar los \$16, el BCRA vendió dólares para revertir esa suba, y cuando parecía perforar el piso de \$15, pero con la aceleración de la inflación resucita otro problema: el incipiente atraso del tipo de cambio real percibido por la industria manufacturera. Al respecto, el BCRA afirma además en su reciente Informe de Política Monetaria que la flotación cambiaria permite “desvincular los movimientos del tipo de cambio del comportamiento de los precios domésticos”, y en su pág. 40 deja implícita la idea de que cambios en el tipo de cambio no afectan en nada a los precios de los bienes no transables. En realidad, no hay evidencia de tal cosa en la economía argentina.

**El escenario actual se resume entonces en: a) incipiente atraso cambiario, b) altas tasas de interés, y c) enfriamiento de la demanda del sector privado sin ajuste fiscal**. La salida exige una estrategia directa hacia la reversión de las expectativas inflacionarias y de la persistente “fiesta fiscal”. Ahora bien, una mayor depreciación del peso no parece hoy factible por su potencial impacto inflacionario. A su vez, menor gasto público y déficit fiscal pareciera escapar a la capacidad del Poder Ejecutivo de administrar conflictos. Pero algo habrá que hacer en ese frente antes de que sea demasiado tarde. Sin el marco legal requerido para un genuino régimen de “inflation targeting”, el BCRA y el Ejecutivo deben reducir drásticamente la brecha fiscal, y no debe existir asistencia financiera alguna del BCRA al Tesoro de la Nación.

Ahora bien, “inflation targeting”, significa independencia de instrumentos y también de metas. Caso contrario, los anuncios presentes y futuros, nacen con la credibilidad dañada desde el origen. El titular del BCRA podía haber anunciado metas de inflación diferentes de las presentadas por el Ministro de Hacienda en enero pasado, **pero optó por tomar como propias las metas de inflación del Ministro responsable de la política fiscal y de financiamiento del gobierno**. Por otro lado, anunció que sólo va a convalidar una baja de las tasas de interés de las LEBAC sólo después de una baja observada y persistente de la inflación. Cierta medida de “inflación núcleo” indicaría tal cosa para el BCRA, pero no es la inflación percibida por el sector privado. **Sin indicadores de desaceleración percibida, el BCRA optó el martes 3 de mayo por reducir las tasas de las LEBAC a 35 días de 38% anual a 37,5%. A su vez, si la inflación “núcleo” está en descenso<sup>3</sup>, era de esperar que anteayer repitiera dicha baja, pero el BCRA la mantuvo en 37,5%**. Surgen, entonces, preguntas incómodas sobre dicha decisión y su contexto:

- 1) ¿se puede creer en los anuncios del titular del BCRA? ¿si la tasa de la LEBAC en definitiva es endógena a la inflación y a la actividad, según la perciba el directorio del BCRA, cómo podrá el BCRA alinear las expectativas del público con sus metas de inflación?
- 2) ¿qué hará el BCRA para neutralizar el impacto de una mayor volatilidad cambiaria y/o de términos de intercambio sobre precios de bienes no transables cuyos costos de producción son intensivos en insumos importados?
- 3) ¿puede esperarse que las subas de tasas de interés puedan reducir la inflación, sin efecto negativo alguno sobre el nivel de actividad?
- 4) ¿por qué en el Informe de Política Monetaria de este mes se afirma en pág. 17 que el Índice de Confianza de los Consumidores de la Universidad Torcuato Di Tella “da cuenta de expectativas optimistas”, si los gráficos allí presentados muestran que dicha confianza está en caída desde noviembre de 2015? Más aún, la inflación esperada promedio según dicha Universidad para los próximos 12 meses es de nada menos que de 36%.

<sup>3</sup> Así consta también en la página 6 del Informe de Política Monetaria del BCRA (mayo de 2016), publicado por la entidad monetaria poco antes de la licitación de LEBACs de ayer. Ver [http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Políticas/IPM\\_Mayo\\_2016.pdf](http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Políticas/IPM_Mayo_2016.pdf) Otro dato curioso de dicho informe: en su pág. 14 afirma que en el primer trimestre de 2016 se observó una “**disminución en términos reales del gasto primario del SPNF en torno al 5% i.a.**”. En términos nominales, los números publicados por la Secretaría de Hacienda indican que se registró un **aumento nominal de 31,4% i.a.**. Por consiguiente el BCRA está estimando una inflación i.a. de **no menos de 36,4%, y no con 35% como se afirma en la pág. 20 de dicho informe.**

En suma, la propuesta de “metas de inflación” es ambiciosa, pero en su “presentación oficial”, luce algo voluntarista. El público sigue esperando futuros ajustes de tarifas y salarios con impacto posterior en costos y precios, habiéndose descartado el cumplimiento de la metas de inflación del Gobierno para este año (25% como máximo). A su vez, en el mercado cambiario se sigue percibiendo un incipiente atraso del tipo de cambio real cambiario que **no debilita las expectativas de devaluación futura ni la demanda de dólares**. Por tanto, deben subir las tasas de interés (lo cual es recesivo), o el tipo de cambio (con potencial impacto inflacionario). Intentar, entonces, poner fin a la estanflación **sólo** con metas de inflación e inversiones extranjeras algo inciertas, genera no pocas dudas, al menos en el corto plazo. Sea como fuere, **urge reducir la inflación mensual al menos a 2% en el segundo semestre**. Su evolución, al mismo tiempo que el de la actividad económica y el del empleo de mano de obra, serán cruciales para la dinámica de los próximos meses, y para las posibilidades del oficialismo de imponerse en las elecciones legislativas de 2017.

## BYE BYE, THOMAS GRIESA ... WELCOME BACK, DEBT-ADDICTION?

*Gustavo Martín*

**El gobierno logró exitosamente colocar deuda para solventar sus gastos fiscales en el corto plazo y salir del default que duró 12 años. Además, le abrió el camino a los gobiernos provinciales para emitir deuda en el exterior. El nuevo camino no está exento de riesgos ya que podría tornarse insostenible si no se logran generar las condiciones necesarias que la economía se reactive, y genere empleo y divisas.**

### 1. Introducción

La exitosa emisión de los bonos soberanos, y de la Provincia de Buenos Aires abrieron la puerta para que las Provincias salgan en busca de deuda para solventar sus gastos. En lo que se refiere a la emisión de bonos soberanos, luego de aprobar las leyes que le impedían realizar la emisión y pagar a los “holdout”, el gobierno logró colocar US\$ 16.500 M a tasas idénticas a los cupones por lo que no hubo premio por la colación, pero algo superiores a las de los soberanos con idéntica calificación. El cuadro siguiente muestra la colocación por tramo y tasa obtenida.

## CUADRO 1: EMISIÓN DE NUEVA DEUDA SOBERANA

Bono de la República	Millones de US\$	Cupón	Vencimiento
3 años	2.750	6,25%	2019
5 años	4.500	6,87%	2021
10 años	6.500	7,50%	2026
30 años	2.750	7,62%	2046

Fuente: IICE-USAL en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

Las ofertas recibidas superaron ampliamente lo demandado. En este caso se recibieron ofertas por de los US\$ 68.500 M. Si bien existe una gran demanda de bonos argentinos, tanto por sus rendimientos como por una renovada confianza en el país, el dato de las ofertas no debe ser tomado literalmente.

En rigor, las ofertas superaron ampliamente la demanda gracias a la forma en que se realizó el proceso de licitación, el sistema de *Book Building* o armado de lista de ofertas. Este sistema implica la realización de *road shows* para presentar el instrumento a licitar recibir ofertas no vinculantes que darían una idea de cuánto podría colocarse y a qué precio. Asimismo, este sistema en el que se arman los listados de ofertas permiten al colocador elegir a quien adjudicar la venta y a quién no. De esta manera, si el instrumento presenta suficiente interés existe un incentivo a que haya sobreoferta para no quedar fuera de la licitación. Asimismo, la licitación de estos bonos estuvo limitada a los inversores institucionales o grandes inversor. **Las láminas mínimas exigen un monto de US\$ 150.000 lo que lo convierte en inaccesible para los pequeños ahorristas salvo que compren cuotas partes en fondos de mercados emergentes.**

Por su parte, la Provincia de Buenos Aires lo hizo el 9 de marzo, antes de la emisión de la República para el pago a los holdouts. Muy a su pesar, al emitir estos bonos se pagó una tasa de 9,375% pero logró colocar unos US\$ 1.250 M con ofertas por US\$ 4.000 M con un plazo de 8 años. Signo de que los mercados perciben un cambio real en nuestro país, pero también es cierto que a tasas tan altas, es de esperar un exceso de demanda de bonos en su oferta inicial.

### 2. Pago a los holdouts

El viernes 22 de abril luego de la colocación de deuda por parte del gobierno, se realizaron los pagos correspondientes según los acuerdos logrados. El pago realizado hasta el momento fue por US\$ 9.079 M, según la información provista por el Ministerio de Hacienda y Finanzas. Los arreglos se conformaron de la siguiente manera:

**CUADRO 2: ACUERDOS DE PAGOS A LOS “HOLDOUT” – EN MILLONES DE US\$**

	Principal (a)	Reclamo (b)	Acuerdo (c)	Quita (d) = (c)/(b)-1
Pari Passu	1.214	5.935	4438	25%
Mee Too's	1.042	2.418	1.879	22%
Otros Juicios Nueva York	943	2.732	1.333	51%
<b>Total Ley Nueva York</b>	<b>3.199</b>	<b>11.086</b>	<b>7.650</b>	<b>31%</b>
Italianos (IFA)	782	1.915	1.173	39%
Otros Acuerdos	172	505	256	49%
<b>Total Acuerdos</b>	<b>4.154</b>	<b>13.505</b>	<b>9.079</b>	<b>33%</b>
Pendientes	1.867	5.528	1.500	73%
<b>TOTAL</b>	<b>6.021</b>	<b>19.033</b>	<b>10.579</b>	<b>44%</b>

Fuente: IICE-USAL en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

### 3. Otras colocaciones nacionales

Aprovechando el éxito de la colocación internacional y ante la demanda por bonos del mercado local, en particular de individuos, el gobierno resolvió emitir, luego de 12 años, Letras del Tesoro (LETES) en dólares. De la misma forma, con estos instrumentos, se buscó captar el ahorro en dólares inmovilizados y algunos “fuera del sistema”<sup>4</sup>. No obstante, estas Letras pueden suscribirse en pesos por lo que además aliviarían al BCRA en su tarea de absorber base monetaria para bajar la inflación en el mediano plazo. **En la misma línea, se colocaron BONAC con vencimiento en 2017, con lo que la emisión de deuda final fue de aproximadamente US\$ 1.200 M, US\$ 477 en LETES y el resto en BONAC (unos \$10.853 M).**

En lo que respecta a las LETES, se colocaron a 91 días con una tasas de 3,5%, medio punto por debajo a las tasas que ofrecían a principio de año los bancos de primera línea por depósitos en dólares al mismo plazo, y a 182 días con una tasa de 3,89%. Si bien la licitación resultó un éxito en términos de emisión, el gobierno tomó varias suscripciones en pesos que luego deberá devolver en dólares lo que provoca riesgo cambiario y, a pesar que el monto no sea relevante dentro de la deuda total, debe tenerse en cuenta que el déficit fiscal supera el 5% del PIB según los datos provistos por el Ministro

<sup>4</sup> Fuera del sistema se refiere a dólares en cajas de seguridad o guardados de manera particular comprados dentro del sistema (casas de cambio, bancos o mediante la operatoria contado con liquidación) o dólar blue pero que no son producto de la economía negra o ilegal.

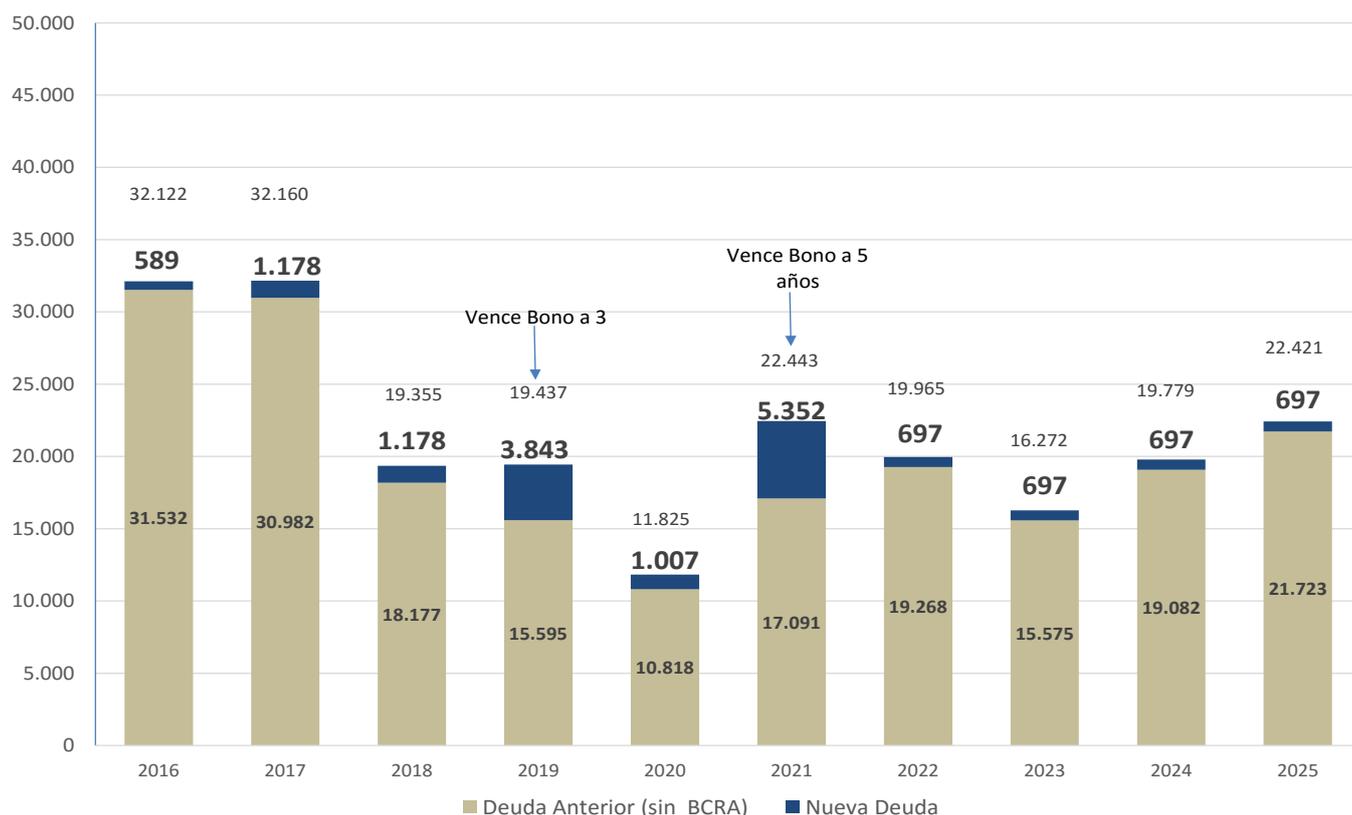
de Hacienda cuando presentó el programa financiero. De esta manera, la repetición de este tipo de licitaciones podría generar una mayor carga fiscal que derive en un ajuste más severo. El riesgo no es menor para un gobierno falto de dólares y con **necesidades de financiamiento de por lo menos US\$ 36.746 millones según el programa financiero recientemente publicado por las autoridades, de los cuales US\$ 12.463 (un 34% de estas necesidades) son para pagar vencimientos de capital e interés.**

Por su parte, la emisión de BONAC 17 logró una tasa del 33% (cerca de la inflación esperada para el año 2016 por consultoras y entidades financieras), 450 puntos básicos por debajo de las LEBAC del BCRA lo que implica un logro para el gobierno. No obstante, el monto licitado es sensiblemente inferior al de los títulos emitidos por la autoridad monetaria. Si bien se esperan más licitaciones por parte del gobierno, habrá que esperar para ver si además de lograr una baja significativa en la tasa de interés (junto a una baja de la inflación) también logran incrementar la demanda de pesos. Por el momento el gobierno se mostró exitoso en el flanco financiero pero el *crowding out* sigue perjudicando el crédito hacia el sector privado con consecuencias sobre la actividad<sup>5</sup>.

#### 4. El nuevo perfil de la deuda soberana

Con los datos a diciembre de 2015 publicados por este gobierno, el perfil de la deuda soberana total (incluye deuda intra-sector público excepto letras intransferibles colocadas en el BCRA) quedaría de la siguiente manera:

**GRÁFICO 2: PERFIL DE LA DEUDA TOTAL SOBERANA CAPITAL E INTERÉS – EN MILLONES DE US\$**



Fuente: IICE-USAL en base a datos del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

En el gráfico se observa que los pagos que deberá enfrentar pagos por hasta **US\$ 32.000 M** este año y el siguiente, y que los años venideros no serán tampoco sencillos en materia de pagos. Dada la “gradualidad” con la que se pretende corregir el déficit fiscal esto implica más colocaciones durante este y el próximo gobierno. De aquí la necesidad de alertar

<sup>5</sup> Ver IEM de Abril de 2016.

---

acerca del peligro de utilizar deuda para cubrir déficits fiscales (sobre todo en provincias) y que la misma no sea un vehículo para reactivar la economía para que el país vuelva a generar divisas. La opción que le queda al gobierno es la de fomentar el crecimiento sobre todo en el sector de exportables y así lograr tener los dólares necesarios para realizar los pagos.

El gobierno camina sobre el filo peligroso del éxito financiero pero con varias cuentas pendientes en la parte real de la economía. Por caso, la actividad económica sigue deprimida y los sectores económicos productivos y de servicios distan de ser eficientes por lo que es posible observar un deterioro de las variables de empleo en el mediano plazo. Por su parte, la inflación aún permanece alta, se espera que en abril alcance el 7% mensual, y es condición necesaria que la inflación converja hacia un 3 o 4% anual para que pueda reactivarse el crecimiento de los sectores productivos y de servicios.

Por ahora, el gobierno obtuvo el financiamiento que necesita para comenzar a sacar la economía del estado en que la dejó el gobierno anterior. Obtuvo con gran mérito éxitos en el plano financiero pero le falta cumplir con objetivos que tienen que ver con la economía real y la sostenibilidad hacia el futuro de una economía moderna y competitiva.

##### 5. *Más colocaciones provinciales*

En línea con las licitaciones soberanas, las provincias planean emitir deuda pero para cubrir rojos fiscales que en su mayor parte son gastos corrientes y salarios. La primera provincia en emitir luego de la salida del default fue Neuquén que colocó US\$ 235 M a una tasa del 8,625% a un plazo de 12 años.

Nuevamente, las ofertas recibidas por la provincia de Neuquén superaron ampliamente el monto buscado por las autoridades, pero como ya se explicó para el caso nacional y de la provincia de Buenos Aires, ello tiene que ver más con el método empleado en el *road show* para recibir ofertas y adjudicarlas que con un genuino interés. Asimismo, las tasas pagadas en dólares siguen siendo de las más altas para bonos cuya calificación se encuentra por encima de los denominados bonos basura. Cabe destacar que luego de la emisión el bono de Neuquén se vendió a un rendimiento entre 75 y 100 puntos básicos menos (es decir a mayor precio) pero esto también tiene que ver con que en la adjudicación los colocadores aprovecharon para obtener una ganancia a través de bonos comprados por ellos mismos. Asimismo, estos bonos cuentan con una garantía de regalías hidrocarbúricas por lo que se podría haber conseguido una tasa aún menor.

En las próximas semanas se espera que otras provincias salgan al mercado a buscar financiamiento y ofrecer rendimientos interesantes para los inversores, entre ellas las de Mendoza, Chubut, Santa Fe, nuevamente la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad de Buenos Aires. El riesgo que conlleva este tipo de endeudamiento es que si bien algunas jurisdicciones pueden ofrecer garantías como Neuquén, es que al ser utilizadas para cubrir déficit la emisión permanente de deuda podría volverse insostenible llevando inevitablemente a una crisis de deuda.

Si bien las autoridades nacionales y provinciales lograron resolver exitosamente sus necesidades financieras, aún **deben poner en marcha una reactivación económica sostenible que además de generar empleo suficiente, genere divisas para solventar los servicios de deuda y los pagos de capital.** En otras palabras, **al igual que los potenciales inversores, tendrán que observar la evolución de la solvencia fiscal en cada una de las jurisdicciones.**

## PANORAMA INTERNACIONAL

### LA ECONOMÍA MUNDIAL A LA DERIVA

Jorge Viñas

**La economía mundial continúa brindando señales confusas, inmersa en el patrón de bajo crecimiento que arrastra desde la salida de la gran crisis financiera de 2008-2009. Los gobiernos y los organismos multilaterales no consiguen impulsar un crecimiento más vigoroso y lucen cada vez más desorientados.**

#### 1. “Demasiado lento por demasiado tiempo”<sup>6</sup>

Tal como se había anticipado en el número anterior del IEM<sup>7</sup>, en el *World Economic Outlook* (WEO) de abril de 2016 el FMI volvió a revisar a la baja la estimación de crecimiento de la economía mundial para 2016. El nuevo crecimiento global proyectado de 3,2% es inferior en 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a la actualización previa de enero de 2016. Si se cumpliera el nuevo pronóstico, que todavía se ubica por encima del 3,0% que espera el consenso según la última encuesta mensual de Bloomberg correspondiente a abril, el crecimiento de 2016 equipararía el desempeño del año 2015 y sería levemente inferior al promedio de los últimos 5 años de 3,3% anual.

Cabe destacar que la revisión a la baja del crecimiento es relativamente uniforme por grupos de países e incluso es bastante similar a nivel de países individuales. Entre los países desarrollados, sólo sobresale la reducción a la mitad (de 1,0% a 0,5%) del crecimiento proyectado de Japón, mientras que entre los países emergentes llama la atención las recesiones más profundas que se proyectan en Rusia y Brasil. En sentido opuesto se destaca la leve revisión alcista del crecimiento de China, de 6,3% a 6,5%.

El informe principal que acompaña a las proyecciones se focaliza en un tema que ha sido un tópico recurrente en esta sección del IEM a lo largo de los últimos años: si bien la economía mundial se ha mantenido en expansión desde la salida de la gran crisis financiera de 2008-2009, evitando una recaída en recesión, la recuperación ha sido demasiado lenta y frágil. A medida que el tiempo sigue transcurriendo y no se consigue consolidar un ritmo de crecimiento más vigoroso, los riesgos y amenazas para la expansión global se multiplican. Por ello el FMI insta a todos los gobiernos a coordinar e implementar políticas que permitan potenciar el crecimiento económico mundial, advirtiendo explícitamente que la política monetaria expansiva no es suficiente para lograrlo.

Las políticas pro-crecimiento sugeridas en general no son novedosas, siguiendo dos ejes fundamentales: 1) reformas estructurales que propicien mercados de bienes y de factores de producción más competitivos y 2) políticas fiscales expansivas en aquellos países con margen para aplicarlas, especialmente en materia de obras de infraestructura.

Sin embargo, la realidad muestra que, más allá de las declamaciones, los gobiernos no han sido capaces de ponerse de acuerdo sobre el diseño y la implementación de tales políticas, ni siquiera a nivel interno de cada país, mucho menos a nivel supranacional. Mientras tanto los bancos centrales siguen llevando todo el peso de brindar los estímulos para fortalecer el crecimiento, pero cada vez sus resultados son menos efectivos y se está empezando a cuestionar cada vez más seriamente si los estímulos monetarios están alcanzando el punto de tornarse totalmente ineficaces o incluso contraproducentes.

#### 2. El desconcierto de los bancos centrales

El desempeño errático reciente de las principales economías del mundo y las reacciones volátiles de los mercados financieros internacionales están sembrando el desconcierto entre las autoridades monetarias de Estados Unidos, la Eurozona y Japón, que se muestran crecientemente confusas e inseguras a la hora de delinear los próximos pasos de la política monetaria en sus respectivos países. Esto tiende a exacerbar la incertidumbre imperante en el escenario económico-

<sup>6</sup> “*Too slow for too long*” es el título del *World Economic Outlook* de abril de 2016 del FMI. En internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/>

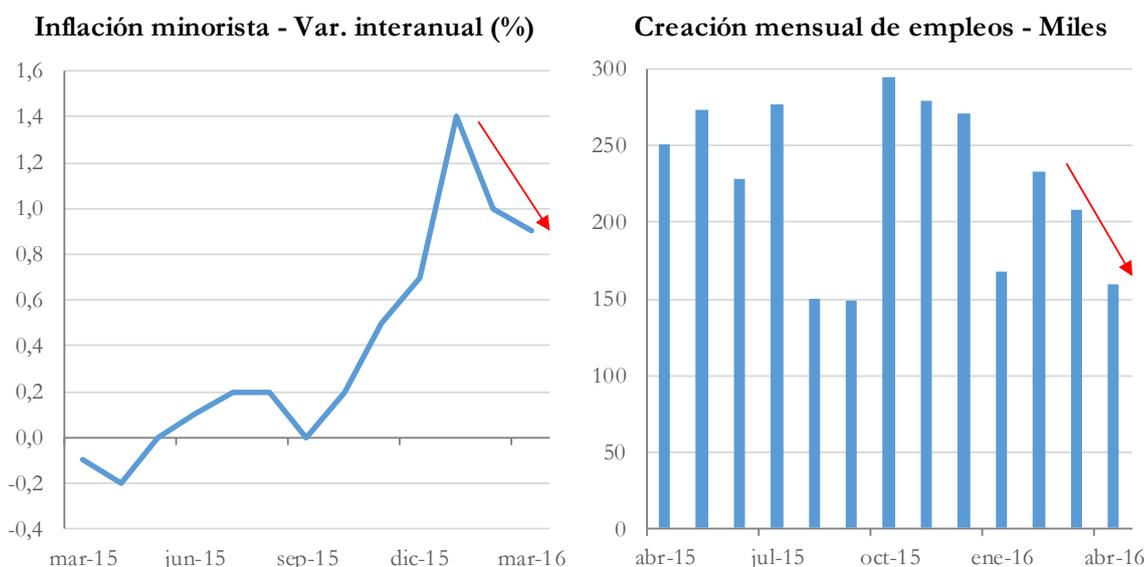
<sup>7</sup> Véase el artículo de Jorge Viñas, “La economía global no mejora”, IEM N° 138, 14 de abril de 2016, pág 10.

financiero global, propiciando una sobrerreacción de los mercados financieros ante cada dato económico nuevo que se difunde.

En EE.UU., la Reserva Federal en su última reunión del 27 de abril decidió mantener la tasa de Fondos Federales sin cambios en el rango 0,25-0,50%. La medida no generó ninguna sorpresa, ya que toda la información brindada tras la reunión anterior de marzo<sup>8</sup>, así como los datos económicos publicados desde entonces que reflejan una actividad económica poco pujante, llevaron a anticipar con certeza de que no habría movimiento de tasas en la reunión de abril. Sin embargo, el comunicado posterior a la reunión volvió a reflejar el grado de confusión que envuelve a la Fed respecto a la trayectoria futura de tasas de interés.

La información nueva sobre el desempeño de la economía estadounidense entre la reunión de marzo y la de abril apuntaba a que la Fed mantendría el tono “*dovish*” de la reunión de marzo prácticamente inalterado. En particular, el dato del PIB del primer trimestre de 2016, que arrojó un crecimiento de sólo 0,5% anualizado, evidenciaba el hecho de que la economía de EE.UU. no consigue afirmarse sobre bases más sólidas y continúa en el mismo patrón de crecimiento errático y débil, más allá de algunos trimestres aislados de crecimiento más fuerte. Del mismo modo, la inflación, que desde septiembre de 2015 había comenzado a repuntar hasta alcanzar 1,4% interanual en enero de 2016, en los últimos dos meses volvió a retraerse, ubicándose en 0,9% en marzo, todavía lejos del 2% que es la meta de la Fed (véase el gráfico 3 panel izquierdo).

### GRÁFICO 3: EE.UU. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN Y EL EMPLEO



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Siguiendo con los vaivenes, los datos de empleo del mes de abril, publicados a principios de mayo, mostraron un debilitamiento en el ritmo de creación de empleo. Esto marca un cambio respecto a los meses anteriores que se habían caracterizado por una creación de empleo que se había mantenido firme en niveles elevados pese a los altibajos del nivel de actividad económica. En abril se crearon 160 mil nuevos puestos de trabajo no agrícola, frente a los 200 mil esperados por el consenso según Bloomberg, y frente al promedio mensual de 242 mil en los 6 meses anteriores. La tasa de desempleo se mantuvo en el 5,0%, sostenida en una nueva retracción de la tasa de participación, que bajó de 63,0% a 62,8% luego de varios meses de recuperación. Para complicar el panorama, la medida de inflación salarial, **los ingresos laborales promedio por hora, mostraron un repunte a 2,5% interanual, frente al 2,3% del mes anterior y el 2,4% esperado por el sector privado.**

<sup>8</sup> El comunicado, y las proyecciones económicas y de tasas de interés que acompañaron la decisión del 16 de marzo de no modificar la tasa de interés, las declaraciones de la titular de la Fed, Janet Yellen, tras la reunión, y las minutas de la reunión publicadas tres semanas después.

Tras la publicación del dato débil de empleo el viernes 6 de mayo, la probabilidad de una suba de tasas en la próxima reunión del 15 de junio<sup>9</sup> descendió a un mínimo de 8%, tras haber alcanzado un pico de 18% el 27 de abril tras la última reunión de la Fed. Recién para la última reunión de 2016, prevista para el 14 de diciembre, la probabilidad de una suba de tasa supera el 50%, ubicándose en el 53%. De esta forma, más allá de las idas y vueltas de la Fed y de su comunicación confusa, la realidad de una actividad económica poco dinámica sigue apuntando a la persistencia de una política monetaria laxa por más tiempo.

En la **Eurozona**, el Banco Central Europeo (BCE) también continúa con sus marchas y contramarchas, en un contexto donde la persistencia de una inflación demasiado baja y un crecimiento económico apenas modesto, requeriría de una acción más decidida y sostenida en el tiempo. En especial, en abril la inflación volvió a empeorar, con el índice general dando nuevamente una variación negativa de 0,2% interanual, mientras que la inflación subyacente bajó a 0,8% interanual frente al 1,0% que había registrado en marzo.

Esto se potencia por los cambios en el frente externo, en el que la debilidad del dólar a nivel global ha vuelto a poner presión alcista sobre el Euro, a pesar de las medidas adicionales de relajamiento monetario, incluyendo nuevas inyecciones de liquidez y tasa de depósito aún más negativa, que adoptó el BCE en marzo. Por ello, se esperaba que en la conferencia de prensa tras la última reunión de política monetaria en abril, el Presidente Mario Draghi fuera enfático en anticipar medidas de estímulo adicionales para los próximos meses. Sin embargo, Draghi se limitó a resaltar la magnitud de las medidas adoptadas, que estaban preparados para actuar en caso de que los riesgos a la baja que enfrenta la economía se materialicen, pero que por el momento las medidas adoptadas eran las adecuadas para conseguir los objetivos del BCE a mediano plazo.

La ausencia de una postura consistentemente más agresiva por parte del BCE probablemente esté relacionada con la necesidad de Draghi de superar las resistencias internas en el organismo, provenientes fundamentalmente de Alemania, antes de poder lograr consenso para cada medida. De todos modos, se espera que en los próximos meses el BCE apruebe medidas de estímulo adicional, que podrían incluir tasas de depósito aún más negativas que el -0,40% actual, y la extensión indefinida del programa de QE a través de la compra de títulos.

En **Japón** se advierte el caso más severo de las consecuencias negativas de la indefinición del banco central. Desde las medidas extraordinarias adoptadas por el Banco de Japón (BOJ) a fines de enero, que incluyeron por primera vez tasas negativas, la evolución de las principales variables macroeconómicas ha sido adversa. El debilitamiento de las exportaciones y el desempeño inferior al esperado del consumo interno en el primer trimestre de 2016 llevaron a la revisión a la baja de las estimaciones del PIB para 2016 que se mencionaron anteriormente. Al mismo tiempo, la inflación cayó en marzo al nivel más negativo en los últimos tres años, registrando -0,3% interanual. Para peor, el yen acentuó la tendencia hacia la apreciación frente al dólar.

En este contexto se habían generado fuertes expectativas de que en la reunión de política monetaria de fines de abril, el BOJ anunciaría medidas de estímulo adicional. Sin embargo, el BOJ decepcionó tales expectativas al dejar la postura de política monetaria sin cambios y pedir paciencia hasta que las últimas medidas surtan efecto pleno. La decisión del BOJ se dio a pesar de que sus propias proyecciones arrojaron una revisión a la baja del PIB y de la inflación para los próximos 3 años, lo que llevó a admitir una postergación de 6 meses para el cumplimiento de la meta de inflación del 2%, del segundo al cuarto trimestre de 2017.

La reacción de los mercados financieros fue unívocamente negativa. El yen se apreció un 5% adicional frente al dólar en los últimos dos días hábiles de abril, llevando el tipo de cambio a un mínimo de 106 yenes por dólar, el nivel más bajo desde octubre de 2014, y representando una apreciación del 12% en lo que va de 2016 (véase el gráfico 4). La tasa de retorno del bono del tesoro japonés a 10 años se hundió en terreno negativo, volviendo al mínimo histórico de -0,13% anual. Mientras que el Nikkei, el principal índice accionario de la Bolsa de Tokio, acumuló una baja del 8% entre el 28 y el 29 de abril.

<sup>9</sup> Calculadas a partir de la cotización de mercado de los contratos a futuro de tasa de fondos federales.

**GRÁFICO 4: JAPÓN: EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL YEN FRENTE AL DÓLAR**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

3. *China tampoco define una tendencia clara*

Los temores respecto a un *hard landing* en China, que habían alcanzado niveles preocupantes a principios de 2016, continuaron apagándose en el último mes, hasta prácticamente extinguirse. Entre los factores que contribuyeron a la mejora de la percepción respecto a la economía china se destacan: 1) la estabilización del yuan tras la aceleración de la depreciación en el último trimestre de 2015 y los primeros días de 2016, lograda con la ayuda de la intensificación de los controles de capital, que también se tradujo en un leve repunte de las reservas internacionales a partir de marzo, 2) las medidas de estímulo fiscal, monetario y sectorial adoptadas por el gobierno en los primeros meses de 2016, y 3) la mejora de los datos mensuales de actividad económica del mes de marzo.

Sin embargo, en las desde fines de abril empezaron a resurgir algunas dudas. Los primeros indicadores de actividad, las encuestas PMI, tanto la industrial como la de servicios, mostraron una merma en abril respecto a marzo, aunque en ambos casos se mantienen por encima del nivel crítico de 50 que divide expansión de contracción<sup>10</sup>.

Por otra parte, los datos del sector externo de abril registraron una mejora del superávit de la balanza comercial, pero con una caída tanto de exportaciones como de importaciones, particularmente fuerte en este último caso. En efecto, las exportaciones se redujeron 1,8% interanual en abril, mientras que las importaciones disminuyeron un 10,9% interanual. La falta de señales consistentes de mejora en el comercio internacional de China abre interrogantes respecto a la fortaleza tanto de la demanda interna de China como de las condiciones económicas en los socios comerciales de China.

Por último, el informe de política monetaria del primer trimestre de 2016 del Banco Popular de China (BPCH) deja entrever que por el momento no se planean nuevas medidas de estímulo. Esto se refleja en la descripción de la postura actual de la política monetaria como “apropiadamente flexible” y la supresión de la referencia al “sesgo hacia el relajamiento” presente en informes anteriores. Al mismo tiempo que empieza a advertirse cierta preocupación por el aumento de la inflación. En especial, remarca los riesgos al alza de la inflación que imponen el rápido aumento de los precios inmobiliarios, el rebote de los precios de commodities y el efecto acumulativo de las medidas de estímulo adoptadas en meses anteriores. Hay que recordar que la inflación registró una aceleración de 1 punto porcentual entre octubre de 2015 y marzo de 2016, pasando de 1,3% a 2,3% interanual.

<sup>10</sup> El PMI o Purchasing Managers’ Index es un indicador de la percepción del estado de la economía de la industria manufacturera y de empresas de servicios. La encuesta se basa en indicadores de nuevos pedidos, niveles de inventarios, producción, despachos de bienes, y empleo de mano de obra.

Los indicadores mensuales de actividad, precios y monetarios correspondientes al mes de abril que se publicarán en la semana entre el 9 y el 15 de mayo serán claves para monitorear la “salud” de la recuperación que venía experimentando el crecimiento de China. Cualquier sorpresa negativa, especialmente en los indicadores de actividad (producción industrial, ventas minoristas, inversión en activos fijos) podría reavivar las dudas y temores nuevamente.

#### 4. *Nuevos nubarrones en el horizonte de la economía global.*

En medio de este escenario en el que la economía mundial parece carecer de rumbo, debe hacer frente a nuevas amenazas potencialmente peligrosas, como son: 1) el plebiscito en Gran Bretaña revocatorio de su pertenencia a la Unión Europea (comúnmente denominado como “Brexit”) previsto para el 23 de junio, 2) negociaciones de los acreedores europeos con Grecia por una nueva renegociación de las condiciones de la deuda griega, que podría dar lugar a nuevos conflictos con sus socios europeos y 3) los temores renovados de un giro hacia un mayor proteccionismo a nivel mundial, encarnados en la figura ascendente de Donald Trump.

Respecto al “Brexit”, las encuestas de cara al plebiscito muestran una sorpresiva paridad entre los que están en contra y a favor de abandonar la UE, habiendo una leve ventaja de 41% a 40% a favor de estos últimos según la última encuesta publicado por Bloomberg, con un nivel de indecisos del 19% todavía elevado y cuya inclinación va a definir el resultado. En caso de que triunfaran los partidarios de abandonar la UE, significaría un fuerte paso atrás en el proceso de integración con severas consecuencias económicas y financieras. El impacto sobre el comercio de bienes y el flujo de inversiones sería muy grave. El comportamiento de los mercados financieros británicos, en especial la incipiente depreciación de la libra esterlina, muestra que recién en la última semana, esta posibilidad empezó a considerarse más seriamente. Pero, un problema adicional de consecuencias difíciles de prever es el efecto demostración que ejercería sobre otros países.

En el caso de Grecia, el Parlamento está avanzando dificultosamente en la aprobación de las leyes de austeridad comprometidas en el último acuerdo con las instituciones que representan a los acreedores europeos. El último fin de semana se aprobaron las leyes de reforma previsional y tributaria que eran claves, pero todavía faltan aprobar leyes de reducción de gastos por 1.800 M de euros y un mecanismo de medidas contingentes que agrega recortes por 3.600 M de euros adicionales, siendo esta última la más controversial y que enfrenta mayor resistencia en la coalición oficialista. Sólo si se aprueban dichas leyes se dará por aprobada la primera revisión del nuevo programa vigente y podrá dar lugar al comienzo de las conversaciones por una nueva modificación en las condiciones de la deuda de Grecia. Más allá de los incentivos a llegar a un acuerdo que existen de los dos lados, la experiencia de los últimos años indica que no se pueden descartar una escalada de las tensiones y conflictos antes de un eventual acuerdo.

Finalmente, la virtual confirmación de Donald Trump como candidato presidencial republicano, tras el retiro de su principal contendientes en las primarias, obliga a plantearse con mayor seriedad la posibilidad de que alguien con posturas proteccionistas y abiertamente hostiles a varios importantes socios comerciales de EE.UU. llegue a la presidencia de ese país. Por ahora dista de ser el escenario más probable, dado que la distribución geográfica de su base electoral no le permitiría ganar suficientes estados como para lograr la mayoría en el Colegio Electoral frente a la que hoy asoma como la candidata demócrata Hilary Clinton. Además, no puede descartarse que una vez erigido como candidato, en los últimos tramos de la campaña Trump modere o modifique su discurso en la búsqueda de los votos necesarios para triunfar. Y si eventualmente llega a la Casa Blanca, no sería extraño verlo adoptar un enfoque pragmático alejado de los postulados extremistas de su campaña.

Sin embargo, el propio hecho del éxito inesperado de esta campaña lleva a reflexionar sobre las consecuencias negativas que la extensión en el tiempo del patrón de bajo crecimiento que está experimentando la economía de EE.UU. y la economía mundial, pueden tener sobre las preferencias de la población, erosionando el sustento político del sistema capitalista vigente.

## BRASIL: SIN ORDEN Y SIN PROGRESO

*Eloy Aguirre*

**El Senado de Brasil aprobó la suspensión por 180 días de Dilma Rousseff como Presidente de la Nación, y el inicio de un juicio político en su contra. En su reemplazo ha asumido como Presidente interino Michel Temer, de quien se espera un programa de ajuste fiscal, y eventualmente un llamado a elecciones anticipadas.**

### *1. Impeachment y cambio de rumbo*

Al cierre de este informe se aprobó en el Senado brasileño la suspensión por 180 días de Dilma Rousseff, como Presidente, debiendo afrontar un juicio político en su contra. En su reemplazo asumió como Presidente interino el hasta ahora vicepresidente, Michel Temer.

El camino hacia el juicio político o “impeachment” tuvo el lunes 9 de mayo una transitoria interrupción cuando el presidente interino de la Cámara de Diputados, Waldir Maranhao, anuló el proceso de “impeachment”. El mismo día el presidente del Senado, Renán Calheiros, rechazó la anulación y Maranhao revocó su propia decisión, de modo que está libre el camino para la votación que iniciará el Senado en la noche de hoy. La mandataria es acusada de violar la Ley de Responsabilidad Fiscal, a través de ocultamiento de déficits de la administración central, no por el escándalo “Lava Jato” que igualmente ha puesto en jaque a buena parte de la cúpula del Partido de los Trabajadores y de empresarios locales.

El “impeachment” es una figura legal que proviene del derecho anglosajón y que se usa en varios países para procesar a funcionarios públicos en ejercicio de sus funciones. En el caso de Brasil, está contemplado en la Constitución para evaluar la gestión del Presidente mientras ejerce el cargo y establece que puede ser destituido si el Congreso mayoritariamente votara que existen pruebas suficientes de mal desempeño en sus deberes de funcionario público. El proceso comienza con la admisión de una petición de “impeachment” por parte de la Cámara de Diputados para así crear una comisión a cargo de evaluar la conducta del Presidente.

La comisión evaluadora se constituye con 65 miembros que deben deliberar en 15 sesiones sobre la gestión del funcionario, en las diez primeras sesiones se atiende la defensa del Ejecutivo y las últimas son acerca de las conclusiones sobre el desempeño del mismo. Si se aprueba este proceso pasa al Congreso donde la Cámara de Diputados debe aprobar o rechazar las consideraciones de la comisión por las dos terceras partes del total de la Cámara, la Cámara de Diputados de Brasil tiene 513 miembros. En el caso de ser aprobado el proceso continúa en la Cámara de Senadores donde la Comisión de Juicio Político debe aprobar por mayoría simple el envío del “impeachment” al Plenario del Senado. La Cámara de Senadores de Brasil está integrada por 81 miembros y es necesario contar con una mayoría simple (41 votos) para suspender a la presidente. Si el Senado aprueba el “impeachment” se suspende al presidente por 180 días y se inicia un juicio político en el mismo cuerpo que finaliza con una votación. Para determinar la culpabilidad de la presidente Dilma Rousseff y separarla permanentemente del cargo, en esta instancia, se requiere el voto de las dos terceras partes de la Cámara Alta.

En abril de 2016 la Comisión Parlamentaria Especial aprobó el inicio del “impeachment” para la presidente Dilma Rousseff con 38 votos contra 27. Luego pasó al Congreso y el 17 de abril la Cámara de Diputados aprobó el “impeachment” con 367 votos a favor, más del 70% del total. El viernes 6 de mayo de 2016 la Comisión de Juicio Político del Senado aprobó con un resultado de 15 votos a 5 enviar al Plenario del Senado el “impeachment”, y al cierre de este informe, el Senado votó con 55 votos a favor y 22 en contra la suspensión de la Presidente, y su sometimiento a juicio político. Rousseff es acusada de utilizar fondos de bancos públicos para **ocultar el déficit fiscal real de Brasil durante el año 2014**, práctica está prohibida por la Ley de Responsabilidad Fiscal. Una de las figuras que impulsó el “impeachment” es el jurista **Hélio Bicudo fundador del Partido de los Trabajadores**, que precisamente fue uno de los tres juristas que firmaron la solicitud del “impeachment” presentada ante el Congreso en octubre del 2015.

El antecedente más cercano en la memoria de Brasil, es el “impeachment” al ex presidente Fernando Collor de Mello en 1992. En esa oportunidad se acusaba al presidente de delitos de corrupción relacionados con lavado de dinero y financiamiento ilegal de la campaña presidencial. El principal acusado fue el tesorero de la campaña presidencial, Paulo César Farias, que en 1996 fue asesinado. Luego de que el Senado aprobara el juicio político Collor de Mello renunció pero

el juicio continuó y el Senado lo encontró culpable y lo inhabilitó por ocho años. En 1994 la justicia ordinaria lo absolvió de los cargos, fue elegido senador en 2006 y 2014.

## 2. *No se salva nadie*

El principal personaje político que promovió el “impeachment” fue el ex- diputado y ex-presidente de la Cámara de Diputados Eduardo Cunha perteneciente al Partido del Movimiento Democrático Brasileño (PMDB). El 5 de mayo de 2016 el Supremo Tribunal Federal suspendió a Eduardo Cunha como diputado y presidente de la Cámara de Diputados. En marzo de este año Cunha había sido procesado por corrupción relacionado con el caso “Lava Jato” y la Corte Suprema lo estaba investigando por delitos de corrupción y lavado de dinero. Se lo acusa, entre otros delitos, de recibir USD 5 M de empresas privadas para facilitar negocios con el Estado. Además, luego del escándalo de “Panamá Papers” se le atribuye ser beneficiario de la empresa offshore Penbur Holding S.A. El ex-diputado era el segundo en la línea sucesoria de Dilma Rousseff, luego de Michel Temer. Según la Constitución **brasileña si la presidente y el vicepresidente fuesen declarados culpables en sendos juicios políticos antes de la mitad de su mandato, se debería llamar a elecciones para su reemplazo, pero si el resultado del juicio político sucede una vez que haya transcurrido dos años del mandato es el Congreso el cuerpo que decidirá quién será el sucesor presidencial.**

El miembro de la Corte Suprema de Brasil, Marco Aurelio Mello, respaldó la solicitud de juicio político presentada contra el vicepresidente Temer por el abogado Marley Marra, ya que consideró que como vicepresidente tiene la misma responsabilidad en los delitos atribuidos a Dilma Rousseff. En esa oportunidad Eduardo Cunha (expresidente de la Cámara de Diputados) rechazó la medida y se pronunció en contra del juicio a Temer. Varios políticos brasileños aseguran que esta fue una maniobra de Cunha para posponer el juicio a Temer y esperar un tiempo considerable para lograr que la posible destitución de Temer se produjera más allá de la mitad del mandato. De esta forma quedaría en manos del Congreso la cobertura del cargo y el propio Cunha tendría altas posibilidades de ser electo. Sin embargo, esta maniobra fue desestimada por la suspensión del ex presidente de la Cámara de Diputados por denuncias que lo involucran también en los hechos de corrupción objeto de la investigación “Lava Jato”.

Igualmente, **según la ONG Transparencia Brasil, el 58% de la Cámara de Diputados tienen denuncias acerca de sobornos, manejo deshonesto de fondos públicos e incluso de asesinatos, y un 60% de los senadores tiene algún problema con la justicia.**

## 3. *Temer, nuevo presidente*

El hasta ahora vicepresidente Michel Temer, es una de las principales figuras del Partido del Movimiento Democrático Brasileño (PMDB). Este partido estaba aliado con el Partido de los Trabajadores (PT) hasta el mes pasado. Sin embargo, la alianza terminó ante el avance de la investigación “Lava Jato” que tiene en la mira a varios legisladores del PT (diputados y senadores), las denuncias y allanamientos al expresidente Inácio Lula da Silva y el pedido de juicio político a Dilma Rousseff. El PMDB rompió formalmente la alianza con el PT el pasado 29 de marzo, renunciando casi todos los ministros del PMDB.

Ahora Michel Temer ha asumido como presidente interino, con un gabinete que e. Entre los primeros convocados se encontraría el senador y presidente del Grupo Amaggi, Blairo Borges Maggi (conocido como el “Rey de la Soja”) para el Ministerio de Agricultura, también el senador Romero Juca como ministro de Planificación, José Serra como Canciller (exministro de Salud de Enrique Cardozo).

Ya se ha confirmado que el nuevo ministro de Hacienda será **Henrique Meirelles** que fue presidente del Banco Central en los gobiernos de Lula da Silva. El mercado lo ve con buenos ojos, en su gestión en el Banco Central logró reducir la inflación del 15% anual a menos del 4%, a través de una política monetaria de subas de la tasa de interés. Además, aumentó las reservas internacionales del Banco Central de USD 38.700 M en 2003 a USD 288.000 M en 2010. En los últimos días Meirelles declaró estar a favor de una reforma previsional, de la desindexación del salario mínimo brasileño, y del aumento transitorio de impuestos para poder reducir el enorme déficit fiscal brasileño

Se señalan algunos de los principales desafíos económicos y sociales que debería enfrentar el gobierno de Michel Temer de concretarse el juicio político en contra de la actual presidente Dilma Rousseff:

- Lograr la pacificación interna y recuperar la confianza en las autoridades.
- Reducir el déficit fiscal que este año podría superar el 10% del PIB. Además, el Congreso deberá aprobar una ampliación del déficit fiscal que pasará de USD 9000 M a USD 27.000 M (el triple). También se espera reducciones del gasto público, podrían recortarse subsidios, programas sociales de vivienda, educación, eliminar exenciones impositivas de algunos sectores industriales, y eliminar varios ministerios.
- Reducir el gasto en seguridad social. Fijar un mínimo en la edad jubilatoria, para mujeres 60 años y para hombres 65 años o 65 años para ambos. (en Brasil no existe mínimo de edad jubilatoria).
- Generar un mayor crecimiento económico: las proyecciones del FMI indican una caída del 3,8% para el año 2016.
- Incrementar el comercio internacional principalmente las exportaciones. Impulsar acuerdos bilaterales con EEUU, países europeos y asiáticos.
- Privatizaciones, con el objetivo de reducir el gasto y generar inversiones en infraestructura para incrementar el crecimiento económico
- Aumentar el empleo, ya que se estima que existen 11 millones de desempleados en Brasil. También se espera un proyecto de flexibilización laboral.
- Implementar un programa de pago de bonificaciones a los docentes.

#### 4. *La economía*

La economía de Brasil exhibe indicadores a la baja, el PIB del año 2015 cayó un 3,8% y según la estimación del Fondo Monetario Internacional, cerrará el año 2016 con una caída de igual magnitud. Las proyecciones publicadas por el Banco Central de Brasil, sobre la base de opiniones de economistas privados, indican una caída del PIB brasileño del 3,9% para el año 2016 y un leve aumento del 0,4% en 2017.

La inversión bruta cayó más del 14%, la producción industrial se redujo más del 8%, el sector servicios que representa el 70% del PIB cayó un 3% en 2015. Además, la inflación fue 9%, el desempleo 7%, las exportaciones cayeron un 15% y las importaciones disminuyeron un 25%. Todos los indicadores mostraban una recesión pronunciada en Brasil durante el año 2015. Para el año 2016 los economistas del sector privado estiman que la recesión continuaría, proyectan un desempleo mayor al 9%, una caída de la producción industrial del 6% y una inflación del 7,1%.

El Banco Central mantuvo la tasa Selic<sup>11</sup> en 14,2% y permanecerá en ese nivel debido a que subir la tasa podría agravar la situación económica profundizando la recesión. Además, se estima que la inflación bajará en 2016 por causa de la recesión. Uno de los mayores problemas que presenta la economía brasileña es el déficit fiscal creciente, en el año 2015 alcanzó el 9% del PIB, en los años 2014 y 2015 se realizaron diversos recortes de gasto público que lograron reducir el déficit.

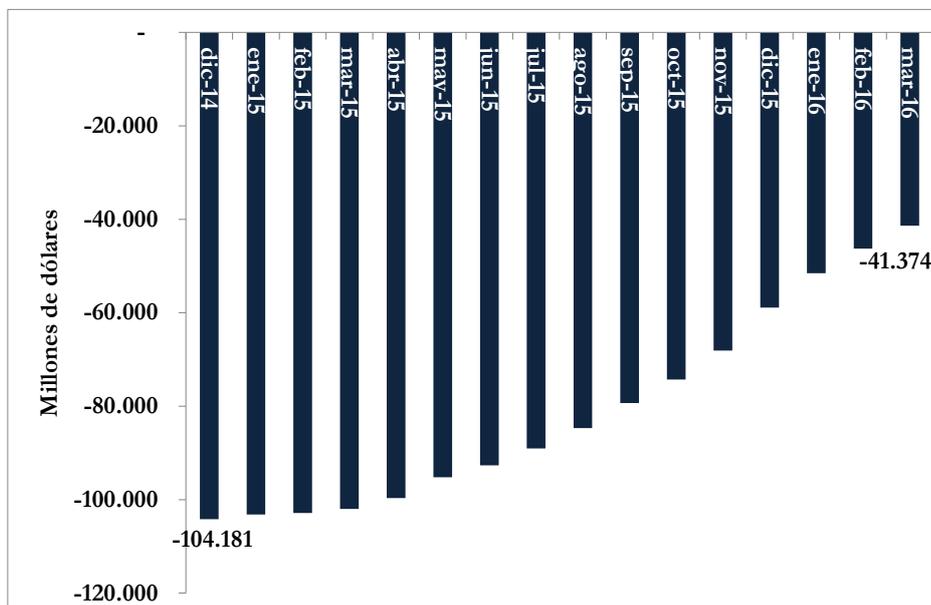
El gráfico 5 exhibe el saldo de cuenta corriente desde diciembre de 2014 hasta marzo de 2016 y el gráfico 6 muestra la evolución del tipo de cambio nominal diario desde enero a mayo de 2016. El déficit de cuenta corriente se redujo considerablemente, alcanzando en marzo de 2016 los USD 41.374 M, en agosto de 2015 el déficit de cuenta corriente era el doble.

La reducción se produjo principalmente por la fuerte caída en las importaciones, que a su vez disminuyeron debido en parte a la apreciación del tipo de cambio nominal, un 14% en el período, y por la caída en la producción y el consumo. Se observa una Inversión Extranjera Directa del 4,3% del PIB, que crece y percibe una fuerte salida de capitales. El reciente aumento de los precios internacionales de las materias primas favorece los ingresos por exportaciones, de modo por el momento es improbable una crisis de balanza de pagos.

---

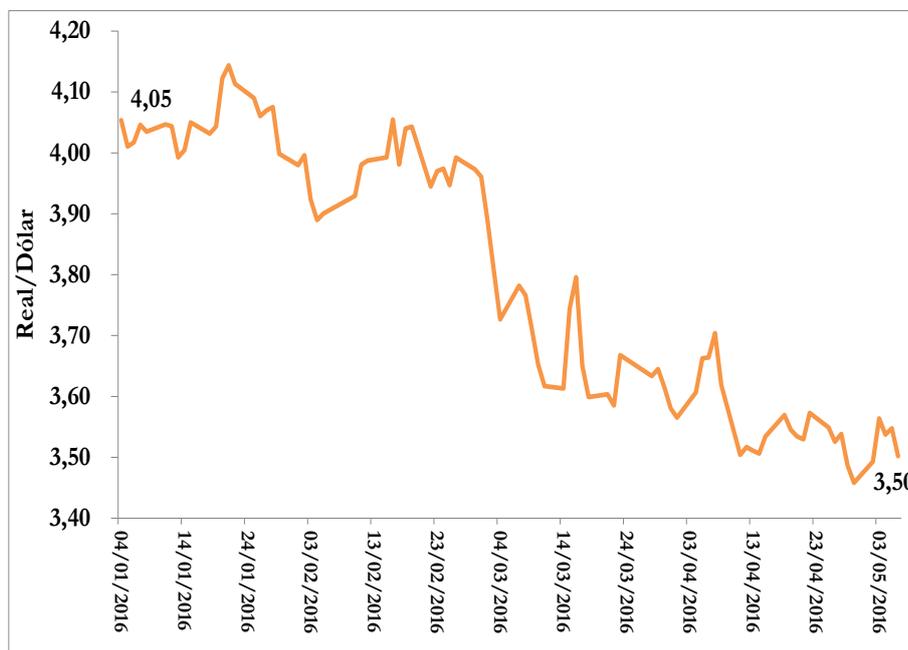
<sup>11</sup> Tasa de préstamos interbancarios que estipula el Banco Central.

**GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DE CUENTA CORRIENTE. DICIEMBRE 2014-MARZO 2016**



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

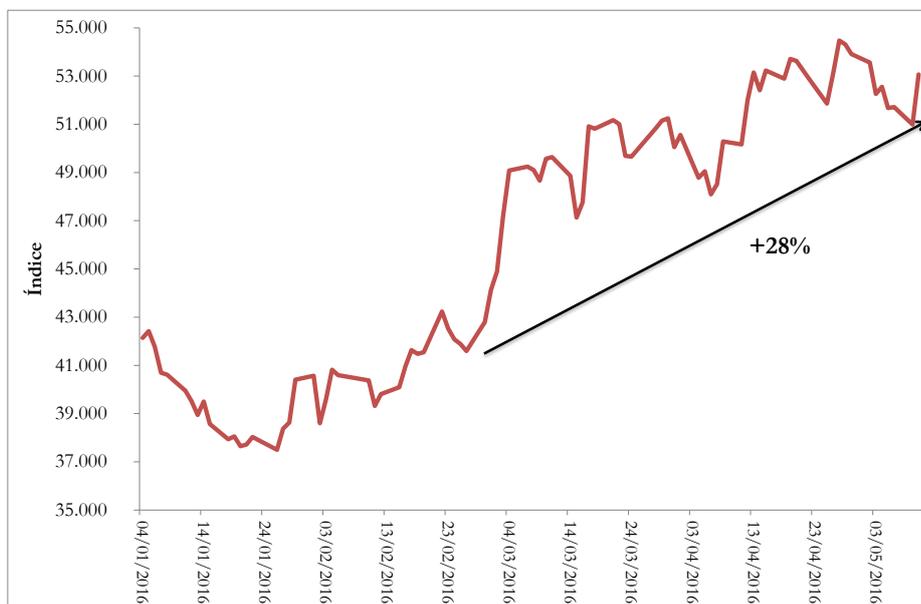
**GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO NOMINAL (REALES POR DÓLAR). ENERO A MAYO DE 2016**



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

Por su parte, las acciones subieron persistentemente ante las expectativas de un posible cambio de gobierno y de política económica. El índice bursátil Bovespa aumentó un 28% desde fines de febrero hasta principios de mayo indicando buenas perspectivas desde el punto de vista financiero. La evolución del índice diario desde enero de 2016 se puede observar en el gráfico 7. El 9 de mayo de 2016, dada la incertidumbre por la posible anulación del “impeachment” el índice Bovespa cayó 1,4%. El 10 de mayo con la noticia de que el presidente de la Cámara de Diputados derogó su propia decisión de anular el “impeachment”, el mercado se recuperó y el índice Bovespa aumentó 4,1%.

**GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN DIARIA DEL ÍNDICE BURSÁTIL BOVESPA. ENERO-MAYO 2016**



Fuente: IICE - USAL en Bolsar

A su vez, el riesgo país se redujo durante los primeros cuatro meses del 2016, el EMBI<sup>12</sup> promedio de febrero de 2016 fue 531 puntos básicos, mientras que en marzo bajó a 435 bps y en abril a 405 bps. Esta reducción también tiene que ver con las expectativas que genera un nuevo gobierno y cambio de rumbo de la economía brasileña. El optimismo de los inversores locales no es tan compartido internacionalmente. En marzo de 2016 el gobierno brasileño emitió bonos soberanos en el mercado internacional a diez años a una tasa del 6,125% anual en dólares, colocando USD 1.500 M. Esto se debe a la reducción en su calificación de riesgo y la pérdida del grado de inversión en octubre de 2015 (de “BBB” a “BBB-”). La última emisión soberana de Brasil a diez años había sido en septiembre de 2014 y la tasa obtenida en ese momento fue del 3,88% anual en dólares. Esto puede revertirse en caso de observarse cambios concretos de política económica con el nuevo presidente

### 5. Conclusión

Brasil se enfrenta a la crisis política más grande de su historia que involucra a la casi totalidad de la clase política, con sentencias, acusaciones, inicios de procesos, suspensiones de cargos públicos y la posible destitución de su presidente por juicio político. A su vez, atraviesa una recesión económica profunda con proyecciones que no muestran mejoras para este año.

Ahora se espera que Michel Temer instrumente un programa de reformas estructurales y de reducción del déficit fiscal. En un principio las expectativas podrían jugar a favor pero deberán ser correspondidas con medidas económicas que refuercen la credibilidad y generen mayor crecimiento. En este nuevo escenario, la incógnita que se plantea es hasta qué punto influirá la situación política y social en el margen de maniobra del nuevo presidente interino.

<sup>12</sup> El EMBI es un indicador que se utiliza para medir el riesgo país y representa el spread o diferencia entre un bono del Tesoro de EEUU y los bonos soberanos de un país.

## NOTA ESPECIAL

### CHINA 101: ENTENDIENDO LAS PRINCIPALES VARIABLES DE LA ECONOMÍA CHINA

Carola Ramón-Berjano

**China es hoy la segunda economía mundial y como tal cualquier variación en su economía afecta al resto del mundo. Si bien de la economía china se habla mucho, no se la conoce en profundidad y esto lleva muchas veces a conclusiones superficiales.**

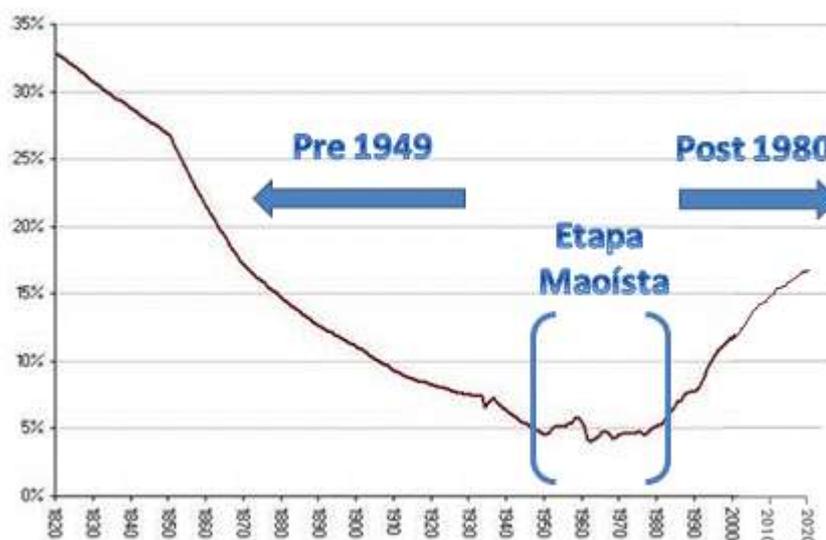
#### 1. El crecimiento chino nos afecta a todos

China es hoy la segunda economía mundial, con un porcentaje del PBI mundial que supera al 16% y está en segundo lugar en cuanto a los volúmenes de comercio internacional. Sin embargo, hace menos de cuatro décadas, la economía china estaba en el vigésimo puesto del comercio mundial y su economía apenas superaba el 5% del PBI mundial.

#### 2. El crecimiento chino nos afecta a todos

China es hoy la segunda economía mundial, con un porcentaje del PBI mundial que supera al 16% y está en segundo lugar en cuanto a los volúmenes de comercio internacional. Sin embargo, hace menos de cuatro décadas, la economía china estaba en el vigésimo puesto del comercio mundial y su economía apenas superaba el 5% del PBI mundial. ¿Qué pasó en la economía china a partir del año 1978 que determinó su actual lugar en el mundo? Luego de la muerte de Mao en 1976, y a partir del año 1978 bajo la dirección de Deng Xiaoping, China comienza un proceso de transformación radical en su economía. Este proceso es conocido como “reforma y apertura”. Es a raíz de este que la economía china entro en un periodo de crecimiento alto y sostenido sin precedentes en la historia económica mundial con tasas promedio que superaban el 10% anual, alcanzando su nivel máximo en el 2005-2007 con un pico de 14%, periodo normalmente referido como de “tasas chinas” de crecimiento.

### GRÁFICO 8: PARTICIPACIÓN DEL PBI DE CHINA EN EL PBI MUNDIAL (1820-2020)

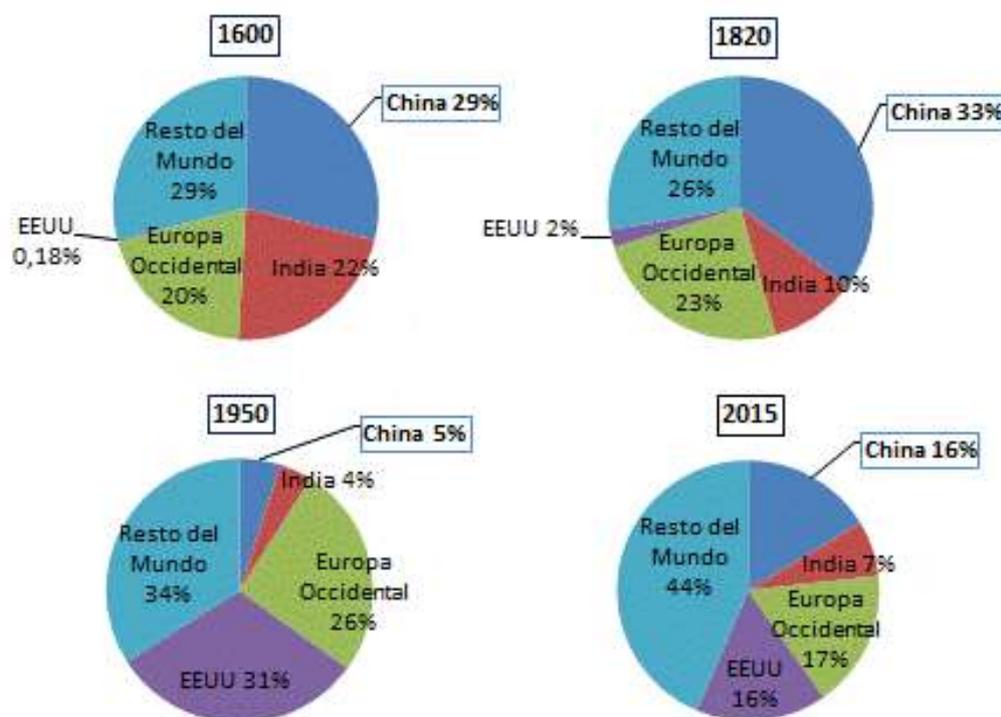


Fuente: IICE-USAL en base a datos de Maddison, A. y World Bank.

Los cambios en China entre 1978 y la actualidad han sido espectaculares. A comienzos de la década del ochenta China era un país netamente agrario, donde solamente el 18% de la población vivía en zonas urbanas. Actualmente, poco más de tres décadas y media más tarde, un 56% de la población vive en zonas urbanas (el objetivo es alcanzar un 60% de tasa de urbanización hacia el 2050, lo cual es muy factible que se alcance con anterioridad a esa fecha). Por otra parte, según el Banco Mundial, 800 millones de personas han sido sacadas de una situación de pobreza en China, actualmente se estima existen aún unas 70 millones de personas en esa situación. Por otra parte, se considera que China alcanzó en el año 2015 los objetivos del milenio (Millennium Development Goals). De acuerdo a los planes del gobierno chino se espera sacar unas 10 millones de personas de la pobreza en el 2016 como parte de un proyecto de reducir la pobreza en esa cantidad anualmente desde el año 2014 hasta alcanzar el objetivo de pobreza cero para el año 2020.<sup>13</sup>

Por otra parte, este crecimiento ha creado una incipiente y rápidamente creciente clase media. Se estima que actualmente la clase media china es alrededor de un 20% del total de la población. También se ha visto el fenómeno del surgimiento de la clase alta en China, que si bien representa un 0,2% de la población total de China, estamos hablando de una población total de cerca de 1400 millones de habitantes. De hecho, recientemente, Beijing se convirtió en la capital mundial de billonarios, sobrepasando a Nueva York, de acuerdo al *Hurun Report*.<sup>14</sup>

**GRÁFICO 9: DISTRIBUCIÓN DEL PBI MUNDIAL (1600-2015)**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Maddison, A. y World Bank.

Todos estos cambios distan mucho de una economía que en el año 1980 era mayoritariamente agraria y tenía una pobreza extrema de 84%<sup>15</sup>. Esta transformación ha tenido un gran impacto en los patrones de consumo de China, tanto en cantidad como en calidad. Por citar algunos ejemplos, actualmente China es el mayor consumidor de marcas de lujo, de

<sup>13</sup> “China to lift 10 million rural people out of poverty in 2016”, Xinhua, 12 de Diciembre 2015 obtenido de Global Times <http://www.globaltimes.cn/content/960463.shtml>

<sup>14</sup> Hurun Global Rich List 2016, [www.hurun.net](http://www.hurun.net)

<sup>15</sup> “Towards the end of poverty”, The Economist, June 2013, en <http://www.economist.com/news/leaders/21578665-nearly-1-billion-people-have-been-taken-out-extreme-poverty-20-years-world-should-aim>

hecho se estima que en el año 2015 los consumidores chinos fueron responsables de un tercio del consumo mundial de carteras de cuero, relojes de alta gama y otros artículos de lujo. Starbucks tiene más de 2000 establecimientos en 100 ciudades chinas y espera abrir otras 500 anualmente en los próximos 5 años, convirtiéndose así China en su principal mercado a nivel mundial.<sup>16</sup> Las ventas online en China constituyen un 35% del mercado mundial de las cuales un 16% se realizan a través de los teléfonos celulares.

Estas tendencias impactan no solo domésticamente sino en el resto del mundo. Más de 100 millones de chinos salen anualmente a hacer turismo al exterior, con sus principales destinos Asia y luego algunas capitales europeas<sup>17</sup>; China consume el 50% de la carne de cerdo a nivel mundial y ha comenzado a ser un gran mercado para productos que anteriormente no se consumían en el gigante oriental como aceite de oliva, vino tinto, alimento para mascotas, para citar solo algunos. Desde hace una década, además, China superó a los Estados Unidos como el principal consumidor de productos como granos, carne, carbón y acero.

### 3. *Como fue que la economía china creció?*

La economía china de la década del 80 creció por una serie de reformas implementadas bajo el programa de reforma y apertura ya mencionado. Cabe recordar que el crecimiento de la economía china post 1980 es aún más espectacular si se tiene en cuenta la época maoísta inmediatamente anterior (1949-1976) durante la cual la economía de China estaba relativamente estancada y con baja productividad. Si bien en 1949 cuando se instaura la República Popular China la economía estaba destruida – como consecuencia de las guerras del opio de fines del siglo XIX, declive imperial, condiciones impuestas por las grandes potencias a China, las invasiones externas y la guerra civil China – las décadas del gobierno de Mao no incrementaron ni la eficiencia ni la productividad. La organización de la producción en comunas – lo cual impacto sobre la productividad, la gran hambruna, la revolución cultural y las inversiones y proyectos industriales basados más en motivos políticos que en eficiencia económica son algunos de los factores que determinaron un estancamiento de la economía china.

Las reformas iniciadas a fines de los '70 y principios de los '80, se dieron inicialmente en el sistema de producción agrícola con el objetivo de incrementar los incentivos a la producción. El "*Household Responsibility System*" o sistema de responsabilidad familiar de la primera mitad de la década del 80 otorgaba la posibilidad de vender un excedente de la producción destinada al estado en forma privada y a precios de mercado, a la vez que el precio de los productos agrícolas fue incrementado. Se estima que la producción agrícola China entre 1978 y 1984 creció un 47% debido al incremento notable en los incentivos. Esto a su vez comenzó un proceso de relocalización de mano de obra del sector primario al sector industrial, que pasó de representar un 69 a un 50% del empleo total en ese periodo de tan solo seis años. Este 19% de la fuerza laboral – o unos 49 millones de trabajadores rurales – no se trasladaron en su totalidad a los centros urbanos sino que fueron relocalizados a las incipientes empresas industriales rurales organizadas en las aldeas y pequeños poblados rurales (en inglés "*township and village enterprises*" o TVEs) las cuales pasaron de un millón y medio en 1978 a casi 19 millones una década más tarde.

También se inició una flexibilización y un sistema dual en el cual existían las cuotas para a precios oficiales pero también las empresas podían comprar insumos y vender productos fuera del sistema de cuotas a precios de mercado. Los gobiernos locales fueron otorgados el beneficio de poder de toma de decisiones e incentivos fiscales para poder competir unos con otros. Por último, en el año 1980 se crean las llamadas "zonas económicas especiales", en las zonas costeras del país. Fueron cuatro inicialmente, localizadas tres en la provincia de Guangdong al sur de China y la una en la provincia de Fujian, frente a Taiwan; y luego se extendieron por el resto del país.

Este plan de desarrollo nacional, basado en un desarrollo escalonado, dividía al territorio chino en tres zonas – costera, central y occidental-. Las zonas costeras eran el primer escalón a desarrollar, para luego, en etapas posteriores, desarrollar las zonas del centro y oeste del país. Estas zonas económicas especiales favorecían la inversión extranjera, la adaptación tecnológica, reducían la burocracia para realizar inversiones y otorgaban beneficios impositivos. Estos incentivos, combinados con una oferta de trabajo abundante y altamente elástica que justamente provenía de las zonas

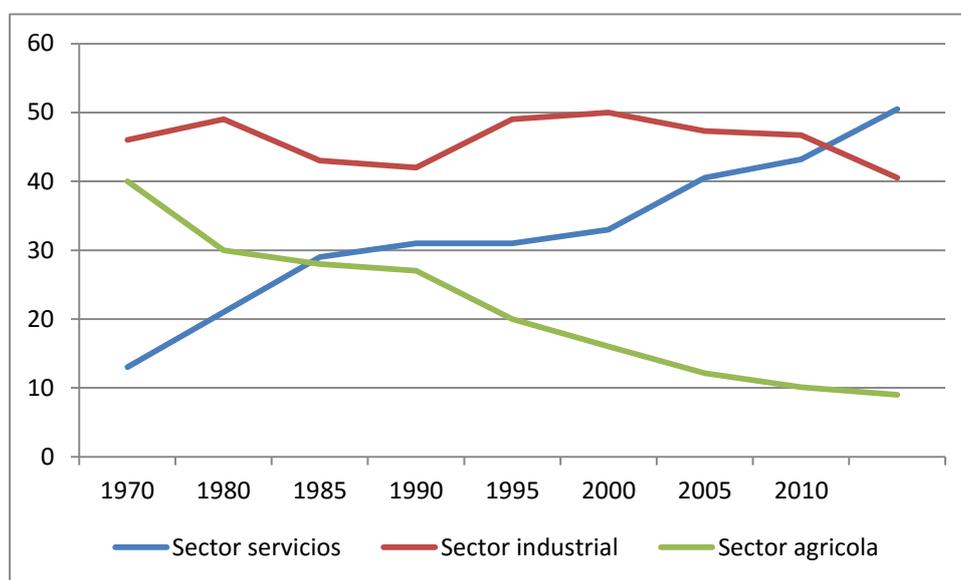
<sup>16</sup> "Here is what China's middle class really earn and spend", Bloomberg, 9 de marzo 2016, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-09/here-s-what-china-s-middle-class-really-earn-and-spend>

<sup>17</sup> China National Tourism Administration, <http://en.cnta.gov.cn/>

rurales donde la mayor eficiencia en la producción expulsaba trabajadores. Esto permitió a China convertirse en la “fabrica del mundo” y comenzar a exportar manufacturas a muy bajo costo al resto del mundo.

En el año 2001 – y coincidiendo con el Décimo Plan Quinquenal (2001-2005), China comienza su política del “Zou Chu Qu” (en chino 走出去) o “salir afuera”, a partir del cual se aceleró la IED en China y comienza la inserción a mayor escala de China en el resto del mundo. El modelo de desarrollo chino de esta época se concentraba en inversiones extranjeras, producción manufacturera y exportaciones; dentro de un modelo con muy bajos costos de producción, en particular de mano de obra. Sin embargo, actualmente la economía china dista muchísimo de este modelo. El sector manufacturero ha dejado de ser intensivo en trabajo y ha pasado a ser intensivo en capital con mayor valor agregado. A medida que la producción es menos intensiva en trabajo, este excedente pasa a ser absorbido por las poblaciones urbanas crecientes y todos los servicios que se desprenden de este proceso de urbanización. Por eso actualmente, más que los datos sobre PBI chino, lo que realmente interesa es la distribución de este PBI en los diferentes sectores de la economía. Hoy la orientación de la economía es mayoritariamente al sector servicios, que comprende poco más del 50%, siendo desde el año 2014 la inversión extranjera directa al exterior realizada por China igual a la que recibe este país.

**GRÁFICO 10: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL PBI CHINO (% DEL PBI TOTAL) (1970-2015)**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de China Statistical Yearbook

#### 4. La “crisis” de la economía china actual

La paradoja de la economía china es que a pesar del lugar de relevancia que ocupa en la economía mundial actualmente, se trata de un país aún “en vías de desarrollo”, con grandes disparidades regionales, de ingresos y muchas reformas por llevar a cabo. El crecimiento de la economía china en las últimas décadas ha sido vertiginoso, como hemos visto, y actualmente sus tasas de crecimiento han disminuido, lo cual genera en algunos autores dudas en cuanto a su modelo de desarrollo a largo plazo y frecuentemente se habla de la crisis de su economía.

Si bien su economía ya no crece a las famosas “tasas chinas”, un crecimiento de entre 6 y 7 %, si bien es una reducción en la tasa de crecimiento, claramente no es una recesión, más si tenemos en cuenta que estamos hablando de una economía de 10,4 trillones de dólares (tengamos también en cuenta que aun a estas tasas de crecimiento menores crece casi tres veces más que la economía de Estados Unidos). La tasa de crecimiento china para el 2015 fue de 6,9% y de acuerdo al 13° Plan Quinquenal se espera que este entre 6,5 y 7% para el periodo 2016-2020.<sup>18</sup> El aporte de la economía china a la economía mundial es de mayor magnitud hoy que en décadas anteriores. Cuando crecía a tasas más altas su economía era

<sup>18</sup> “Why are there doubts over China’s growth rate?”, *Forbes*, 118, Marzo de 2016, <http://www.forbes.com/sites/douglasbulloch/2016/03/18/why-are-there-doubts-over-chinas-growth-rate/#6662ae1a4669>

---

de apenas 2,3 trillones de dólares, unas 4 veces menor. El gobierno chino proyecta alcanzar una economía de 17 trillones de dólares para el año 2020. Por otra parte, esta desaceleración económica no es inesperada. De acuerdo a lo propuesto en el 9º Plan Quinquenal (1996-2000) se logró un uso más eficiente de los recursos, mayor innovación tecnológica y mayor competitividad en lugar de una continua dependencia de inversiones y mano de obra barata. El 13º plan quinquenal – que cubrirá el periodo 2016-2020 – publicado en marzo, se centra en “mantener un crecimiento medio-alto”, teniendo en cuenta factores como innovación, coordinación, desarrollo y medio ambiente y apertura.

Es de vital importancia por tanto, entender que la economía china actualmente está pasando por un periodo de ajuste y transformación en el cual habrá un crecimiento más moderado y se llevaran a cabo muchas reformas aún pendientes en su economía, como por ejemplo la reforma de las empresas estatales, la del sistema financiero, la del sistema de permiso de residencia urbano-rural (*hukou*), la puesta en práctica de las reformas de la política del hijo único, la lucha contra la corrupción, y la búsqueda y utilización de recursos compatible con la preservación del medio ambiente, entre otras. El gobierno chino post 1980 siempre se ha caracterizado por su enfoque pragmático, y cada vez que hay que iniciar alguna reforma, estas se dan generalmente con programas de tipo piloto, experimentales, a menor escala. Si estos son exitosos luego se ve su aplicación a mayor escala. En el caso de no serlo, se van modificando. En el caso puntual de las reformas de la política del hijo único y de la reforma del *hukou* o permiso de residencia urbano-rural, ambas están siendo estudiadas y testeadas localmente antes de ser implementadas a nivel nacional. El éxito del programa de desarrollo sostenido está intrínsecamente ligado de la implementación de reformas en varios sectores y ámbitos de la economía china.

• .

INDICADORES

Indicador	1T 15	2T 15	3T 15	4T15	1T16	Oct-15	Nov-15	Dec-15	Jan-16	Feb-16	Mar-16
<b>Indicadores del Sector Real</b>											
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var a/a</b>	-13,4%	3,7%	7,0%	1,7%	24,1%	9,6%	26,9%	-25,3%	46,3%	17,8%	15,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-7,6%	22,8%	10,2%	-18,7%	12,7%	-15,1%	0,6%	-25,0%	26,7%	3,9%	16,9%
<b>Producción Industrial (OJF) Var a/a</b>	-1,3%	0,6%	3,3%	1,1%	1,8%	1,0%	0,8%	1,5%	4,4%	-1,6%	-1,4%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	1,6%	1,0%	0,1%	-1,3%	2,0%	0,9%	-0,4%	1,0%	3,8%	-2,4%	-1,7%
<b>Producción Industrial (FIEL) Var a/a</b>	-4,8%	1,3%	2,2%	0,2%	0,2%	-0,8%	1,0%	0,6%	0,3%	0,6%	-1,8%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,7%	1,2%	0,0%	-1,5%	-1,5%	-0,4%	-0,2%	-1,1%	1,4%	-1,5%	0,3%
<b>Construcción (Grupo Construya) Var a/a</b>	-5,6%	9,3%	15,8%	12,9%	-3,6%	7,3%	20,3%	11,9%	3,2%	-4,0%	-9,6%
<i>Var m/m, t/t, desest.</i>	-7,3%	11,5%	10,6%	-1,2%	-20,9%	-2,7%	5,1%	-2,8%	-13,9%	-2,4%	-5,4%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var a/a</b>	6,7%	13,9%	5,2%	1,3%	-8,9%	1,7%	-1,3%	3,6%	-8,0%	-10,0%	-8,8%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>											
<b>Exportaciones en USD</b>	12.054	16.388	15.867	12.444	12.413	5.032	4.000	3.411	3.848	4.113	4.452
<i>Valor, Var a/a</i>	-12,6%	-21,4%	-14,3%	-18,0%	3,0%	-13,1%	-18,1%	-24,1%	1,3%	6,4%	1,4%
<b>Importaciones en USD</b>	13.256	15.702	16.627	14.202	12.794	4.940	4.741	4.521	4.046	4.029	4.719
<i>Valor, Var a/a</i>	-18,6%	-8,5%	-2,4%	-3,8%	-3,5%	-10,4%	-0,5%	0,8%	-3,8%	0,7%	-6,6%
<b>Saldo Comercial en USD</b>	-1.202	685	-760	-1.758	-381	93	-740	-1.110	-198	84	-266
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (prom.) (dic 97=100)</b>	216,5	207,2	205,9	188,9	182,5	195,0	187,1	184,5	180,2	181,6	185,7
<i>Var a/a</i>	-22,1%	-29,0%	-21,6%	-19,1%	-15,7%	-12,0%	-22,5%	-22,3%	-18,0%	-16,3%	-12,7%
<i>Var m/m, t/t</i>	-7,3%	-4,3%	-0,6%	-8,3%	-3,4%	0,5%	-4,1%	-1,4%	-2,3%	0,8%	2,3%

Indicador	1T 15	2T 15	3T 15	4T15	1T16	Oct-15	Nov-15	Dec-15	Jan-16	Feb-16	Mar-16
<b>Indicadores del Sector Real</b>											
<b>Venta de autos O Km (ADEFSA) Var a/a</b>	-13,4%	3,7%	7,0%	1,7%	24,1%	9,6%	26,9%	-25,3%	46,3%	17,8%	15,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-7,6%	22,8%	10,2%	-18,7%	12,7%	-15,1%	0,6%	-25,0%	26,7%	3,9%	16,9%
<b>Producción Industrial (OJF) Var a/a</b>	-1,3%	0,6%	3,3%	1,1%	1,8%	1,0%	0,8%	1,5%	4,4%	-1,6%	-1,4%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	1,6%	1,0%	0,1%	-1,3%	2,0%	0,9%	-0,4%	1,0%	3,8%	-2,4%	-1,7%
<b>Producción Industrial (FIEL) Var a/a</b>	-4,8%	1,3%	2,2%	0,2%	0,2%	-0,8%	1,0%	0,6%	0,3%	0,6%	-1,8%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,7%	1,2%	0,0%	-1,5%	-1,5%	-0,4%	-0,2%	-1,1%	1,4%	-1,5%	0,3%
<b>Construcción (Grupo Construya) Var a/a</b>	-5,6%	9,3%	15,8%	12,9%	-3,6%	7,3%	20,3%	11,9%	3,2%	-4,0%	-9,6%
<i>Var m/m, t/t, desest.</i>	-7,3%	11,5%	10,6%	-1,2%	-20,9%	-2,7%	5,1%	-2,8%	-13,9%	-2,4%	-5,4%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var a/a</b>	6,7%	13,9%	5,2%	1,3%	-8,9%	1,7%	-1,3%	3,6%	-8,0%	-10,0%	-8,8%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>											
<b>Exportaciones en USD</b>	12.054	16.388	15.867	12.444	12.413	5.032	4.000	3.411	3.848	4.113	4.452
<i>Valor, Var a/a</i>	-12,6%	-21,4%	-14,3%	-18,0%	3,0%	-13,1%	-18,1%	-24,1%	1,3%	6,4%	1,4%
<b>Importaciones en USD</b>	13.256	15.702	16.627	14.202	12.794	4.940	4.741	4.521	4.046	4.029	4.719
<i>Valor, Var a/a</i>	-18,6%	-8,5%	-2,4%	-3,8%	-3,5%	-10,4%	-0,5%	0,8%	-3,8%	0,7%	-6,6%
<b>Saldo Comercial en USD</b>	-1.202	685	-760	-1.758	-381	93	-740	-1.110	-198	84	-266
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (prom.) (dic 97=100)</b>	216,5	207,2	205,9	188,9	182,5	195,0	187,1	184,5	180,2	181,6	185,7
<i>Var a/a</i>	-22,1%	-29,0%	-21,6%	-19,1%	-15,7%	-12,0%	-22,5%	-22,3%	-18,0%	-16,3%	-12,7%
<i>Var m/m, t/t</i>	-7,3%	-4,3%	-0,6%	-8,3%	-3,4%	0,5%	-4,1%	-1,4%	-2,3%	0,8%	2,3%