

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

Nº 156 AÑO 15

21 DE NOVIEMBRE DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en  
este número:

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Eliana Scialabba

Jorge Viñas

## CONTENIDOS

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>PANORAMA DE ARGENTINA</b>	
▪ <b>NUEVA ETAPA: SHOCK REFORMISTA</b>	<b>2</b>
▪ <b>BCRA VS. INFLACIÓN: ¿HALCONES?</b>	<b>10</b>
<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>	
▪ <b>LOS MERCADOS CON FOCO EN LA REFORMA TRIBUTARIA DE EE.UU.</b>	<b>13</b>
<b>NOTA ESPECIAL</b>	
▪ <b>CRECIMIENTO, INVERSIÓN Y DEUDA EXTERNA</b>	<b>20</b>
<b>INDICADORES</b>	<b>25</b>

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

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

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

---

## RESUMEN EJECUTIVO

### EL DATO DEL MES

- **Tasas interbancarias.** El BCRA aumentó elevó las tasas promedio de pasés a 1 y 7 días, hasta 28,75% anual, dado que la inflación observada y las expectativas de inflación no convergen a las metas del BCRA.

### LO IMPORTANTE

- **Elecciones legislativas y expectativas.** El triunfo del Gobierno en las elecciones legislativas superó sus expectativas y fortaleció su peso político, consolidando las expectativas de continuidad hasta 2019, al menos, de las políticas orientadas a abandonar el “modelo” político y económico de los años de gobierno kirchnerista.

### LO QUE HAY QUE SABER

- **Shock de reformas.** El gobierno ha enviado al Congreso de la Nación varios proyectos de Ley con reformas para estimular el crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, no se observan iniciativas para reducir drásticamente el déficit fiscal, ni el creciente endeudamiento público.
- **Fuerte suba de tasas.** Después de las elecciones del 22 de octubre el BCRA aumentó la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos básicos, ante la no convergencia de la inflación a las metas oficiales. La decisión ha generado expectativas de nuevas subas para el próximo trimestre y de mayor rentabilidad de la inversión en títulos en pesos, apalancada con endeudamiento en dólares (el llamado “*carry-trade*”).
- **Nuevo titular de la Reserva Federal.** La postulación de Jerome Powell como sucesor de Yellen al mando de la Fed a partir de febrero, confirmó la continuidad de la política monetaria en EE.UU. El foco de atención es ahora el contenido final de la reforma tributaria, ya que actualmente avanzan dos versiones diferentes en el Congreso de los EE.UU.

### LO QUE VIENE

- **Debate de los proyectos de reforma del Gobierno.** Comienza el debate de los proyectos de ley del Poder Ejecutivo en el Congreso Nacional. Su aprobación estará condicionada a las negociaciones entre el Gobierno, los gobernadores provinciales y los legisladores opositores.
- **Aumento de tarifas públicas.** El Ministro de Energía confirmó para los próximos tres meses aumentos de tarifas eléctricas entre 57 y 75%, y de gas natural entre 22% y 60% para el mes de diciembre.
- **Ballotage en Chile.** El favorito en las encuestas, Sebastián Piñera, obtuvo apenas el 36,6% de los votos en la elección del 19 de noviembre y deberá ir a ballotage el próximo 17 de diciembre contra el candidato de centro-izquierda Alejandro Guillier, que logró el 22,7% de los votos.
- **Venezuela en default:** La International Swaps and Derivatives Association (ISDA) declaró en default al gobierno de Venezuela y a su petrolera estatal PDVSA, después de reiterados pagos fuera de término de varios bonos. Para la semana próxima ha previsto el inicio de las subastas para iniciar la ejecución de los contratos de seguro contra default (Credit Default Swaps) de esos títulos de deuda.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### NUEVA ETAPA: SHOCK REFORMISTA

Héctor Rubini

**El Gobierno se impuso en las elecciones de medio término y envió al Congreso proyectos de Ley de reformas para estimular el crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, no se observan iniciativas para reducir drásticamente el déficit fiscal, ni el creciente endeudamiento público.**

#### a. Nuevo escenario hasta 2019

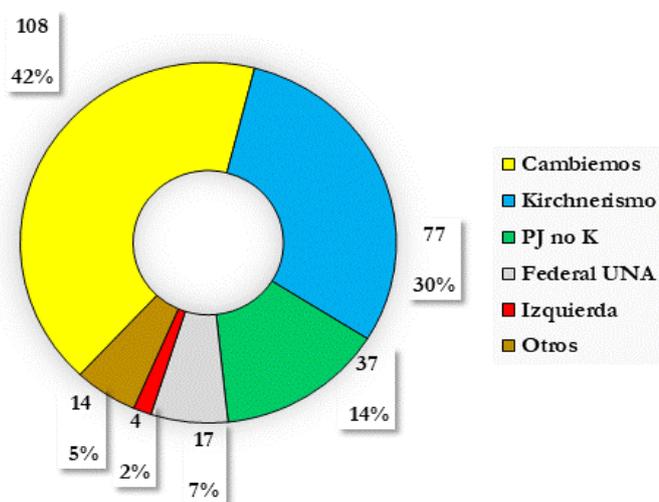
En las elecciones legislativas del 22 de octubre el oficialismo obtuvo un triunfo que superó sus expectativas. El resultado consolida al presidente Macri como el líder político indiscutido del país, y ha dado a los mercados dos certezas: a) su mandato no corre riesgo, y b) continuará al menos hasta 2019 el sendero gradualista para reparar los daños heredados de la administración anterior.

La alianza gobernante “Cambiamos” obtuvo la mayor cantidad de votos en 13 de las 24 jurisdicciones provinciales (incluyendo la Ciudad de Buenos Aires), y como segunda fuerza perdió el primer lugar por muy pocos votos en Catamarca, San Luis, Chubut, La Pampa y Tierra del Fuego. Sobre el total nacional se consolidó definitivamente como la fuerza política con mayor caudal electoral (42,23%), fruto de la estrategia electoral del asesor ecuatoriano Jaime Durán Barba, focalizada en polarizar contra la figura de Cristina Fernández de Kirchner, “ayudada” por la división entre peronistas kirchneristas y no kirchneristas, gracias al estilo confrontativo de la ex presidente y sus seguidores. Algunas fuerzas se recuperaron respecto de las primarias de diciembre, como el justicialismo de San Luis, liderado por los hermanos Rodríguez Saá, y otras como el socialismo santafesino, quedaron en el tercer puesto y en una situación muy complicada para los comicios de 2019. Lo mismo le cabe a candidatos como Sergio Massa, que ha quedado fuera del Senado. La ex presidente, a su vez, fue derrotada en la provincia de Buenos Aires, quedando muy mal posicionada con vistas a la elección presidencial de 2019.

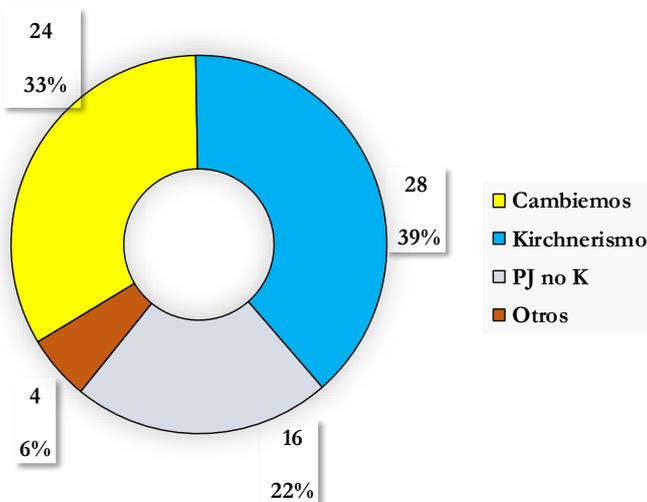
En la Cámara de Diputados “Cambiamos” pasó de 86 a 108 bancas propias, y en el Senado 17 a 24, legisladores. Si bien no cuenta con mayoría propia, ahora pasa a tomar la iniciativa para la aprobación de proyectos de ley del Poder Ejecutivo. Sin embargo, le esperan dos años de permanente negociación con los demás bloques para aprobar cualquier proyecto de Ley.

### GRÁFICO 1. COMPOSICIÓN DEL CONGRESO DE LA NACIÓN A PARTIR DEL 10 DE DICIEMBRE DE 2017.

#### 1.a. Cámara de Diputados



#### 1.b. Cámara de Senadores



Fuente: elaboración propia

*b. Shock de reformas: contenido y efectos*

El Gobierno mejoró su posicionamiento político y el triunfo electoral fue bien recibido por inversores y empresarios locales y del exterior. El 30 de octubre el presidente Macri anunció una etapa para negociar una base mínima de consensos con las principales fuerzas políticas y los gobernadores provinciales previo al debate en el Congreso de la Nación de proyectos de ley del Poder Ejecutivo con el objeto de dar inicio a una serie de reformas estructurales. Además, procedió al reemplazo del ministro de Agroindustria, Ricardo Buryaile por el titular de la Sociedad Rural Argentina, Luis Miguel Etchevehere, y del ministro de Salud, Jorge Lemus, por Adolfo Rubinstein. Los ruidos políticos, sin embargo se acumularon rápidamente y ha quedado casi en el olvido el resultado electoral ante la precipitación de acontecimientos de impacto político actual y futuro: el encarcelamiento del ex ministro de Planificación Federal Julio de Vido, y del ex vicepresidente de la Nación Amado Boudou, las denuncias de la investigación *Paradise Papers* que ha sembrado ciertas sospechas sobre el ministro de Energía Juan José Aranguren, y el ministro de Finanzas, Luis Caputo, y las revelaciones del programa “Fútbol para Todos” del gobierno anterior.

Las expectativas políticas y económicas pasan ahora a estar focalizada en el tratamiento parlamentario de varios proyectos de Ley y acuerdos con gobernadores provinciales que podrían ser la antesala de una etapa de cambios estructurales con impacto de largo plazo. Sin embargo, no serán cambios de shock como los registrados en varias reformas de los años '90 ni tampoco una profunda reforma del Estado con reducción significativa del gasto público. Los proyectos de ley a debatir en el Congreso de la Nación son en su mayor parte bastante voluminosos. Difícilmente se logre su aprobación, y sin modificaciones, en lo que queda de este año.

Los proyectos de Ley que ha enviado, o está por enviar, el Poder Ejecutivo al Congreso Nacional apuntan a las siguientes reformas:

- a) Régimen impositivo (reforma tributaria).
- b) Reforma a la Ley de Procedimiento Tributario.
- c) Reforma a la legislación laboral y previsional<sup>1</sup>.
- d) Reforma del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno<sup>2</sup>
- e) Acuerdo con las provincias sobre el Fondo del Conurbano Bonaerense.
- f) Reforma al Ministerio Público Fiscal y a la Defensoría General de la Nación.

Todas son reformas con impacto múltiple sobre diversos actores sociales, y en extremo complejas. Hasta ahora, la que tiene menos probabilidad de ser aprobada es la última. Frente a diversas opiniones críticas y propuestas de modificaciones al proyecto oficial, la Comisión de Justicia del Senado optó la semana pasada por suspender su debate.

*b.1. Reforma tributaria*

Fue presentada el pasado 31 de octubre a través de un breve archivo de Powerpoint explicado por el Ministro de Hacienda en conferencia de prensa. En la semana siguiente se conoció un borrador extraoficial a través de redes sociales, y finalmente el miércoles 15 de noviembre el Poder Ejecutivo presentó el proyecto de ley a la Cámara de Diputados.

La reforma propuesta se aplicaría gradualmente entre 2019 y 2025. **Básicamente apunta a reducir la carga tributaria de las empresas, reducir inequidades horizontales, y modificar el mix de cargas tributarias sobre ingresos, consumos, y transacciones internas.** En el caso de las empresas, las reformas más relevantes (previo a eventuales cambios, a ser introducidos por el Congreso de la Nación) son las siguientes:

- a) reduce la carga de Impuesto a las Ganancias de 35% gradualmente hasta 25% en 2025 sólo sobre las utilidades no distribuidas.
- b) extiende este impuesto a las utilidades distribuidas con alícuota efectiva de 35%,
- c) establece presunciones para impedir distribuciones de utilidades “encubiertas” bajo la forma de gastos personales de socios o accionistas,

<sup>1</sup> Al cierre de este informe todavía no había sido ingresado el Proyecto de Ley del Poder Ejecutivo. El borrador informal del Ministerio de Trabajo ha sido objetado por todas las centrales de trabajadores.

<sup>2</sup> El proyecto de Ley del Ejecutivo fue remitido al Senado de la Nación el 14 de septiembre pasado.

- d) crea un régimen de devolución anticipada de saldos a favor de Impuesto al Valor Agregado (IVA), para empresas que hayan realizado inversiones y no recuperaron esos saldos en un período de 6 meses,
- e) aumenta el mínimo no imponible para contribuciones patronales entre 2018 y 2022 a de \$2.400 a \$12.000, gradualmente y se prevé su indexación de acuerdo al IPC,
- f) sustituye la variedad de alícuotas de aportes patronales por sector de 17% a 20,7% por una alícuota única de 19,5% a partir de 2022.

Según sus aparentes autores, el objetivo es el de **alentar la inversión a través de la reinversión de utilidades, con efecto pleno a partir de 2025**, reduce el costo laboral para trabajadores no calificados, mientras que el efecto sobre los demás dependerá del tipo y grado de profundidad de la versión final de las reformas a la legislación laboral y previsional que apruebe el Congreso de la Nación. **A priori, el impacto sobre la productividad laboral, los incentivos al empleo y a la inversión son positivos en el muy largo plazo, siendo imposible identificar efectos claramente positivos o negativos al menos hasta el año 2022.** Para todas las personas físicas y jurídicas, el impuesto a los débitos y créditos bancarios no es derogado y pasa a ser tomado a cuenta de Impuesto a las Ganancias. Además, extiende el Impuesto a las Ganancias con una tasa de 15% a la renta financiera proveniente sobre rendimientos o ganancias de capital sobre:

- a) operaciones de enajenación de acciones, valores representativos y certificados de depósito de acciones y demás valores, cuotas y participaciones sociales – incluidas cuotapartes de fondos comunes de inversión y certificados de participación de fideicomisos y cualquier otro derecho sobre fideicomisos y contratos similares–, monedas digitales, títulos, bonos y demás valores, así como por la enajenación de inmuebles o transferencias de derechos sobre inmuebles, y
- b) depósitos bancarios, títulos públicos, obligaciones negociables, cuotapartes de fondos comunes de inversión, títulos de deuda de fideicomisos financieros y contratos similares, bonos y demás valores **en moneda nacional con cláusula de ajuste o en moneda extranjera.**

A su vez, dicho impuesto grava con una tasa de 5% sobre depósitos bancarios, títulos públicos, obligaciones negociables, cuotapartes de fondos comunes de inversión, títulos de deuda de fideicomisos financieros y contratos similares, bonos y demás valores, **en moneda nacional sin cláusula de ajuste**", aunque el Poder Ejecutivo Nacional tendría la facultad de elevarla gradualmente, hasta 15%. Si bien **la tenencia de depósitos a plazo fijo y de títulos públicos sigue exenta del Impuesto a los Bienes Personales, el “combo” significa un aumento de la presión tributaria percibida por titulares de activos financieros, sean estas personas físicas o jurídicas.**

También incluye una nueva redacción del art. 19 de la Ley de Impuestos a las Ganancias, modificando la forma de calcular quebrantos impositivos y su indexación en base “al índice de precios al por mayor nivel general, publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, operada entre el mes de cierre del ejercicio fiscal en que se originaron y el mes de cierre del ejercicio fiscal que se liquida”<sup>3</sup>.

Otras reformas incluidas en el proyecto de ley son las siguientes:

- a) **aumenta la deducción especial de Impuesto a las Ganancias para trabajadores autónomos a \$ 12.000,**
- b) **elimina el tope de aportes personales a la seguridad social para asalariados que ganan más de \$ 85.000** (los límites quedarían sujetos a la reglamentación que disponga el Poder Ejecutivo según su criterio),
- b) **elimina el Impuesto a las Transferencias de Inmuebles (ITI), de 1,5% sobre el valor escriturado, y lo sustituye por un impuesto con una tasa de 15% sobre ganancia de capital de la venta de un segundo inmueble**, salvo que se trate de la transferencia de inmuebles destinados a casa-habitación del contribuyente,
- c) **reduce a 0% la alícuota de Impuestos Internos sobre celulares, televisores, monitores, autos y motos 0km. de gama media, e incrementa la alícuota de 10% a 20% para aeronaves, y motos y embarcaciones de alta gama.**

<sup>3</sup> Cabe observar que el INDEC no publica un “índice de precios al por mayor nivel general”, sino tres índices de precios mayoristas, ninguno de los cuales tiene ese nombre específico.

- d) **umenta la alícuota de Impuestos Internos** de 20% a una banda entre 20% y 29% para bebidas alcohólicas de alta graduación (“bebidas blancas”), y de 8% a 17% a cervezas,
- e) **reduce a 0% la alícuota a bebidas gaseosas sin azúcar, y lo aumenta de 8% a 17% a las bebidas con azúcar,**<sup>4</sup>
- f) reduce de 75% a 70% el Impuesto Interno sobre los cigarrillos, compensándolo con un componente de suma fija, de \$28 por atado de 20 unidades, o monto proporcional por envases menores, a ser indexado según el IPC del INDEC<sup>5</sup>,
- g) separa el Impuesto Interno a los combustibles en dos componentes, uno ajustable según IPC y otro basado en emisiones de CO2.
- h) deroga el capítulo V de la Ley de Impuestos Internos aplicado a los autos y motores gasoleros y **lo sustituye por uno nuevo que grava ahora con este impuesto a los seguros con las siguientes alícuotas:**
  - i. **1 por mil** sobre primas de todos los seguros, salvo las de **seguros de accidentes de trabajo que se gravan con una tasa de 2,5%,**
  - ii. **23% sobre primas de seguros sobre personas** (salvo los de vida y accidentes personales<sup>6</sup>) **y sobre bienes, cosas muebles, inmuebles o semovientes en Argentina o con destino a ellas, hechos por aseguradores radicados fuera del país,**
  - iii: **40% sobre pólizas de seguro de exportación contratados en el exterior,**
- i) se reduce la presión de Impuestos Internos sobre vehículos terrestres, aeronaves y embarcaciones de menor valor, de 50% a 20%, y **la base imponible, pasa a ser indexada trimestralmente por el IPC,**
- j) **se introduce un Impuesto Interno de 5% sobre servicios de telefonía celular y telefonía satelital al usuario,**
- k) **extiende el IVA a servicios digitales prestados por empresas del exterior,-**
- l) **crea una Unidad de Valor Tributaria para la futura determinación de impuestos mínimos, sumas fijas, alícuotas, sanciones y otros importes, a ser actualizada en base al IPC.** Se prevé la remisión de un proyecto de ley antes del 15 de septiembre de 2018 que establezca con precisión sus parámetros, equivalencia a pesos, y actualización.

La reforma “a)” es un incentivo al empleo en PyMEs, las reformas c) a k) reduce desigualdades “horizontales”, pero con un sesgo hacia el aumento de la presión tributaria total en Impuestos Internos. **Llama la atención el discurso recurrente sobre los efectos negativos de impuestos distorsivos, pero este impuesto indirecto, que es distorsivo, no es derogado, y se extiende al mercado asegurador, justo cuando se trata de desarrollar y profundizar el mercado de capitales y el sistema financiero bancario y no bancario.** El efecto de la sustitución del ITI por un tributo a la venta de un segundo inmueble requerirá una detallada reglamentación, y prevé una indexación total de los impuestos cuya reglamentación no debe tener errores. Caso contrario, habrá controversias hasta judiciales en torno de su aplicación. En cuanto a la reforma a la Ley de Procedimiento Tributario, cierra buena parte de los mecanismos para ocultamiento y falseamiento de información por parte de los evasores. De todas formas, su efecto impacto en la recaudación dependerá tanto del futuro comportamiento de los contribuyentes, como de las estrategias de la AFIP para refinar y profundizar más los operativos de fiscalización.

Según el Ministerio de Hacienda, esta reforma le costará al fisco el equivalente a 1,5 puntos del PIB del quinto año de vigencia de la reforma, y bajará la evasión. El proyecto da por supuesto que el PIB aceleraría el crecimiento en 0,5 puntos de PIB durante al menos 5 años. El costo fiscal neto, según Hacienda sería de 0,3 puntos del PIB para el fisco. Sin embargo, **las autoridades no han publicado los estudios que han servido de base a esta reforma, ni los modelos analíticos utilizados para esas estimaciones.** Las mismas, además, estarán afectadas por el efecto impacto cruzado de los cambios en la legislación laboral, previsional, y tributaria a nivel subnacional (tanto de provincias como de

<sup>4</sup> En el powerpoint exhibido en la presentación del 31 de octubre se incluía un aumento de 0% a 17% del Impuesto Interno sobre vinos y sidras. Luego el Ministerio de Hacienda expuso en su página web una versión modificada con un aumento de 0 a 10%, que es el que se observa actualmente en dicha página. Finalmente, ante la presión de gobernadores de provincias productoras de esas bebidas el Ministerio de Hacienda cedió, y eliminó dicho incremento en el proyecto de ley presentado a la Cámara de Diputados. No cedió, en cambio frente a la reacción de la empresa Coca-Cola contra el impuesto a las bebidas azucaradas. El preanuncio de abandonar un plan de inversiones en el país, fue desmentido por una comunicación del presidente para América Latina de esa compañía dirigida al presidente Mauricio Macri.

<sup>5</sup> El proyecto no especifica si se trata del IPC Nacional u otro.

<sup>6</sup> Quedarían exentos también los seguros colectivos que cubren gastos de internación, cirugía o maternidad. También estarían exentos los seguros agrícolas que cubran los daños sobre cultivos no cosechados.

municipios). Algunos capítulos de estas propuestas tal vez no se aprueben en el Poder Legislativo, pero algunos potenciales efectos impacto que en términos macro son relativamente predecibles:

- a) **no reduce la presión tributaria, al menos hasta 2022**, sino que más bien la aumenta un poco más, efecto además que puede fortalecerse por el lado de provincias y municipios, algo esperable frente a la decisión política de no reducir el gasto público para evitar costos sociales y conflictos difíciles de manejar,
- b) **incentiva (pero no promueve fuertemente) la retención y el empleo de mano de obra no calificada**, y desalienta el empleo de mano de obra calificada: frente a la eliminación de límites a sus aportes personales, los trabajadores con más capital humano percibirán un menor salario real, que si fueran monotributistas. **Efecto potencial: aumento de subcontratación y de precarización laboral de profesionales de mayor calificación (con estudios post-universitarios),**
- c) **quita incentivo a las empresas a distribuir dividendos en efectivo**, por el contrario, **estimula la emisión de acciones preferidas y la retención de utilidades, y desalienta para el largo plazo la demanda de crédito bancario,**
- d) **reduce la rentabilidad neta de los activos financieros**, desalentando el ingreso de capitales golondrina, pero también la demanda local de activos financieros por parte de individuos, **estimulando la dolarización de carteras y reavivando incentivos a la compraventa de divisas en circuitos informales,**
- e) no es claro el efecto impacto sobre el financiamiento del sistema previsional,
- f) la extensión de Impuestos Internos al sector asegurador tendrá impacto de largo plazo en su crecimiento y en la liquidez de las empresas de menor tamaño, **favoreciendo la concentración del sector y el sesgo hacia inversiones en activos de cada vez menor duration y vida promedio, a efectos de minimizar el “downside risk”,**
- g) la indexación del sistema tributario eliminaría el sesgo confiscatorio percibido en la primera mitad de la década pasada y eliminaría todo atisbo de rezagos fiscales, pero **contribuiría a generalizar la indexación de la economía, tornando inefectivas las estrategias gradualistas para frenar la inflación sin tener en cuenta la inflación inercial,**
- h) **incentiva la inversión privada pero recién hacia el largo plazo (post 2020-2022),**
- i) **no desalienta en términos agregados el consumo, pero desincentiva el ahorro en activos financieros en moneda local,**
- i) **no se perciben efectos visibles y contundentes sobre la productividad de los factores, al menos en el corto plazo, dado que no se reducen fuertemente y de manera general las alícuotas de impuestos distorsivos internos ni los que gravan al comercio exterior.**

**La reacción de los mercados no ha sido inicialmente entusiasta.** Luego del anuncio del 31 de octubre, el riesgo país medido por el índice EMBI+ cerró a 361 puntos básicos superando en 17 puntos al del día anterior. Desde entonces ha crecido hasta estabilizarse entre 380 y 386 puntos básicos. Descendió recién el jueves 16 y el viernes 17 a 366 puntos básicos luego de conocerse el cierre de acuerdos entre el Gobierno y los líderes sindicales y gobernadores para el envío al Congreso de un proyecto de ley de reforma laboral y previsional.

### *b.2. Reforma laboral*

El proyecto inicial del Ministerio de Trabajo, tenía varias semejanzas con la reforma laboral de Brasil: a) condonación de deudas por falta de pago de aportes y contribuciones, b) regularización de trabajadores y baja de empresas del Registro de Empleadores con Sanciones Laborales, c) montos mínimos no imponibles de contribuciones patronales, ajustables en base a variación del IPC acumulada a partir de noviembre de 2017, d) modificación de la alícuota de las contribuciones patronales, para unificarla gradualmente en 2019 en el 19%, e) eliminación gradual del tope de aportes personales, y e) un sistema de “banco de horas”. **La última versión del proyecto, difundida online el sábado 18 de noviembre, muy lejos está de la reforma laboral del gobierno brasileño:**

- a) el mencionado nuevo régimen de condonación de deudas por cargas sociales (incluyendo capital e intereses) y regularización de trabajadores, excluyendo el Régimen Especial de Contrato de Trabajo para el Personal de Casas Particulares, por hasta 60 meses de servicio;
- b) un nuevo régimen de multas por trabajo no registrado o irregular;

- c) cambios en el régimen de contrato de trabajo (excluyendo a empleados públicos, personal de casas particulares, trabajadores del sector agropecuario y profesionales autónomos con no más de 22 hs. semanales de dedicación vinculada a algún empleador particular:
  - c.1. subcontratación;
  - c.2. ius variandi: grados de libertad del empleador para cambiar la forma y modalidades de la prestación laboral;
  - c.3.: certificación de servicios y remuneraciones;
  - c.4: contratos a tiempo parcial;
  - c.5.: licencias por nacimiento o adopción de hijo, matrimonio o unión convivencial, fallecimiento de cónyuge o conviviente, fallecimiento de un hermano, trámites oficiales con fines de guarda o adopción, o diligencias judiciales, sometimiento a técnicas y procedimientos de reproducción médicamente asistida, rendir examen en establecimientos de enseñanza media o universitaria<sup>7</sup>, o razones particulares planificadas;
  - c.6.: jornada reducida para cuidado de menores;
  - c.7.: indemnización por despido sin causa;
  - c.8.: indexación de créditos laborales en base a Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) a ser fijadas por el Banco de la Nación Argentina;
- d) **prohibición de acordar sumas no remunerativas en las Convenciones Colectivas de Trabajo;**
- e) constitución de un **Fondo de Cese Laboral Sectorial** de común acuerdo entre trabajadores y empresarios, con el objeto de asumir las coberturas en materia de preaviso y despidos sin causa;
- f) **Sistema Nacional de Formación Laboral Continua** a ser implementado en conjunto por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, en conjunto con empresas de manera directa o a través de convenios con otras entidades;
- g) **Sistema de Prácticas Formativas** para favorecer la inserción laboral de los jóvenes entrantes al mercado de trabajo, sean estos estudiantes o egresados de los ciclos de educación superior, de establecimientos de educación de adultos y de establecimientos de formación profesional;
- h) **programa de políticas de fomento del empleo juvenil** para los entrantes al mercado laboral de hasta 24 años de edad; quienes percibirán una ayuda económica mensual, a ser fijada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, durante su participación y asistencia.
- i) sistema de **seguro de desempleo ampliado;**
- j) **Agencia Nacional de Evaluación de Tecnologías de Salud**, del Ministerio de Salud para realización de estudios y evaluaciones de medicamentos, productos médicos e instrumentos, técnicas y procedimientos clínicos, quirúrgicos y de cualquier otra naturaleza destinados a prevenir, tratar o rehabilitar la salud, para determinar su uso apropiado, oportunidad y modo de incorporación a las prestaciones cubiertas por el sector público y el Programa Médico Obligatorio (PMO), o los que en el futuro lo reemplacen;
- k) asignación de una partida presupuestaria del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social para el Fondo Nacional de Empleo, creado por la Ley 24.013 y modificatorias.

### *b.3. Reforma previsional*

El proyecto de ley conocido este fin de semana contiene muy pocas reformas:

- a) movilidad de los haberes jubilatorios: sustituye la fórmula indexatoria actual en base a la variación de la recaudación de aportes previsionales y evolución de salarios (índice general de INDEC o RIPTE, el mayor) por un ajuste trimestral (marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año) de acuerdo al Índice de Precios al Consumidor Nacional del INDEC más un ajuste adicional con el 5% de la variación real del PIB<sup>8</sup>;
- b) indexa la Prestación Compensatoria en base a la movilidad en base a la movilidad en base a la variación de la recaudación de aportes previsionales y evolución de salarios (índice general de INDEC o RIPTE, el mayor);

<sup>7</sup> Llamativamente, no se incluye a los pedidos de licencia por examen para quienes trabajan y están cursando estudios de posgrado.

<sup>8</sup> El proyecto establece que “en ningún caso la aplicación de dicha fórmula podrá producir la disminución del haber que percibe el beneficiario”. En la fórmula prevista en el anexo, se establece que la variación del PIB real en el segundo semestre del año anterior.

- c) establece como “piso” garantizado por el Estado Nacional para la Prestación Básica Universal el 82% del valor del salario mínimo, vital y móvil<sup>9</sup>,
- d) faculta a las empresas a intimar a un trabajador a jubilarse a los 70 años, y una vez iniciado dicho trámite, el empleador queda obligado a mantener la relación laboral por un año más. **Esta facultad no incluye a los trabajadores del sector público**

**El proyecto no modifica de manera obligatoria las edades jubilatorias.** Simplemente establece el límite de 70 años (hasta ahora inexistente) para el cual una empresa deberá intimar a un trabajador a que se jubile, y una vez iniciado sus trámites, seguirá en la empresa un año más. **No prevé ninguna instancia que obligue a nadie a jubilarse después de los 65 años.** El proyecto oficial deja abierto un espacio de tiempo hasta que el trabajador cumpla 70 años para que este decida continuar trabajando en relación de dependencia o jubilarse. **A su vez, el efecto sobre los haberes jubilatorios del cambio en la fórmula indexatoria es, en principio, indeterminado.**

#### *b.4. Pacto fiscal*

El Gobierno Nacional y los provinciales (con la excepción del gobierno de la provincia de San Luis) acordaron pautas un pacto fiscal con los siguientes puntos de acuerdo:

- a) Eliminación del artículo 104 del Impuesto a las Ganancias que creó el Fondo del Conurbano. Los gobernadores aceptaron la distribución de \$ 105.000 M a la provincia de Buenos Aires y el resto para las demás jurisdicciones provinciales.
- b) Actualización de jubilaciones con frecuencia trimestral en base al IPC.
- c) Los gobernadores provinciales (salvo la provincia de Buenos Aires) recibirán una compensación del Gobierno Nacional a cambio de que desistan de sus acciones judiciales contra la Nación. Se trata de una oferta de bonos de nueva deuda pública nacional a 11 años con una renta fija de 6%, **por \$ 5.000 M en 2018 y otros \$ 12.000 M en 2019.** A cambio deberán consensuar con la Nación antes del 31 de marzo de 2018 el monto y forma de pago de los fallos con sentencia firme de la Corte Suprema de la Nación<sup>10</sup>.
- d) Por la eliminación del Fondo del Conurbano, **la provincia de Buenos Aires recibirá una compensación de la Nación de \$ 21.000 M en 2018 y otra de \$ 44.000 M en 2019.**
- e) Compromiso de incluir en la Ley de Presupuesto 2018 **la transferencia del Banco de la Nación Argentina de \$ 20.000 M al Tesoro, y que en el futuro dicha entidad transfiera al Tesoro el 20% de sus utilidades líquidas anuales.**
- f) Inicio de un proceso de baja gradual de tasas máximas de impuestos a los Sellos y a los Ingresos Brutos hasta su eliminación en 2022.
- g) Prorrogar el Impuesto a los Créditos y Débitos Bancarios, afectándolo en un 100% al financiamiento de la ANSeS, hasta que se sancione una nueva ley de coparticipación federal de impuestos, o hasta el 31 de diciembre de 2022, lo que ocurra antes.
- h) Garantizar el 82% del salario mínimo vital y móvil para las jubilaciones percibidas por quienes hayan cumplido al menos los 30 años de servicio con aportes efectivos en su vida laboral activa.
- i) Eliminación de subsidios a la energía en la Ciudad de Buenos Aires en 2019 y al transporte en dicha ciudad a partir de 2021.
- j) Aumento (aún indefinido) del gasto público nacional para financiar las cajas previsionales provinciales no transferidas a la Nación.

A su vez, la eliminación de jubilaciones privilegio en las provincias y la fijación de un techo de crecimiento del empleo público dado por la tasa de crecimiento de la población, quedaron sujetos a futuro debate.

<sup>9</sup> Con fecha 27/06/2017, la Res. 3-E/2017 del Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil fijó para dicho salario mínimo (mensual) los siguientes valores: \$8.860 desde el 01/07/17, \$ 9.500 desde el 01/07/18, y \$ 10.000 desde el 01/07/18. En consecuencia, la jubilación mínima móvil garantizada por este proyecto sería de \$ 7.260 para lo que resta de este año, \$ 7.790 para el primer semestre del año próximo, y \$ 8.200 a partir de 01/07/17.

<sup>10</sup> Se trata de 59 juicios contra el gobierno nacional por una suma total aproximada de \$ 350.000 M. Diez de ellos fueron iniciados por el gobierno de la provincia de San Luis entre 2008 y 2011.

### La Reforma de la Provincia de Buenos Aires

La gobernadora María E. Vidal envió a la Legislatura un paquete de reformas a partir de enero próximo que han generado opiniones divididas y proyectos alternativos. Los puntos a debate que se vienen en los próximos días son los siguientes:

1. Reducir el número de direcciones del gobierno provincial, de las 277 actuales a unas 50 menos. Un proyecto prevé el cierre de 89. El objetivo es reducir el gasto político en \$ 500 M.
  2. Reducción del gasto anual de la legislatura bonaerense por \$ 2.500 M y derogación del régimen de jubilación de privilegio para la gobernadora, el vicegobernador y los legisladores.
  3. Eliminación de la exención del cobro de Impuesto a los Ingresos Brutos a financieras, mutuales y aseguradoras.
  4. Eliminación de la exención del cobro de Impuesto Inmobiliario a inmuebles de gremios y de partidos políticos.
  5. Eliminación de la exención del cobro de patente automotor a coches de partidos políticos y agrupaciones municipales.
  6. Gasto corriente de municipios: no podrá crecer más que la inflación.
  7. Gasto en personal de municipios: no podrá crecer más que la población.
  8. Revalúo fiscal (hasta 75% de inmuebles urbanos y 50% de inmuebles rurales) para aumentar la recaudación de Impuesto Inmobiliario Urbano un 52,3% y en el caso del Inmobiliario Rural un 50,1%.
  9. Reducción de la alícuota de Impuesto de Sellos de 3,6% a 2,0%.
  10. Eliminación de pago de Impuesto a los Ingresos Brutos a empresas manufactureras que facturen menos de \$ 78 M anuales, y reducción de la alícuota de 1,75% a 1,50% al resto. En el agro, se exime de su pago a quienes facturen menos de \$ 3M anuales. Para el comercio, se reduce la alícuota de 3,5% a 2,5% a las PyMEs que facturen menos hasta \$ 2 M anuales. Para la construcción, se reduce la alícuota de 4% a 3%.
  11. Se elimina el mecanismo de “extraña jurisdicción” para empresas no domiciliadas en la provincia, o que vendan bienes manufacturados en otras provincias.
- Según el mensaje enviado a la Legislatura, el año 2017 cerraría con un déficit de \$ 27.804 M, y 2018 con un déficit mayor, de \$ 30.903 M.

Posteriormente se conocieron algunas críticas a la decisión del gobierno bonaerense de pasar a planta permanente 15.000 empleados temporarios y 5.000 becarios, pero dicha decisión estaba prevista en el acuerdo paritario para este año con los gremios estatales bonaerenses.

#### *c. Evaluación preliminar*

Estas reformas son un primer paso para sentar las bases para futuros cambios estructurales, pero de impacto gradual y mínimo, al menos en el corto y mediano plazo. **En el corto plazo el paquete tributario aumenta la presión impositiva, reduce los ingresos al sistema previsional y aumenta el endeudamiento público.** Igualmente, se observa un sesgo hacia promover la inversión y el empleo de personal no calificado, pero los efectos serán negativos en los productores afectados por subas en Impuestos Internos o aplicación por primera vez de ese u otros impuestos. De todas formas, es dificultoso determinar con precisión su efecto impacto:

- a) no se han publicado los modelos analíticos que habrían sido el fundamento de esas propuestas,
- b) tampoco su interacción con las reformas laboral y previsional,
- c) **el impacto potencial, positivo, sobre el empleo es mínimo**, y condicionado a restricciones y parámetros que exceden a estas reformas,
- d) **el efecto neto intertemporal, resultante de su interacción con el pacto fiscal es incierto**, y
- e) no es claro que resuelva el financiamiento permanente del gasto previsional adicional atado a la reparación histórica aprobada el año pasado.

Por otro lado, **no se prevé reducción alguna en el gasto público nacional ni provincial. Tampoco de la sostenida emisión monetaria y de deuda de los últimos dos años.** El endeudamiento externo sigue siendo la principal fuente de financiamiento del desbalance de los números del Sector Público: sumando al déficit del Sector Público No Financiero nacional el de las provincias, y el cuasifiscal del BCRA, **el año 2017 cerraría con un rojo del Estado en torno del 11% del PIB. Un número más que preocupante en una economía que va a cerrar con un**

déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de no menos de 4% del PIB, y que enfrenta precios de exportación (sobre todo de la soja) relativamente débiles.

A este cuadro se suma la indexación generalizada de la economía con el IPC Nacional, que dificultará la estrategia de estabilización en base a metas de inflación del BCRA y nada más. **Entre período diciembre 2017-febrero de 2018, se observarán subas de las tarifas eléctricas en torno del 70% y de gas de no menos del 40%.** Si como ha afirmado el ministro de Energía Aranguren, a partir del segundo semestre de 2019 las tarifas se indexarán según IPC, da la impresión de que no va a ser factible una inflación de un dígito para ese año.

El escenario de corto plazo seguirá entonces con relativa “tranquilidad inflacionaria”, pero con un sesgo hacia la acumulación de un stock de deuda pública que puede empezar a poner en duda las, como de la economía argentina para obtener divisas. Un factor de riesgo para el largo solvencia fiscal si no se acelera el crecimiento económico con menores tasas de inflación y de interés, y un tipo de cambio real más alto.

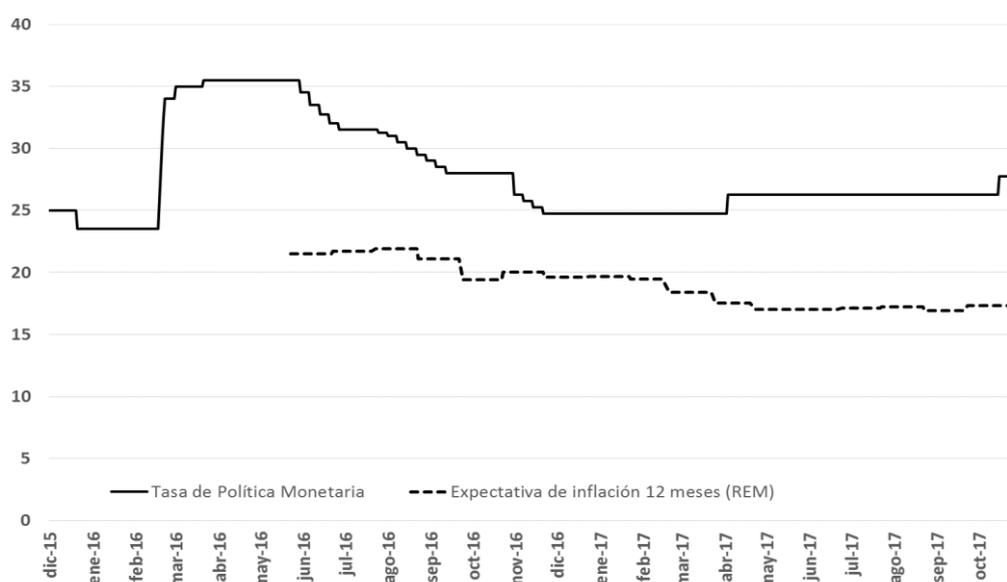
### BCRA VS. INFLACIÓN: ¿HALCONES?

*Gustavo Martín*

**De manera sorpresiva el BCRA incrementó la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos básicos generando expectativa por otras subas el próximo trimestre y favoreciendo las estrategias de carry-trade.**

Luego de la publicación de los datos de inflación de septiembre (1,6% mensual y 17,5% interanual según fuente Congreso y 1,9% mensual según y 17,6% interanual según el INDEC) el BCRA subió en dos semanas consecutivas su tasa de interés de referencia (150 puntos básicos en la primera y 100 en la segunda) a 28,75%. La decisión sorprendió, en particular la segunda vez (el 7 de noviembre), ya que 5 días antes de la primer suba, ocurrida el 25 de octubre, el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, había dicho que los datos de inflación que el Banco monitoreaba evolucionaban favorablemente, que la política monetaria opera con cierto retardo desde que se la implementa, y que la tasa real se encontraba en niveles altos (sin especificar a qué se refería con tasa real ni que es alto nivel). De esta manera, se podía entender entre líneas que la tasa de política monetaria seguiría en el nivel precedente y no que se la subiría en 250 puntos básicos.

### GRÁFICO 2. TASA DE POLÍTICA MONETARIA (% ANUAL)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Dentro de las motivaciones del BCRA para subir la tasa de política monetaria puede observarse que la inflación mensual de septiembre resultó 0,5pp más alta que el promedio de mayo-agosto (1,4%*m/m*) y se explica mayormente por la suba del componente estacional que se aceleró del promedio de 0,8% *m/m* a 1,4%. Asimismo, los precios regulados crecieron un 1,7% también por encima de dicho promedio. También, la inflación núcleo se mantuvo en el rango de 1,5%-1,7% cuando era necesario que bajase a por lo menos 1,4% para no terminar tan lejos del objetivo del BCRA.

Del mismo modo, durante los que resta del año la inflación tendrá un empuje extra debido a la liberación de los precios de los combustibles y las subas programadas de precios regulados. En noviembre, de concretarse los incrementos en tarifas como lo pretende el gobierno, el gas tendrá un impacto pleno sobre el IPC (de 0,45 puntos porcentuales en el índice), al igual que la electricidad y los servicios de salud.

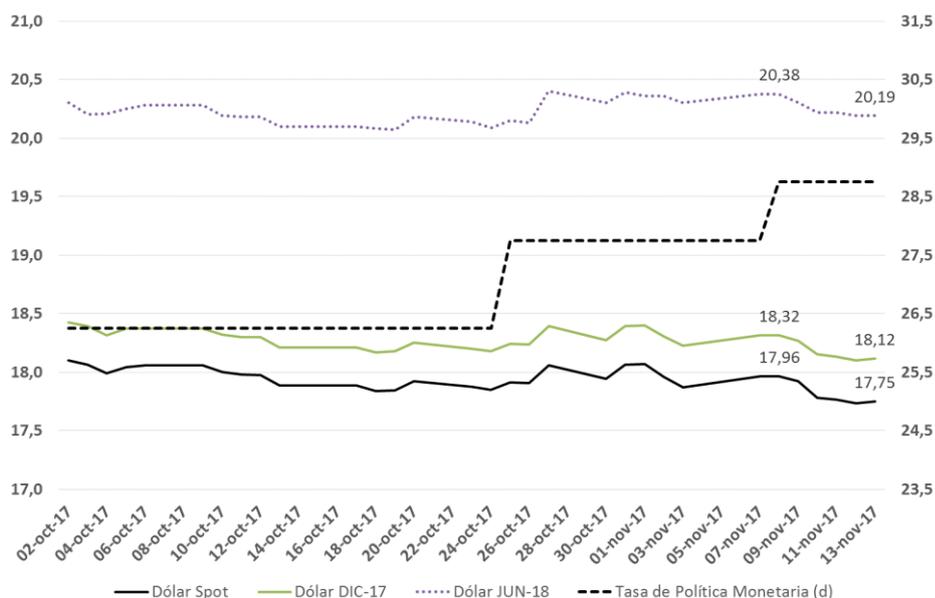
Cabe preguntarse si habrá otras subas en la tasa de política monetaria próximamente debido a los incrementos en tarifas programados para el año que viene durante febrero (gas) y posibles reducciones en los subsidios al transporte que incrementen el costo de los pasajes a los usuarios en algún momento del año que viene.

Esta postura más agresiva del BCRA baja el riesgo de continuar con las operaciones de *carry trade* por un tiempo más. La expectativa que el Banco Central mantenga o ajuste al alza la tasa de política monetaria debido a los ajustes de tarifas a efectuarse durante 2018 favorece este tipo de estrategias vía un tipo de cambio más bajo o contenido.

Es más, la primera reacción en los mercados fue una baja de 10 centavos en el dólar, al tiempo que la bolsa perdía valor y los fondos comunes extranjeros comenzaban a pasar sus posiciones a pesos. El día martes 14 con la nueva licitación de LEBACS se obtendrá nueva información que confirme estos movimientos.

Así, la tasa de interés real, calculada como la tasa de interés anual de las LEBAC al menor plazo menos la inflación interanual esperada a un año, pasó de 9% a 11,5% con la última suba de tasa. De esta manera, la tasa real acumula desde abril casi 6 puntos porcentuales (es decir, se duplicó en tan sólo 6 meses).

**GRÁFICO 3. DÓLAR VS TASA DE POLÍTICA MONETARIA (% ANUAL)**

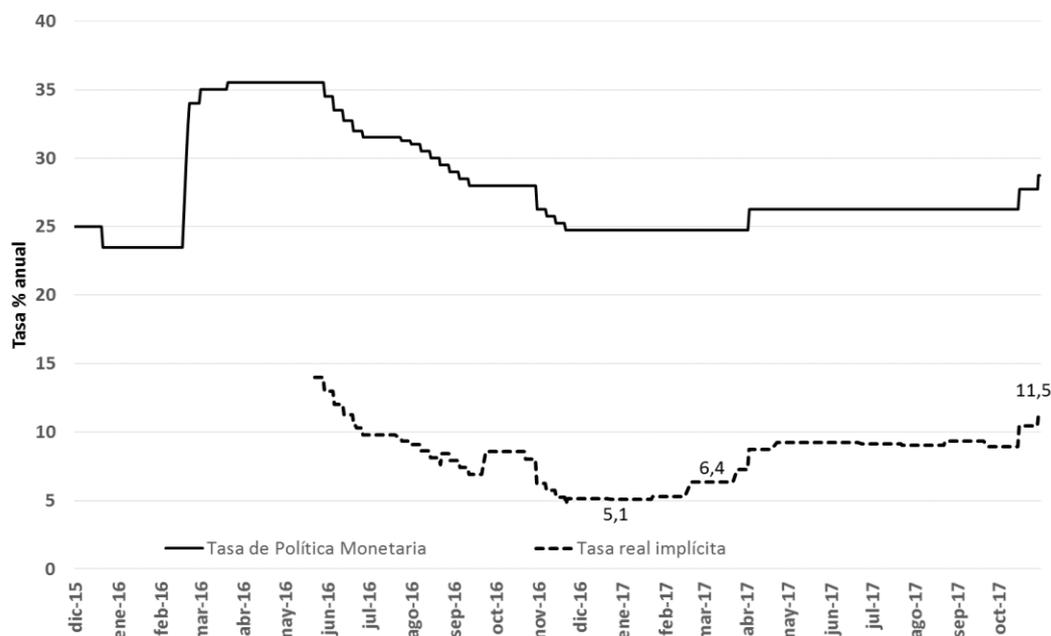


Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Bloomberg

Del mismo modo, consistente con las subas de tasas, el Banco Central tomó pesos a 28,75% (tasa anual a 35 días) en la licitación de LEBACs del día 14 de noviembre. De esta manera, mantiene la tasa de interés real en el nivel antes mencionado. A pesar del alza de 225 puntos con respecto a la licitación de octubre la autoridad monetaria expandió

en \$ 60.000 M la base monetaria. Sin embargo, luego contrajo unos \$ 73.000 M través del mercado secundario con lo que el efecto total fue contractivo en \$ 13.000 M.

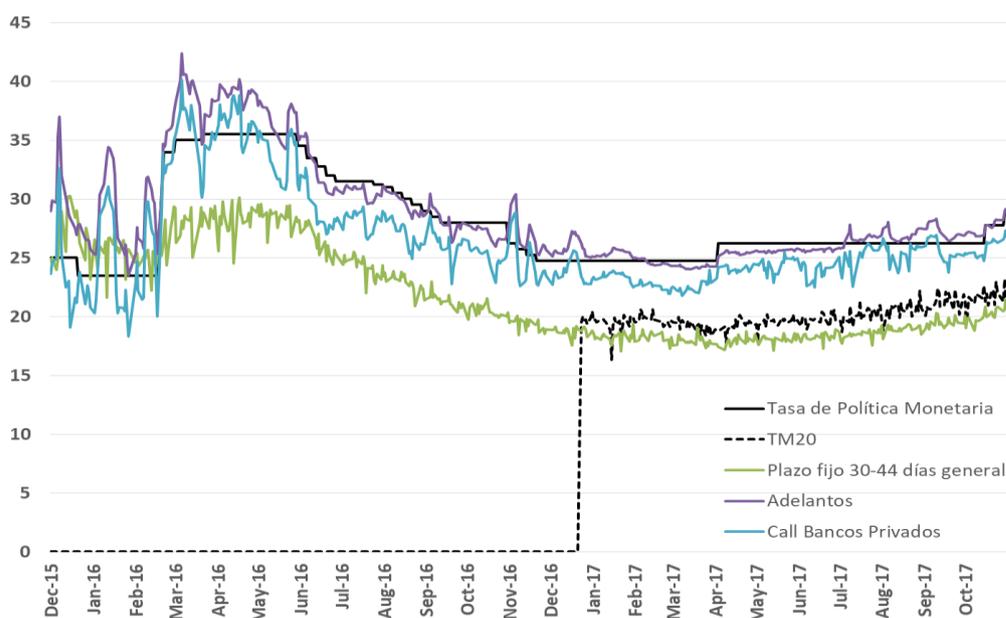
**GRÁFICO 4. TASA DE POLÍTICA MONETARIA VS. TASA REAL IMPLÍCITA (% ANUAL)**



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Estos movimientos presionaron sobre otras tasas de mercado, tanto activas como pasivas con lo que es esperable ver algunos cambios en la evolución de los préstamos, depósitos y la liquidez en los bancos que busquen fondearse manteniendo cierto spread entre sus costos y el rendimiento que puedan obtener vía LEBAC.

**GRÁFICO 5. TASA DE POLÍTICA MONETARIA VS. OTRAS TASAS (% ANUAL)**



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Entre los dichos del presidente del BCRA en la conferencia de prensa donde se presentó el informe de política monetaria, cabe destacar que aseguró un “verano de tasas altas”, a la vez que la autoridad monetaria hará uso de otros instrumentos de política monetaria para administrar la liquidez del sistema como la modificación en los encajes bancarios y la administración de las Reservas Internacionales.

En el primer caso, recientemente el BCRA sustituyó el cómputo trimestral de dichos encajes bancarios, vigente desde el año 2005 por un promedio mensual de saldos diarios. En el segundo, señaló que cambiaría su estrategia de compras de divisas, algo que había derivado en una mayor emisión de pesos por las compras al Tesoro. También una reducción progresiva de los cupos de la Línea de Financiamiento para la Producción y la Inclusión Financiera (ex Línea de Inversión Productiva), hasta llevarlos a cero en diciembre del próximo año. De esa forma se eliminaría la última de las distorsiones en las tasas de interés.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### LOS MERCADOS CON FOCO EN LA REFORMA TRIBUTARIA DE EE.UU.

Jorge Viñas

**La postulación de Jerome Powell como sucesor de Yellen al mando de la Fed a partir de febrero, confirmó la continuidad de la política monetaria en EE.UU. El foco de atención es ahora el contenido final de la reforma tributaria, ya que actualmente avanzan dos versiones diferentes en el Congreso de los EE.UU.**

#### 1. EE.UU.

En los últimos meses, la falta de definición y claridad sobre dos cuestiones clave para el futuro de la política monetaria y fiscal en EE.UU., como la nominación de un nuevo Presidente de la Reserva Federal y la promulgación de la reforma tributaria, había generado una creciente incertidumbre. La primera de dichas cuestiones empezó a despejarse el 2 de noviembre, cuando el Presidente Trump postuló oficialmente a Jerome Powell como sucesor de Janet Yellen al frente de la Fed<sup>11</sup>.

La elección de Powell, entre una lista de lista de candidatos que incluía a John Taylor, Kevin Warsh y la propia Janet Yellen<sup>12</sup>, ha sido interpretada en forma casi unánime como una señal de continuidad en el manejo de la política monetaria bajo los lineamientos actuales. Esto se debe a que, como miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Powell siempre estuvo plenamente alineado con el voto de la mayoría liderada por Yellen, defendiendo el enfoque cauto y gradualista para el retiro de los estímulos monetarios que está aplicando la Fed. Además de representar la continuidad en materia de política monetaria, un aspecto que puede haber inclinado la balanza en favor de Powell es su predisposición a revertir parte de las regulaciones del sistema bancario establecidas luego de la crisis financiera internacional de 2008-2009, lo que está en línea con la agenda de Trump y muchos republicanos.

Los otros candidatos, fuera de la propia Yellen, encarnaban la posibilidad de un cambio en los lineamientos de la política monetaria. En especial, John Taylor, debido a su famoso desarrollo de la “regla de Taylor”, fórmula matemática que determina el nivel de tasa de interés de equilibrio en función de dos variables: el desvío de la inflación actual respecto a la meta de inflación y el desvío de la tasa de desempleo respecto a la tasa natural de desempleo<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> La designación está sujeta a la conformidad del Senado. La audiencia de confirmación está prevista para el próximo 28 de noviembre, donde se espera que no haya obstáculos.

<sup>12</sup> Inicialmente la lista incluía también a Gary Cohn, el jefe de asesores económicos de Trump, pero fue descartado temprano en la carrera. Al acercarse la definición, parecía que Trump se inclinaba hacia la continuidad de Yellen, pero la negativa de la bancada republicana en el Senado le cerró el camino.

<sup>13</sup> Taylor, John B. (1993), “Discretion versus policy rules in practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39 (1993), 195-214, North Holland. En su versión original la regla de Taylor usaba el desvío del nivel de PIB real respecto a su nivel tendencial en lugar del desvío de la tasa de desempleo respecto a la tasa natural, pero se puede demostrar la equivalencia de ambas formulaciones.

La aplicación de dicha fórmula en la actualidad llevaría a un nivel de tasa de Fondos Federales alrededor de 200 puntos básicos (p.b.) por encima del nivel actual. Aunque dicho resultado depende crucialmente de los parámetros que se utilicen, en especial la determinación de la tasa natural de desempleo (o el nivel de PIB potencial), que hasta ahora no ha sido posible de estimar con precisión.

Una tasa natural de desempleo más baja conduce a una tasa de interés de equilibrio determinada por la regla de Taylor más baja. De modo similar, **la formulación original parte de la premisa de una tasa de interés real de equilibrio de largo plazo de 2% (que sumado a una meta de inflación de 2% arroja una tasa nominal de equilibrio a largo plazo del 4%), que actualmente está sujeta a un fuerte debate académico, fortaleciéndose cada vez más la postura de que existen factores estructurales de índole demográfico y de desaceleración de la productividad, que apuntan a una tasa de equilibrio de largo plazo más baja.**

Si bien se podría argumentar que en caso de haber sido elegido al frente de la Fed, Taylor no hubiera aplicado su regla al pie de la letra, sino que hubiera sido más pragmático, como suele ocurrir generalmente con los que llegan a puestos de decisión, la elección de Powell evita las fricciones y la incertidumbre que hubieran imperado en la transición hacia otro régimen. El alivio que generó la nominación de Powell se vio reflejado en el mercado de bonos del Tesoro, donde en las semanas previas al anuncio se había evidenciado una presión alcista sobre las tasas de interés que luego se revirtió.

Despejada la incógnita respecto a la sucesión en la Fed, toda la atención se centra ahora en el progreso de la reforma tributaria en el Congreso. Luego de largos meses en la que las divisiones internas del Partido Republicano habían impedido cualquier avance, desde mediados de septiembre empezó a vislumbrarse la posibilidad de acuerdos mínimos para poder aprobar una versión de la reforma aceptable para el Presidente Trump, aun cuando no contuviera todos los puntos de su proyecto.

En especial, la recepción favorable que estaba teniendo el proyecto elaborado en la Cámara Baja entre los Representantes republicanos, haciendo factible que llegaran a juntar la cantidad mínima de votos para su aprobación, generó un fuerte optimismo de que finalmente se tendría una reforma tributaria en pie antes de fin de año para entrar en vigencia a principios de 2018. Dado que uno de los puntos principales de dicho proyecto es la reducción del impuesto a las ganancias corporativas de 35% a 20%, el optimismo se vio reflejado en los principales índices accionarios de EE.UU. que registraron sucesivos récords históricos en los últimos dos meses. Entre principios de septiembre y el 8 de noviembre, cuando se alcanzó el máximo histórico de 2.594 puntos, el índice S&P500 acumuló una ganancia del 5%.

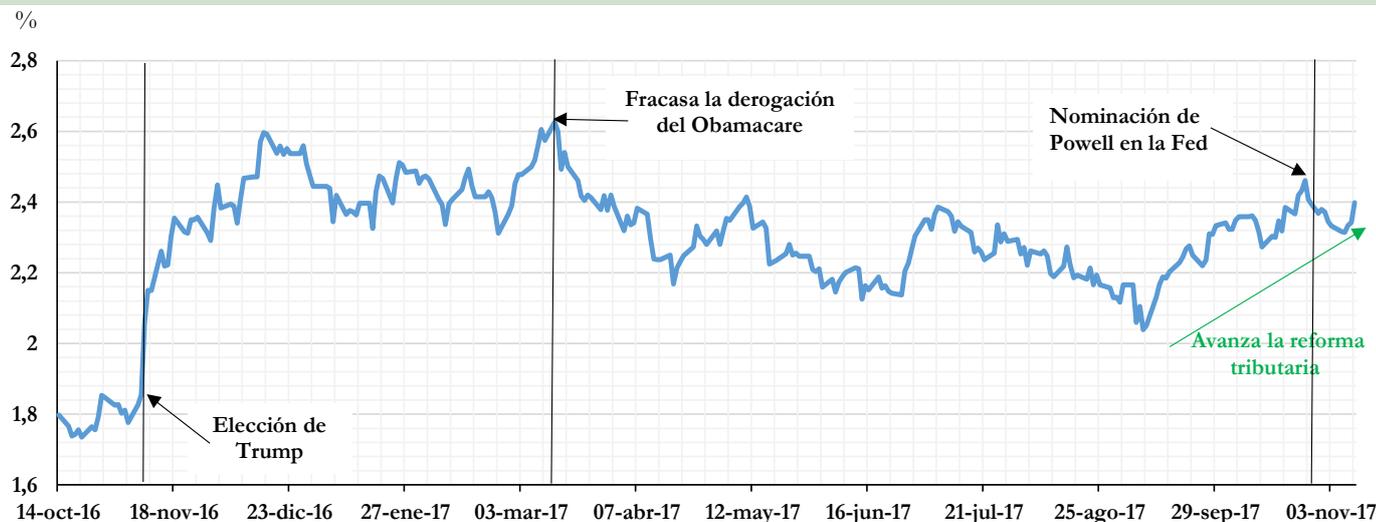
Sin embargo, en la última semana salió a la luz que en el Senado estaba avanzando, en forma paralela, un proyecto de reforma tributaria con fuertes diferencias respecto al de la Cámara de Representantes. La principal diferencia que trascendió es que el proyecto del Senado posterga la reducción del impuesto a las ganancias corporativas para el año 2019. Pero también hay diferencias significativas en otros aspectos, como una menor reducción en las deducciones permitidas en el impuesto a las ganancias de individuos.

Se estima que ambas Cámaras tienen chances de aprobar sus respectivos proyectos antes de fin de año. De hecho, el jueves pasado ya lo aprobó la Cámara de Representantes. El principal escollo pasaría a hacer la reconciliación de ambos proyectos antes de elevar la versión final de la ley para la promulgación por parte del Presidente Trump.

Un aspecto a destacar es que más allá de las diferencias, ambos proyectos implican un aumento significativo del déficit fiscal para 2019, de alrededor de 40% respecto al déficit estimado para 2017, casi u\$s 250.000 millones adicionales. Por ello, las mejores perspectivas de aprobación han empezado a ejercer presión sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro a mediano y largo plazo.

La tasa del bono a 10 años cerró el viernes 10 de noviembre en 2,40%, buscando aproximarse al 2,60% que hasta ahora ha sido el máximo nivel que alcanzó a principios del gobierno de Trump, cuando prevalecían expectativas de una pronta aprobación de la reforma tributaria (véase el Gráfico 6). El repunte de las tasas de mediano y largo plazo está contribuyendo con el rebote del dólar frente a las principales divisas.

**GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE RETORNO DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS DE EE.UU.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Mientras tanto, los datos de octubre de actividad económica y del mercado laboral confirman una recuperación del freno transitorio provocado por el impacto de los huracanes entre fines de agosto y mediados de septiembre. Por el lado de la inflación, los datos de inflación subyacente y de evolución de los salarios no muestran aun síntomas de aceleración. Sin embargo, la suba de precios de los alimentos y, especialmente, de la energía tras la suba del precio del barril de crudo a 57 dólares, el máximo del año, está alimentando un repunte en los índices agregados de inflación. En este contexto, todo indica que la Fed procederá con la suba de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales en la reunión de diciembre, continuando con la estrategia de normalización gradual de las tasas de interés.

## 2. Eurozona

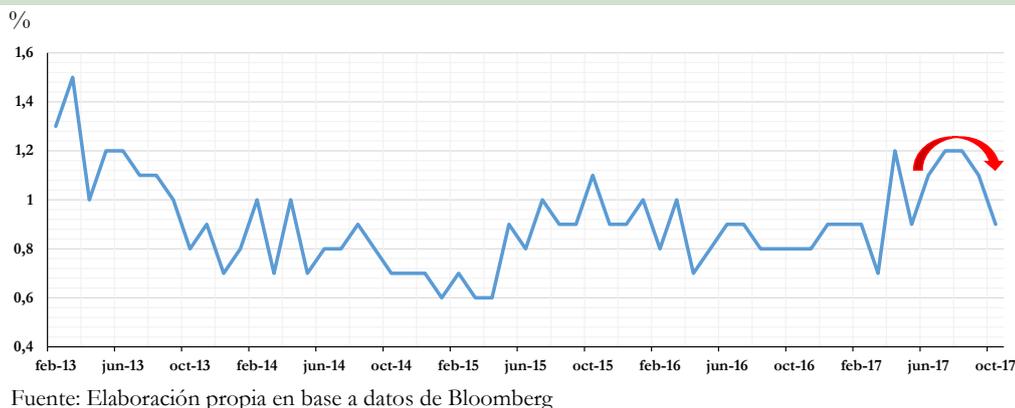
La economía de la Eurozona está cerrando un año positivo, con un crecimiento superior al 2% anual y las señales para 2018 continúan siendo alentadoras. La fortaleza que muestra la economía europea había fomentado expectativas respecto a la posibilidad de que el Banco Central Europeo (BCE) siguiera el camino iniciado por la Fed y anunciara un cronograma de reducción gradual de las compras mensuales de títulos de deuda pública y privada, hasta extinguir el programa de compras por completo hacia mediados de 2018. A partir de ese punto, se abría la posibilidad de comenzar con la normalización de las tasas de interés.

Sin embargo, tales expectativas resultaron exageradas. En la última reunión de política monetaria el 26 de octubre, el BCE anunció solamente una reducción en el ritmo mensual de compra de títulos de €60.000 millones a €30.000, con una extensión del programa como mínimo hasta septiembre de 2018. De esta forma, parece muy poco probable que el BCE comience con el proceso de normalización de tasas de interés hasta bien entrado el año 2019.

La razón principal para que el BCE persista en su postura laxa y sumamente cautelosa a la hora de avanzar hacia la normalización de la política monetaria, a pesar del notable progreso que evidencia el nivel de actividad económica y la reducción del desempleo, radica en que la inflación no da señales consistentes de repunte, manteniéndose muy por debajo de la meta del 2%. Las tenues señales de aceleración que había evidenciado la inflación subyacente en agosto y septiembre se revirtieron por completo en octubre, mes en que la variación interanual se ubicó nuevamente por debajo del 1% (véase el Gráfico 7).

Entre los motivos para la falta de reacción de la inflación frente a la mejora de la actividad económica, sobresalen la falta de presiones salariales pese a la reducción del desempleo, y el efecto de la apreciación del Euro en el último año sobre los precios de los bienes transables.

**GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE DE LA EUROZONA– VAR. % INTERANUAL**



En materia salarial, en la medida en que la continuidad del crecimiento económico siga reduciendo la tasa de desempleo, en algún momento debería empezar a reflejarse en un repunte de los salarios. Por ello, muchos están empezando a poner especial énfasis en las negociaciones salariales de los sindicatos alemanes para tratar de detectar señales tempranas de que finalmente los salarios empiezan a despertarse. Pero por el momento no parece un fenómeno inminente. En cuanto al impacto del Euro, si bien en los últimos dos meses se ha frenado el proceso de apreciación, todavía resta que los efectos de la apreciación pasada se reflejen plenamente, lo que podría llevar todavía buena parte del año 2018. Esto explica la falta de apuro por parte del BCE para retirar los estímulos monetarios.

Con un horizonte económico bastante despejado, vale la pena detenerse en los eventos políticos que podrían alterar la calma, aunque a lo largo de 2017 ningún evento político fue suficiente para desviar a la economía de la Eurozona de su sendero de crecimiento. Hacia adelante, aparecen las elecciones en Cataluña, previstas para el 21 de diciembre, y las elecciones generales en Italia, en el transcurso del segundo trimestre de 2018, como factores de riesgo.

En el caso español, si bien la intervención del gobierno central y el desplazamiento de toda la cúpula del gobierno regional de Cataluña, ha puesto un freno por el momento al impulso separatista, la situación continúa presentándose como de muy difícil resolución. El grado de apoyo que obtengan los partidos separatistas en las elecciones, será un factor clave, pero todo indica que el conflicto y sus repercusiones negativas sobre la economía de España, se extenderán hasta bien entrado el año próximo como mínimo. Pero, tal como ocurrió hasta ahora, los efectos negativos se circunscribirían a la economía española, sin llegar a provocar un contagio regional.

En el caso italiano, los índices de popularidad que mantienen los partidos anti-europeos constituyen un factor de preocupación de cara al resultado electoral y la conformación del próximo gobierno. Sin embargo, la nueva ley electoral recientemente sancionada aumenta las chances de que las alianzas políticas tradicionales de centro-derecha y de centro-izquierda retengan los dos primeros lugares y releguen a los partidos anti-europeos, con el M5E (Movimiento 5 Estrellas) a la cabeza, al tercer lugar.

Por último, aún está pendiente la conformación del nuevo gobierno de Merkel en Alemania, aunque de acuerdo al resultado de las últimas elecciones parece improbable que pueda surgir una coalición de gobierno que impulse decididamente una reforma de las instituciones europeas que impliquen un mayor nivel de integración económica, en especial en materia fiscal. De esta forma, las expectativas positivas que se habían generado en este frente por el acercamiento entre Macron y Merkel tras la asunción del Presidente francés, tienden a diluirse.

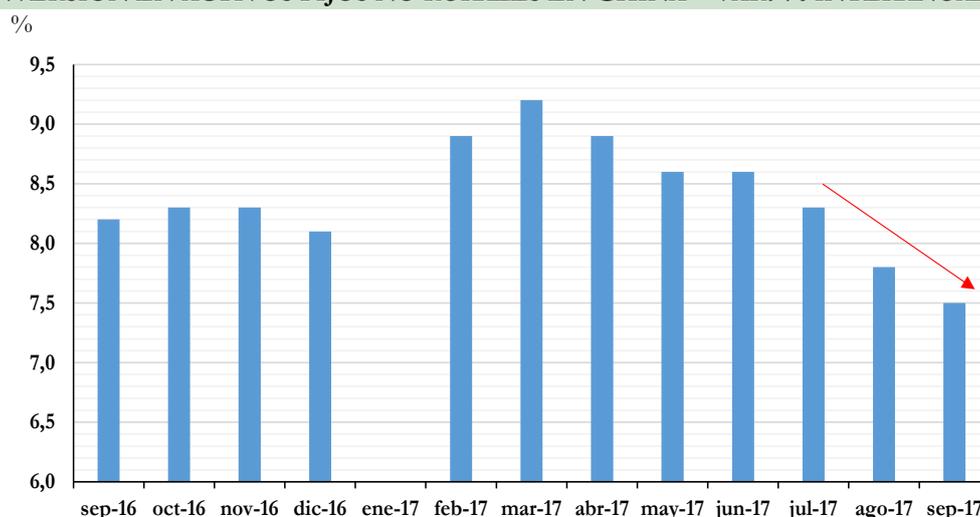
### 3. China

El Congreso del Partido Comunista de China celebrado el 18 de octubre, tal como se esperaba representó un fuerte respaldo a la gestión del presidente Xi, reafirmando los principales lineamientos de su política económica y avalando su continuidad en el cargo por otro período más. En materia económica, se consolidó el reemplazo de las metas cuantitativas de crecimiento económico, que rigieron las decisiones de política económica por más de tres décadas, por la

búsqueda de un crecimiento más sustentable, mitigando los riesgos del excesivo endeudamiento y la mala asignación del crédito y del capital.

Si bien el esquema de política económica consagrado por el Congreso muy probablemente conduzca a un sistema económico más estable y previsible en el mediano y largo plazo, en el corto plazo el énfasis en la contención de riesgos macroeconómicos puede llevar a una desaceleración del crecimiento por debajo del ritmo cercano al 7% en el cual se había estabilizado en los últimos trimestres. Las cifras mensuales de actividad (producción industrial, ventas minoristas, inversión fija) ya vienen evidenciando una desaceleración moderada en los meses recientes respecto al primer semestre de 2017, y es posible que dicha tendencia se intensifique en el último trimestre del año (véase el Gráfico 8).

**GRÁFICO 8. INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS NO RURALES EN CHINA – VAR. % INTERANUAL**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Hasta el mes de septiembre, la desaceleración de la actividad económica no había tenido impacto en los datos de comercio exterior de China. En especial las importaciones habían sostenido un notable dinamismo.

Esta divergencia empezó a desvanecerse en octubre, cuando tanto las exportaciones como las importaciones registraron una desaceleración respecto a los meses previos, aunque las importaciones aun acumulan un aumento significativo en la variación interanual. En efecto, mientras que el crecimiento interanual de las exportaciones pasó de 8,1% en septiembre a 6,9% en octubre, las importaciones pasaron de crecer 18,6% interanual en septiembre a 17,2% en octubre.

En su reciente visita a China, el Presidente Trump volvió a exigir un tratamiento más justo e igualitario por parte de China en el comercio bilateral. Los chinos, por su parte, insistieron en defender las bondades del proceso de globalización, y mostraron algunas señales de mayor apertura de su sector financiero a una mayor participación de entidades extranjeras. Al mismo tiempo, cerraron numerosos acuerdos de inversión e intercambio con empresas estadounidenses. Por el momento, todo apunta a que la relación bilateral seguirá sujeta a tensiones y algunos conflictos, pero se mantendrán dentro del carril de las negociaciones sin generar disrupciones nocivas para la economía global.

#### 4. Países Emergentes

Luego de experimentar condiciones externas en general bastante favorables y mejoras en el crecimiento económico durante la mayor parte de 2017, para los países emergentes han empezado a aparecer algunas nubes en el horizonte en las últimas semanas.

En materia de flujos de capital y condiciones de acceso al financiamiento externo, el repunte de en las tasas de mediano y largo plazo en EE.UU., junto con el rebote del dólar, reducen los incentivos para los flujos de capital hacia países emergentes y elevan el piso de las tasas a las que gobiernos y empresas pueden acceder al fondeo externo. De

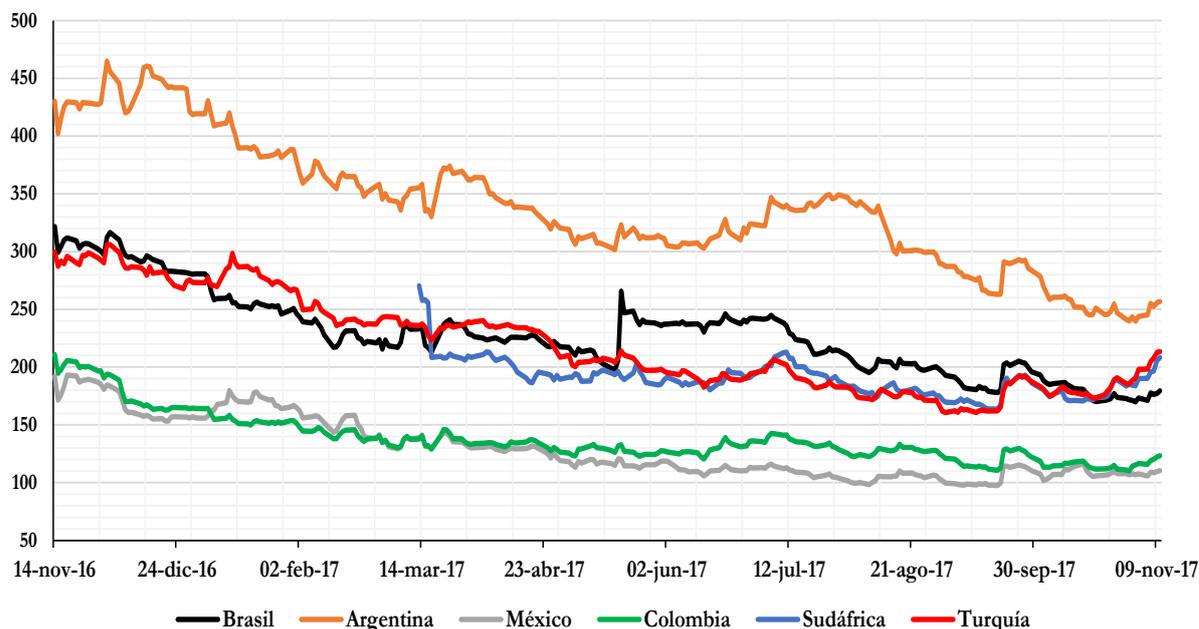
todos modos, debe resaltarse que hasta ahora no se trata de un movimiento significativo, insuficiente para alterar el carácter benigno del contexto financiero global para estos países.

Hacia adelante, el proceso de normalización en el que se ha embarcado la Fed constituye un factor de preocupación, aunque el carácter gradual de dicho proceso atempera los riesgos. Además, como se ha visto anteriormente, la postura laxa que mantiene el BCE juega a favor de que la liquidez global mantenga un nivel holgado. La situación en este frente podría complicarse si se produjera una aceleración en la inflación en EE.UU. o si el BCE cambiara su postura.

En materia de comercio exterior, los países emergentes presentan un alto nivel de exposición a las importaciones de China. En el caso de los países de Asia Emergente, a través de la provisión de piezas y componentes para las exportaciones industriales de China; en el caso de Latinoamérica, a través de la provisión de materias primas, principalmente alimentos y metales. En este sentido, las noticias de desaceleración de la actividad en China, que en octubre alcanzó a las importaciones, augura un menor dinamismo exportador para los países emergentes. En el caso de Latinoamérica, esto podría acentuarse por un debilitamiento de los precios internacionales de commodities.

Adicionalmente, varios países de este grupo están experimentando situaciones internas que alimenta un aumento del riesgo para los inversores externos. Esto se puede verificar en la evolución de los Credit Default Swaps (el costo que deben pagar los inversores para protegerse del riesgo de incumplimiento de los deudores) de los gobiernos de países emergentes (véase el Gráfico 9) y en la tendencia hacia la depreciación de sus monedas. Dos casos significativos donde se advierte un aumento del riesgo, asociado a iniciativas políticas que conducen a un aumento del déficit fiscal y del déficit externo, son los de Turquía y Sudáfrica.

**GRÁFICO 9. EVOLUCIÓN DE CDS A 5 AÑOS DE PAÍSES EMERGENTES SELECCIONADOS (P.B.)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

En Latinoamérica, el año 2018 se presenta con procesos electorales complejos en Brasil y Colombia. En el caso de Brasil, la sucesión de Temer está abierta, mientras que la reforma previsional cada vez enfrenta mayor resistencia interna y, pese a los esfuerzos de la coalición liderada por el actual Presidente, parece crecientemente improbable que pueda ser aprobada antes del cambio de gobierno.

En Colombia, el ingreso de los ex líderes de las FARC en la competencia política, en momentos en que el escenario político se presenta bastante turbio, debido a la baja popularidad del Presidente Santos y al efecto corrosivo de

---

los escándalos de corrupción en torno a Odebrecht, está generando preocupación tanto en la población local como entre los inversores externos.

México presenta otro caso diferente pero también complejo, dado que las negociaciones con EE.UU. para la reformulación del Tratado de Libre Comercio (TLC o NAFTA por su sigla en inglés) no están evolucionando favorablemente, y en caso de que fracasen, su sector manufacturero se enfrenta a graves perjuicios.

Para finalizar con un tono más positivo, corresponde destacar que la mayoría de los países emergentes cuentan a su favor el hecho de que están atravesando un periodo de tasas de crecimiento en alza y baja inflación. Esto último implica que los Bancos Centrales cuentan con margen para mantener un sesgo expansivo en su política monetaria, o al menos no tienen necesidad de actuar preventivamente subiendo tasas de interés para evitar que la depreciación de la moneda se traduzca en un aumento desmedido de la inflación. En definitiva, las condiciones externas no muestran aun un deterioro significativo y la situación macroeconómica de los países emergentes en general se mantienen satisfactorias.

## NOTA ESPECIAL

### CRECIMIENTO, INVERSIÓN Y DEUDA EXTERNA

*Eliana Scialabba*

#### 1. Contexto

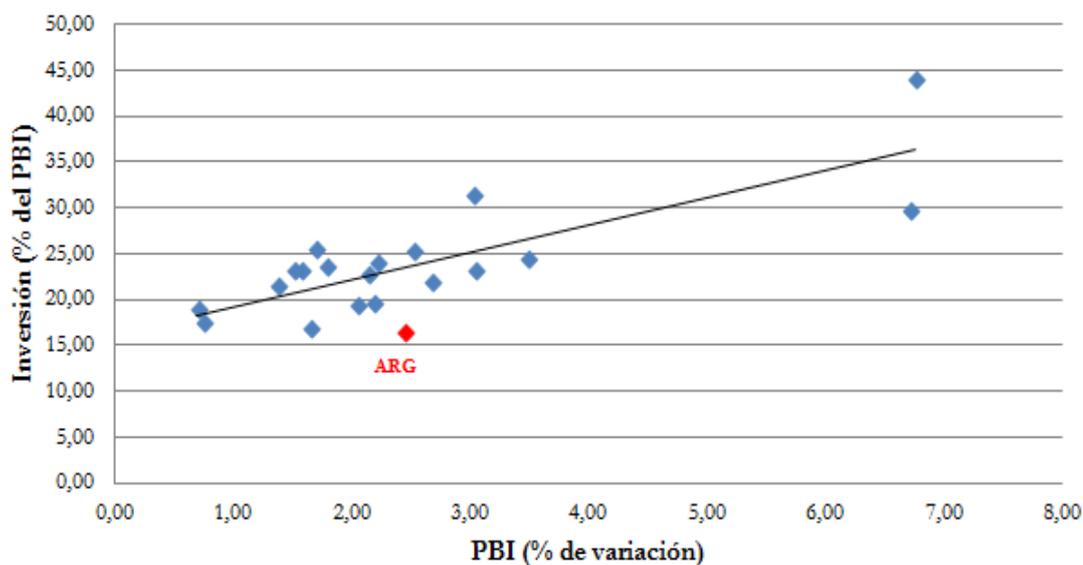
A fin de mostrar que el crecimiento sostenido de largo plazo depende del incremento del stock de capital, se analiza el desempeño de un grupo de 20 países seleccionados de distintos niveles de ingresos (economías avanzadas, emergentes asiáticas y latinoamericanas).

En el contexto mundial, la Argentina continúa relegada, tanto en términos de crecimiento económico como de inversión. El problema se explica, en parte, por la escasez de ahorro de la economía: aun con un escaso nivel relativo de formación de capital respecto del PBI, los recursos generados por la economía no son suficientes para financiar la inversión real, por lo que se debe recurrir al financiamiento externo, tanto público como privado.

#### 2. Argentina en el mundo: ahorro, inversión y cuenta corriente

Según el World Economic Outlook (WEO) del Fondo Monetario Internacional (FMI), durante 2017 la economía argentina continuará con un bajo nivel de inversión respecto al PBI. Como se observa en el gráfico 10, la expansión del nivel de actividad si bien será positiva, pero Argentina se ubicará lejos de los países que más invierten, y, por lo tanto, más crecen.

**GRÁFICO 10. TASA DE INVERSIÓN (% DE PIB) VS. VARIACIÓN INTERANUAL % DEL PBI - 2017**



Fuente: elaboración propia en base a World Economic Outlook, FMI, octubre de 2017.

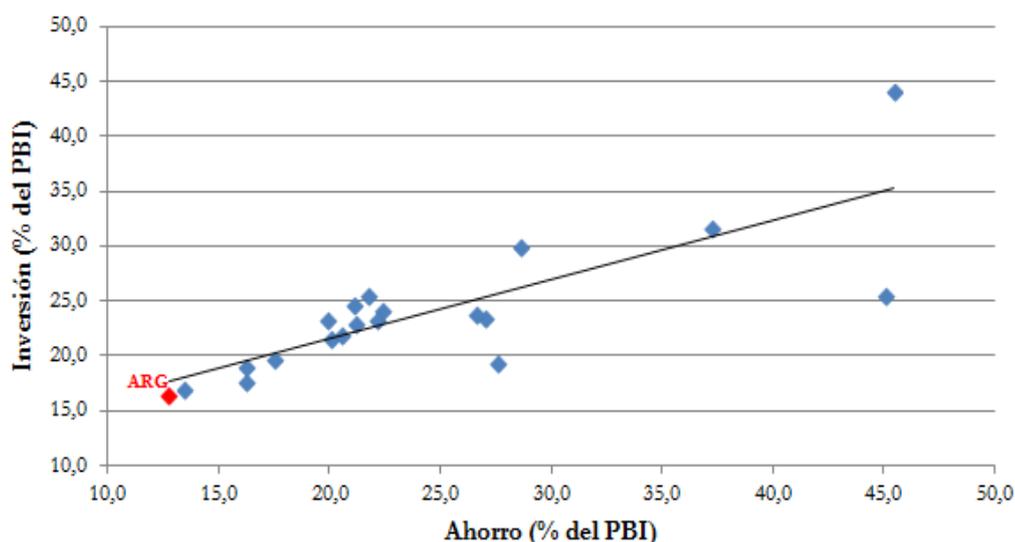
En el extremo superior derecho se encuentran las economías de Asia en desarrollo y en el inferior izquierdo la Eurozona y los Estados Unidos, que constituyen economías avanzadas, por lo que cuentan con alto ratio de stock de capital per cápita, y América Latina: las economías que más invierten expanden su nivel de actividad por encima de las que destinan menos recursos al incremento de su capacidad productiva.

Si bien la inversión no es la única fuente de crecimiento económico, **es difícil hallar países que hayan crecido a altas tasas y sostenidas durante largos períodos sin un importante esfuerzo para aumentar la velocidad de formación de capital.**

¿Cuál es el problema en nuestro país? Las condiciones políticas, económicas e institucionales aún no son lo suficientemente atractivas para inducir a los inversores a “hundir capital”. Asimismo, el mercado financiero poco profundo no permite canalizar los recursos generados por los sectores de la economía a la inversión productiva (la “explosión” de la formación de capital del año, se explica, en gran medida, por el fuerte incremento de la obra pública).

A su vez, si bien la formación de capital expande el nivel de actividad, esta necesita de recursos para ser financiada. Tal como se observa en el gráfico 11, existe una alta correlación positiva entre el ahorro y la inversión respecto a su participación en el PBI, y Argentina se encuentra en el extremo inferior de ambos indicadores. Al igual que en el gráfico precedente, **los países que tienen una alta participación de la inversión en el producto, tienden a autofinanciarlo, como es el caso de los países asiáticos, líderes en crecimiento económico.**

**GRÁFICO 11. AHORRO E INVERSIÓN. % DEL PBI - 2017**



Fuente: elaboración propia en base a World Economic Outlook, FMI, octubre de 2017.

En el cuadro 1 se presenta desagregada la información por países, a fin de analizar donde se ubica de manera comparativa Argentina, y como se financia el exceso de inversión sobre el ahorro. Nuestro país presenta no sólo el menor peso en el PBI de la formación de capital, básica para incrementar el stock de recursos productivos, sino también un escaso nivel de ahorro, por debajo de la inversión, lo que genera la necesidad de recurrir a continuos déficits de cuenta corriente (y endeudamiento externo) para financiarse.

Como contrapartida, la cuenta financiera de la balanza de pagos muestra la capacidad y necesidad de financiación de la economía: una cuenta corriente en déficit indica que el país necesita financiamiento, por lo que debe recurrir al crédito externo, contabilizando un incremento de los pasivos externos o la disminución de los activos externo.

**CUADRO 1. AHORRO, INVERSIÓN Y CUENTA CORRIENTE. % DEL PBI - 2017**

	Ahorro	Inversión	Cuenta corriente
Alemania	27,55	19,45	8,11
Argentina	12,78	16,35	-3,57
Australia	22,34	24,14	-1,80
Brasil	16,22	17,61	-1,39
Canadá	19,89	23,28	-3,39
Chile	20,02	21,59	-1,57
China	45,41	44,05	1,36
Colombia	21,72	25,52	-3,81
Corea	37,18	31,62	5,57
Estados Unidos	17,48	19,76	-2,28
Francia	22,13	23,25	-1,12
India	28,56	29,94	-1,38
Japón	26,99	23,41	3,58
México	21,16	22,93	-1,77
Nueva Zelanda	21,06	24,63	-3,57
Peru	20,49	22,03	-1,53
Reino Unido	13,43	16,99	-3,56
Rusia	26,58	23,76	2,82
Singapur	45,04	25,49	19,55
Sudáfrica	16,22	19,07	-2,85

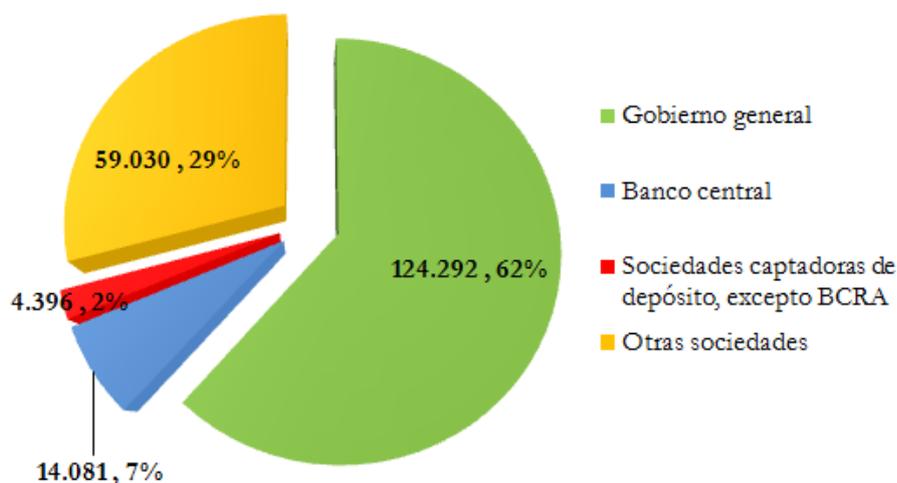
Fuente: elaboración propia en base a World Economic Outlook, octubre de 2017.

### 3. Necesidades de financiamiento externo

El elevado nivel de déficit de cuenta corriente refleja, como se ha mencionado, altas necesidades de financiamiento proveniente del exterior.

De acuerdo a los últimos datos disponibles del INDEC, hasta fin del segundo trimestre de 2017, el stock de deuda externa bruta total con títulos de deuda a valor nominal residual era de US\$ 204.818 M, habiendo registrado un aumento de US\$ 5.950 M (+3%) respecto al trimestre previo. En términos interanuales, la expansión de la deuda externa total fue del 16,5%, pero la del Sector Público No Financiero se incrementó un 36,6% en el mismo período, tal como se observa en el gráfico 12.

**GRÁFICO 12. DEUDA EXTERNA POR SECTOR RESIDENTE. US\$ M Y % DEL TOTAL EN 2017**



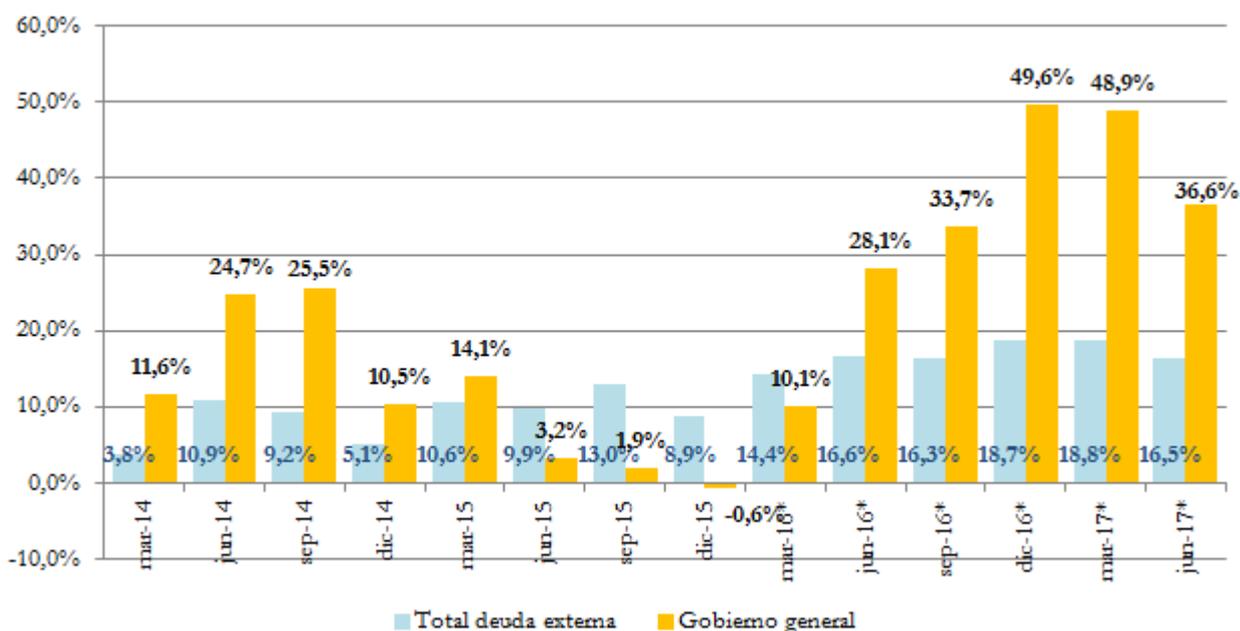
Fuente: elaboración propia en base a Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, INDEC.

Según la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI), “el aumento se debió, principalmente, a las emisiones de deuda del Gobierno general y del BCRA. (...) se registra en los stocks la conclusión del proceso administrativo de cancelación de pasivos involucrados en el acuerdo alcanzado en el segundo trimestre de 2016 (bonos en default); por lo tanto, se han actualizado las cifras de la deuda en títulos del Gobierno general desde ese período”<sup>14</sup>.

Dada la excesiva expansión de la deuda externa tomada por el Gobierno general, a junio de 2017, el 62% del stock acumulado corresponde a este sector, mientras que resto se divide en: 7% al BCRA, 2% a las sociedades captadoras de depósitos y 29% a otros sectores.

Si el punto de referencia es el año 2014, cuando la Posición de Inversión Internacional pasa a ser negativa (Argentina pasa a ser un deudor neto respecto del resto del mundo), se observa un comportamiento disímil entre los sectores público y privado. En el primer trimestre de 2014 la deuda externa del Gobierno en general (Sector Público No Financiero) ascendía al 49% del total del stock (con una participación un 13% por debajo de la que alcanzó al segundo trimestre de 2017). El BCRA, a su vez, totalizaba el 2% (5% por debajo del saldo a junio de 2017), las sociedades captadoras de depósitos representaban un 3% del endeudamiento externo (1% por encima del stock acumulado a junio de este año) y los otros sectores tenían una participación del 46% en 2014 contra el 29% que acumulan a 2017, **lo que indica un fuerte desendeudamiento (-17% del total) del sector privado entre 2014 y 2017.**

**GRÁFICO 13. DEUDA EXTERNA TOTAL Y DE GOBIERNO GENERAL. VAR. % INTERANUAL. 2014-2017**



Fuente: elaboración propia en base a Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, INDEC.

Por otra parte, analizando con más detalle las cifras de la balanza de pagos, se observa que las necesidades de financiamiento externo disminuyeron un 13,8% entre el primer y segundo trimestre de este año, al pasar de un déficit de US\$ 6.897 M a uno de US\$ 5.945 M. **Sin embargo, con relación al mismo trimestre del año anterior, dicho déficit más que se duplicó, pasando de un rojo de US\$ 2.746 M a US\$ 5.945M (+116% i.a.).**

Estos resultados muestran que la deuda externa está aumentando más que las necesidades de cubrir el desbalance de la balanza de pagos, es decir, el exceso de inversión sobre el ahorro. **Detrás de esta dinámica se encuentra, claramente, un creciente déficit fiscal que se financia con captación de deuda con no residentes.**

<sup>14</sup>“Balanza de pagos”, informe de prensa: [https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/bal\\_09\\_17.pdf](https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/bal_09_17.pdf) p.23. En la clasificación de Cuentas Internacionales e entiende por “Gobierno general” al Sector Público No Financiero. No incluye Banco Central ni sociedades captadoras de depósito excepto el BCRA.

---

#### 4. Consideraciones finales

La formación de capital como fuente de crecimiento económico de largo plazo juega un rol fundamental. Sin embargo, si bien es importante analizar el desempeño de la inversión y se debe destacar el esfuerzo de la ampliación de la capacidad productiva, es necesario tener en cuenta que el esfuerzo financiero debe provenir de la economía interna, para evitar los desequilibrios del sector externo.

En la actualidad, en Argentina tanto la inversión como el ahorro respecto al PBI se encuentran en niveles bajos, y la economía parece haber ingresado en un sendero de endeudamiento externo por encima de las necesidades financieras del país, lo que complica la sostenibilidad futura del sector externo.

Un aumento del stock de capital productivo financiado con ahorro del resto del mundo constituye una rápida y atractiva salida para el gobierno, sobre todo en un contexto como el actual, post *default* y con bajas tasas de interés internacional, pero su aumento permanente puede incrementar rápidamente la carga de vencimientos en corto y mediano plazo. Los datos del INDEC indican que a junio de 2017 el saldo bruto de vencimientos de capital e intereses de la deuda externa (pública y privada) era de US\$ 27.818 M (11,2% corresponde al Gobierno general) y a un año es de US\$ 17.924 M (49,6% del Gobierno General).

A más de dos años el total de vencimientos acumulados es de US\$ 155.860 M, de acuerdo al INDEC. Los datos del Ministerio de Hacienda indican que el perfil de vencimientos de la deuda de la Administración Central (tanto externa como interna) no se encuentra, por ahora, fuertemente concentrado en los próximos 10 años, pero esto puede revertirse si el Gobierno opta por aumentar el stock de deuda externa y a plazos cada vez más cortos. **Una dinámica que se puede tornar insostenible si no aumenta rápidamente la tasa de inversión y el crecimiento real del PIB y de las exportaciones netas.**

INDICADORES

Indicador	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17
<b>Indicadores de Actividad</b>														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-1,9%	-3,4%	-4,4%	-1,5%	0,2%	1,6%	-1,9%	1,4%	0,3%	3,4%	4,2%	4,9%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,8%	-0,6%	-0,2%	1,1%	1,9%	0,0%	-1,4%	1,5%	-0,6%	1,0%	0,3%	0,7%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-6,3%	-5,5%	-8,1%	-1,0%	0,2%	-2,8%	-7,4%	0,9%	0,1%	5,1%	4,2%	4,5%	5,6%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,1%	-0,3%	-0,3%	3,0%	2,3%	-0,8%	-2,2%	3,4%	-2,2%	1,3%	-0,3%	0,6%	-0,3%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-4,1%	-8,1%	-7,5%	-1,7%	-1,0%	4,1%	-9,2%	-0,6%	-2,8%	5,1%	4,7%	6,1%	4,9%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,3%	-2,1%	1,4%	1,9%	1,5%	-1,2%	0,2%	-0,5%	0,6%	1,2%	0,4%	2,7%	-0,7%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	0,0%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-12,6%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,0%	0,0%	-8,7%	28,7%	10,7%	8,7%	16,9%	18,8%	18,8%	12,4%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>														
Exportaciones en USD	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	4.252	3.881	4.537	4.829	5.415	5.134	5.241	5.228	n/d
<i>Var. % a/a</i>	12,2%	-2,8%	-6,3%	20,8%	33,9%	9,7%	-6,3%	2,6%	2,2%	1,3%	-2,5%	5,5%	-9,2%	n/d
Importaciones en USD	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	4.340	3.939	5.468	4.973	6.057	5.898	6.039	6.311	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	7,1%	-2,4%	15,9%	12,4%	23,5%	14,9%	29,9%	24,9%	n/d
Saldo Comercial en USD	705	361	-114	115	65	-88	-58	-931	-144	-642	-764	-798	-1.083	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	199,6	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	204,7	198,6	193,6	195,5	195,4	205,6	196,3	198,1
<i>Var. % a/a</i>	-2,5%	2,1%	1,0%	6,4%	8,4%	13,2%	12,9%	7,0%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%

Indicador	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17
<b>Precios</b>														
<b>IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m</b>						1,6%	2,1%	2,4%	2,7%	1,4%	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>						1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%
<b>IPC GBA (INDEC) Var. % m/m</b>	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%	1,8%	2,3%	1,6%	1,5%	1,8%	1,5%	1,8%
<b>IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a</b>	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%	33,4%	27,3%	25,2%	23,4%	22,9%	25,1%	25,1%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%	2,4%	2,1%	1,8%	1,3%	2,1%	1,5%	1,6%
<b>IPCBA (CABA) Var. % a/a</b>	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%
<b>Indicadores Fiscales</b>														
<b>Ingresos Totales Var. % a/a</b>	28,2%	28,5%	23,8%	48,8%	99,2%	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	24,3%	28,3%	30,5%	n/d
<b>Gastos Primarios Var. % a/a</b>	38,3%	36,7%	51,5%	33,0%	85,4%	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	25,6%	22,9%	17,4%	n/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>														
<i>Mediana</i>	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	21,0	20,7	20,0
<i>Mediu</i>	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	28,3	27,9	25,1
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>														
<i>Índice</i>	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	44,5	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0	42,5	47,6	51,0
<i>Var. % m/m</i>	-6,6%	1,6%	6,3%	-4,5%	2,3%	-1,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%
<i>Var. % a/a</i>	-25,0%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	-19,0%	-17,6%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,7%	19,8%