

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 167 - Año 18 – 20 de noviembre de 2018

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

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El dólar registró desde octubre su primera baja sostenida en meses, tendiendo a estabilizarse en torno del “piso” de la banda cambiaria (\$36 - \$37).

LO QUE HAY QUE SABER

Tasas de interés en baja, pero siguen muy altas. Las tasas de interés iniciaron un gradual descenso. Sin embargo, las interbancarias y las activas en pesos se mantienen en niveles extremadamente altos para la inflación esperada por el mercado. El impacto recesivo recién se podría revertir hacia mediados de 2019. Hasta entonces el actual escenario de estanflación se mantendrá sin cambios significativos.

Indicadores de recesión: En septiembre la actividad industrial cayó 11,5% i.a., la peor baja en 16 años. Los indicadores de inversión y consumo se encuentran en un sendero de caída que continuaría, al menos, hasta los primeros meses del año próximo.

Restricción externa: El gobierno tiene como meta el déficit fiscal primario cero para 2019, pero los vencimientos de la deuda pública ascenderán a 3,6% del PBI. Su financiamiento sin tomar deuda exige un saldo positivo de la cuenta corriente de balanza de pagos. Sin embargo, oficialmente se proyecta un déficit de cuenta corriente de 1,6 % del PBI para 2019.

El mundo va a crecer menos: En EE.UU. el Congreso ha quedado dividido, lo que limitará el margen de maniobra del Presidente Trump. A su vez, la Fed mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios, pero mantiene su plan de futuras subas de la tasa. Esto, sumado a la desaceleración de China y de la Eurozona anticipa para 2019 una baja del crecimiento del PIB mundial.

Bolsonaro, ¿cambiará a Brasil?: La política económica del presidente electo Bolsonaro sería de mayor apertura comercial con más acuerdos bilaterales y menos Mercosur. Priorizará la reducción del gasto para bajar el déficit fiscal e intentará aplicar una reforma drástica del sistema previsional.

LO QUE VIENE

Cumbre del G20. Los mandatarios de 19 países más la Unión Europea se reúnen en Buenos Aires para discutir políticas globales con relación a los mercados laborales, la infraestructura para el desarrollo, políticas alimentarias y la eliminación de la discriminación y de la violencia de género.

Salarios. Comienza la discusión de acuerdos salariales en un contexto tensionado. Se esperan reclamos de incrementos nominales en torno del 40%, lo cual aumenta las dudas sobre el futuro sendero de la inflación.

LEBAC: Se espera para el próximo mes el rescate final de las LEBAC, lo que podría marcar el inicio de la efectiva corrección del déficit cuasifiscal del BCRA.

Dow Jones volátil: En los mercados financieros se esperan bajas accionarias en las próximas jornadas. Se espera para 2019 una desaceleración del crecimiento en EE.UU., por la guerra comercial con China, subas de tasas de la Reserva Federal, y la disminución del impacto de las rebajas de impuestos.

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

PANORAMA DE ARGENTINA

LAS TASAS EMPEZARON A BAJAR, PERO LAS DUDAS PERSISTEN

Héctor Rubini

El tipo de cambio y las tasas de interés iniciaron un gradual descenso. Sin embargo, las tasas interbancarias y las tasas activas en pesos se mantienen en niveles extremadamente altos. El impacto recesivo recién se podría revertir hacia mediados de 2019. Hasta entonces el actual escenario de estanflación se mantendrá sin cambios significativos.

a. Calma transitoria, pero calma al fin.

El nuevo régimen cambiario tuvo un debut más auspicioso que lo esperado. En las últimas dos semanas de octubre se acentuó la baja del tipo de cambio y al cierre de este informe el dólar cotizaba sobre el piso de la banda cambiaria oficial, en torno de \$36,07. La suba de tasas de interés y el fuerte desembolso del FMI (U\$S 5.619 M el pasado 30 de octubre) superó los desembolsos del Tesoro de las primeras dos semanas de este mes (U\$S 1.373 M), pero no se observaron fugas ni tampoco ingresos significativos de divisas.

La calma del tipo de cambio no ha sido suficiente, sin embargo, para estabilizar la demanda de pesos. Hasta el 14 de noviembre, los depósitos del sector privado en dólares aumentaron este mes por U\$S 303 M, mientras que las colocaciones en pesos cayeron por \$ 36.439 M. La falta de liquidez con alta inflación mostró un aumento de la cantidad demandada, junto a un aumento de depósitos a plazo fijo atraídos por las crecientes tasas de interés en pesos. Sin embargo, no ha desaparecido el exceso de demanda de fondos para cancelar obligaciones y afrontar mayores gastos. **Los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorros en pesos del sector privado registraron una caída de \$ 58.894 M en los primeros 14 días de noviembre, pero la misma no fue compensada por el aumento en depósitos a plazo fijo, incluyendo los ajustables por UVA: \$ 25.294 M.**

La restricción de liquidez sigue siendo muy severa para el sector privado. Por primera vez desde el primer bimestre de 2016 se observa una caída del stock promedio de préstamos en pesos en octubre y en la primera quincena de este mes. **Las bajas acumuladas han sido de \$17.242 M para los créditos en pesos y de U\$S 660 M para los préstamos en dólares.** Los saldos promedio de créditos bancarios al sector privado en pesos (adelantos en cuenta corriente y descuento de documentos) en ese período cayeron \$19.422 M y \$24.775 M, respectivamente, mientras que las deudas del sector privado por financiamiento con tarjetas de crédito registraron un incremento de \$ 26.532 M en las primeras dos semanas de este mes.

La esperanza de las autoridades radica en que la contracción del crédito y las altas tasas de interés permitirían controlar la inflación, iniciando un proceso de baja gradual pero permanente. Sin embargo, la caída de la demanda, y el derrumbe de la actividad económica¹, empiezan a percibirse como un fenómeno permanente, no transitorio. Si bien el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA (REM-BCRA) acusó un descenso en la inflación esperada hasta el inicio del 2° semestre del próximo año, todavía prevalecen varias dudas. **Las recientes subas del tipo de cambio, tarifas públicas, combustibles y otros precios regulados se siguen trasladando a los precios al consumidor, y no se descartan nuevas subas de tarifas, combustibles y precios regulados, al menos hasta el final del primer semestre de 2019.** Más aún, mientras caía el tipo de cambio nominal y el precio del petróleo no dejaron de autorizarse subas de precios de los combustibles, hasta algunas mínimas bajas en la última semana y media.

La esperanza del BCRA y del FMI es la de lograr una desinflación rápida y permanente, a la que se sumaría en el 2° semestre de 2019 una reactivación impulsada por la cosecha gruesa, que no pocos observadores la perciben como muy auspiciosa. Sin embargo, el cambio climático sigue provocando daños (como las recientes heladas tardías seguidas de fuertes lluvias y anegamientos en varias provincias). **Mientras tanto, al cierre de este informe el BCRA licitó LEBAC a 28 días por última vez (\$40.000 M) a una tasa de 50% anual, 7 puntos menos que un mes atrás.** El vencimiento era de \$160.500 M, de modo que se liberó una emisión monetaria de \$120.500 M que mañana será parcialmente absorbida por el BCRA vía emisión de LELIQ. El resto tratará de ser captado por Hacienda vía emisión de Letras del Tesoro Capitalizables a 90 días y Letras en Pesos Ajustables por CER también a 90 días.

¹ Ver art. de G. Martín en este IEM.

b. El lado fiscal de la poscrisis

Mirando hacia el largo plazo, se impone ahora sostener la estrategia de desdolarización de expectativas y de carteras. Esto requiere una rápida reactivación económica, que podría insinuarse hacia febrero-marzo, pero que recién se consolidaría hacia el segundo semestre del año. **Los más optimistas perciben una inflación por debajo de 2% mensual. Algo que no ha sido posible en años “normales” o al menos libres de crisis cambiarias, ni de sus ajustes posteriores.**

La salida de la estanflación requiere, sin embargo, corregir los desequilibrios fundamentales (déficit fiscal y déficit de cuenta corriente de balanza de pagos). El programa con el FMI en ese sentido significa el abandono de la complacencia fiscal de 2007-2018 y tiene como pilar básico la reversión del déficit fiscal primario, al menos. El proyecto de Presupuesto 2019 fue elaborado en línea con los acuerdos firmados con el FMI (versión original de junio y versión revisada de octubre). Trabajosamente, el oficialismo logró aprobar en el Senado un proyecto de Ley que luego, con pequeños cambios fue aprobado en la Cámara de Diputados². En términos de PIB, el acuerdo con el FMI apunta a un déficit primario igual a cero en 2019, según las siguientes metas de ajuste de ingresos y gastos:

CUADRO 1. AJUSTE FISCAL 2019: METAS ACORDADAS CON EL FMI

	% sobre Producto Bruto Interno	
Déficit primario estimado (FMI) para 2018:	2,7%	
Instrumentos para su reducción a cero en 2019	% sobre ajuste total	
Cambio en los ingresos:	1,2%	44,4%
Aumento retenciones a las exportaciones	1,2%	
Venta de activos del FGS-ANSES	0,4%	
Reducción en reintegros a las exportaciones	0,1%	
Incremento Impuesto a los Bienes Personales	0,1%	
Eliminación de exenciones al Impuesto a las Ganancias (personas físicas)	0,1%	
Impuesto a las Ganancias: eliminación de pagos no remunerativos y eliminación de la exención a las cooperativas para del pago de este impuesto.	0,1%	
Caída de ingresos por la reforma tributaria de 2017	-0,4%	
Devolución a los gobiernos provinciales de 3 puntos de la masa coparticipable y Pacto Fiscal 2017	-0,4%	
Cambio en los gastos:	-1,5%	55,6%
Transferencia a las provincias del gasto por subsidios al transporte público interprovincial y del gasto por financiamiento de la tarifa eléctrica social	-0,4%	
Reducción del gasto en capital del Gobierno Nacional	-0,4%	
Reducción en otras transferencias discrecionales a las provincias	-0,2%	
Eliminación del Fondo Federal Solidario	-0,2%	
Reducción de subsidios a la energía	-0,2%	
Reducción en otros gastos primarios corrientes	-0,2%	
Congelamiento del gasto público en personal y reducción de 5% (real) en bienes y servicios	-0,2%	
Aumento de jubilaciones y pensiones	0,3%	

Fuente: IMF Country Report No. 18/297. International Monetary Fund. Washington DC.

En términos absolutos, el objetivo es una reducción de gastos por \$ 400.000 M, pero las provincias deben ajustar su gasto por otros \$ 100.000 M. En términos de pérdida de transferencias y otros recursos, las provincias que más pierden fondos por esta nueva Ley, serían las de Buenos Aires (\$ 37.000 M)³, Ciudad de Buenos Aires (\$ 30.000 M), Córdoba (\$ 8.000 M)⁴ y Santa Fe (\$ 7.500 M)⁵. Las menos afectadas serían Tierra del Fuego, Santa Cruz, Chubut y La Pampa.

² La aprobación significó un éxito político de Cambiemos, pero la alegría se vio opacada cuando en la votación por los consejeros de la Cámara de Diputados en el Consejo de la Magistratura, la unión de distintos bloques peronistas permitió a estos ubicar dos consejeros, y Cambiemos sólo uno, no pudiendo renovar el mandato en dicho organismo del diputado de la Unión Cívica Radical, Mario Negri.

³ 20% de ese total por pérdida de ingresos del Fondo Federal Solidario (FFS), o “Fondo Sojero”.

⁴ Sobre este total, 39% sería por pérdida de transferencias recibidas desde el FFS.

⁵ El 41% de esa suma obedece a la pérdida de ingresos provenientes del FFS.

El ajuste para 2019 no parece a priori imposible, enfría la demanda agregada, profundizando la recesión ya en curso. Sin embargo, aun cuando las autoridades que pocas semanas atrás calificaban a la presión tributaria actual como “insostenible”, un nuevo decreto, junto a la Ley de Presupuesto efectivamente aprobada en el Congreso sugieren que la carga del ajuste pasará más por un aumento de la presión fiscal que en la baja de gastos:

- a. **El Decreto 924/2018 del 23/10/18** creó el Organismo Federal de Valuaciones, en el ámbito del Ministerio del Interior. El nuevo ente se encargará de reevaluar los inmuebles de todo el país, y actualizar las bases imponibles, a efectos de aumentar la recaudación del Impuesto a los Bienes Personales.
- b. **El Decreto 976/2018 del 01/11/18** grava con Impuesto a las Ganancias las indemnizaciones a personal gerencial despedido, y que hayan ocupado un cargo de tal jerarquía durante al menos un año antes de su desvinculación y cuyo salario bruto supere en 15 veces el Salario Mínimo Vital y Movil. A valores de hoy, esto se aplica a quienes ganan como sueldo bruto \$160.500 mensuales.
- c. Dicho Decreto **extiende el Impuesto a las Ganancias** (con alícuota de 15%) a la renta de capital (diferencia entre precio de venta y compra, actualizada) por la venta de inmuebles, sustituyendo al Impuesto a la Transferencia de Inmuebles que aplicaba una alícuota de 1,5% a cada compraventa.
- d. **La Ley de Presupuesto 2019** cambia la frecuencia de actualización de vehículos registrables: pasa de ser anual a trimestral, a efectos de calcular la base imponible para Impuestos Internos.
- e. La misma establece el gravamen a la exportación de servicios, prestados en el país, pero explotados o usufructuados en el exterior. **La alícuota de la retención no podrá exceder el 30% de su precio FOB.**
- f. Por la Adenda al Consenso Fiscal 2018 los gobierno nacional y provinciales, salvo los de Formosa, San Luis, Santa Cruz, La Pampa y Santa Fe, acordaron derogar la exención del impuesto a las Ganancias a los ingresos de los empleados públicos, y un aumento del gasto público por encima de los topes previos de dicho Consenso Fiscal.
- g. Se introdujo en la Ley de Presupuesto, en línea con lo acordado con el FMI, una contribución de 3% sobre el capital de las cooperativas y mutuales de ahorro, de crédito y/o financieras y de seguros y/o reaseguros.

El paquete se propone cerrar el “rojo” primario, pero apunta a reducir la demanda agregada, con elevadas tasas de interés. La baja gradual que estas últimas registran en el mercado interbancario no impactan por ahora en las tasas activas que enfrentan empresas e individuos. A su vez, **el Decreto 1043/2018 del 12/11/2018 dispuso el pago obligatorio de un “bono” de \$5.000 para trabajadores, a ser abonado en dos cuotas (diciembre y febrero próximos).** Por un lado, es un aliciente transitorio para los trabajadores de más bajos salarios. Pero su efecto es un paliativo insignificante frente a una inflación que este año cerrará en torno de 48%-50%. Por otro lado, **su pago complica la situación, ya difícil, de pequeñas y medianas empresas con problemas severos de liquidez, o ya al borde del concurso preventivo.** El Decreto establece además un procedimiento de negociación previo a los despidos sin causa.

Si a esto se suma el aumento de la presión fiscal de no pocas provincias y de la Ciudad de Buenos Aires, no es factible ninguna mejora en la actividad y en las perspectivas laborales al menos hasta bien entrado el segundo trimestre del próximo año. Mientras tanto, y frente a la aceleración inflacionaria, habrá que asistir a un recrudecimiento de reclamos de aumentos salariales no inferiores al 40%. Fruto de la pérdida efectiva del control de la inflación durante la pasada crisis cambiaria, pero también de no haberse adoptado en no pocos casos (por ejemplo, docentes bonaerenses) la aplicación de cláusulas gatillo y otros mecanismos para cerrar por etapas paritarias laborales.

La intención de las autoridades es la de compensar el sesgo inequívocamente recesivo, pero no es la única. El Decreto 1049/2018 del 14/11/18 permite a las empresas petroleras con explotación en Tierra del Fuego, beneficiarse con rebajas impositivas aduaneras que habían perdido por otro decreto de 2012. La AFIP emitió ese día además la Res. Gral. 4334 que permite compensar saldos a favor de impuestos con otros gravámenes internos. Previamente, el 31/10/18 se promulgó el Decreto 973/2018 que eliminó cuatro posiciones arancelarias de la lista de posiciones con arancel cero en un decreto anterior (864/2018), luego de un duro reclamo también del gobierno de Tierra del Fuego. Otros cambios negociados en el Congreso fueron los siguientes:

- a) Se mantuvo el plus por zona desfavorable para jubilados, pensionados y beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo de la Patagonia
- b) Se mantuvo la exención al pago de Impuesto a las Ganancias para viáticos y gastos de representación,
- c) Se cerró otro Consenso Fiscal que habilita a las provincias a postergar la reducción del Impuesto a los Sellos.
- d) Se creó un fondo compensador para el recorte de los subsidios al transporte.
- e) Se eliminó del proyecto original el artículo 53 que modificaba la Ley de Administración Financiera, para permitir reestructuraciones de la deuda pública atendiendo “a las condiciones imperantes del mercado”.

- f) Aumentó el mínimo no imponible del Impuesto a los Bienes Personales, fijándose escalas progresivas, eximiendo las viviendas utilizadas como “casa habitación” siempre que su valuación fiscal no supere los \$ 18 M (U\$S 475.000).

Finalmente, cabe observar que el aumento del endeudamiento bajo estas condiciones genera no pocas dudas en los mercados financieros. Esto se ha visto reflejado en las últimas semanas en la rigidez a la baja del riesgo país, y en el reciente **descenso de las calificaciones de Standard & Poor’s** para el riesgo soberano argentino y también para el riesgo de transferencia⁶. Como contrapartida, el riesgo país (EMBI+ de JP Morgan), luego de perforar el “piso” psicológico de 600 p.b el pasado 7 de noviembre, en poco más de una semana ha subido **hasta superar esta semana los 670 p.b.** Es claro, entonces, que **el acuerdo con el FMI no despeja las dudas sobre la capacidad de pago del Gobierno argentino.** Y también sobre si la administración que asuma en diciembre de 2019 seguirá un rumbo en línea **con alguna agenda razonable de crecimiento y el desarrollo económico, o si optará por un populismo inconducente como el de Venezuela.**

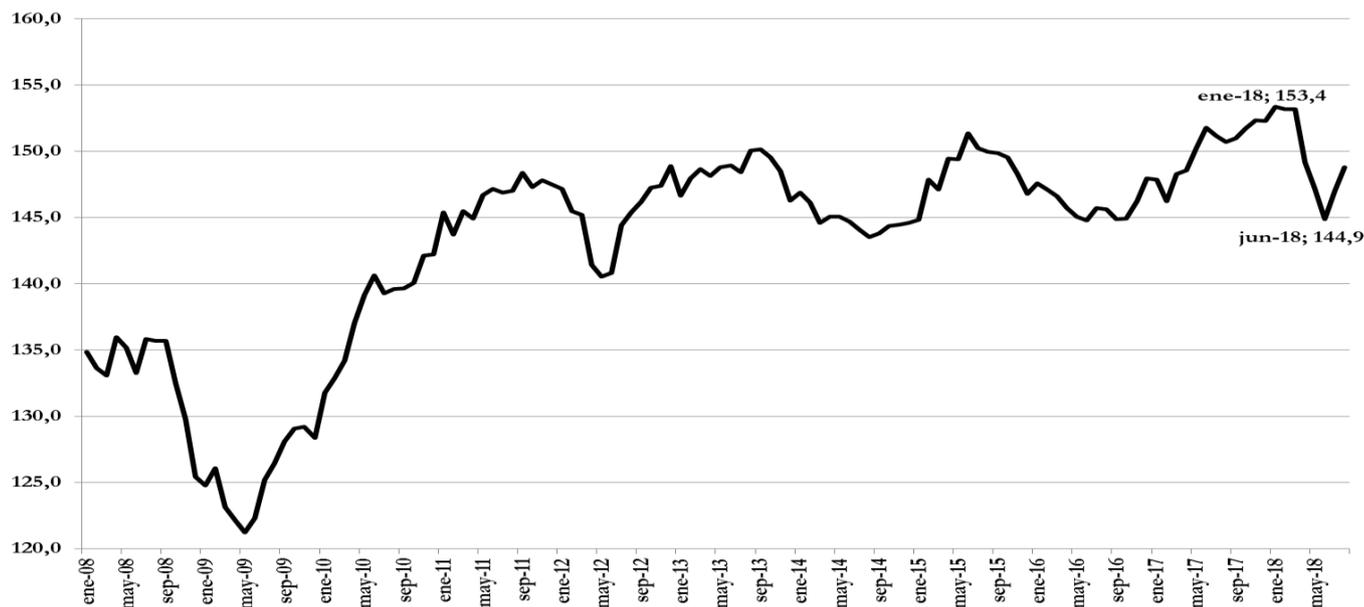
ARITMÉTICA REAL INCÓMODA

Gustavo Martín

En septiembre la actividad industrial cayó 11,5% i.a., la peor baja en 16 años. Los indicadores de inversión y consumo se encuentran en un sendero de caída que se mantendrá, al menos, hasta los primeros meses del año próximo.

En referencia al crecimiento económico de este año, en junio el ministro Dujovne afirmó que *“se definió [un crecimiento] del 0,4% con respecto a los números fiscales, para ser más conservadores, pero lo más probable para nosotros es un crecimiento del 1,4%”*.⁷ Ese mismo mes, la actividad caía 1,5% respecto del mes anterior, 6,8% interanual y 4,9% desde diciembre del año pasado:

GRÁFICO 1: ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

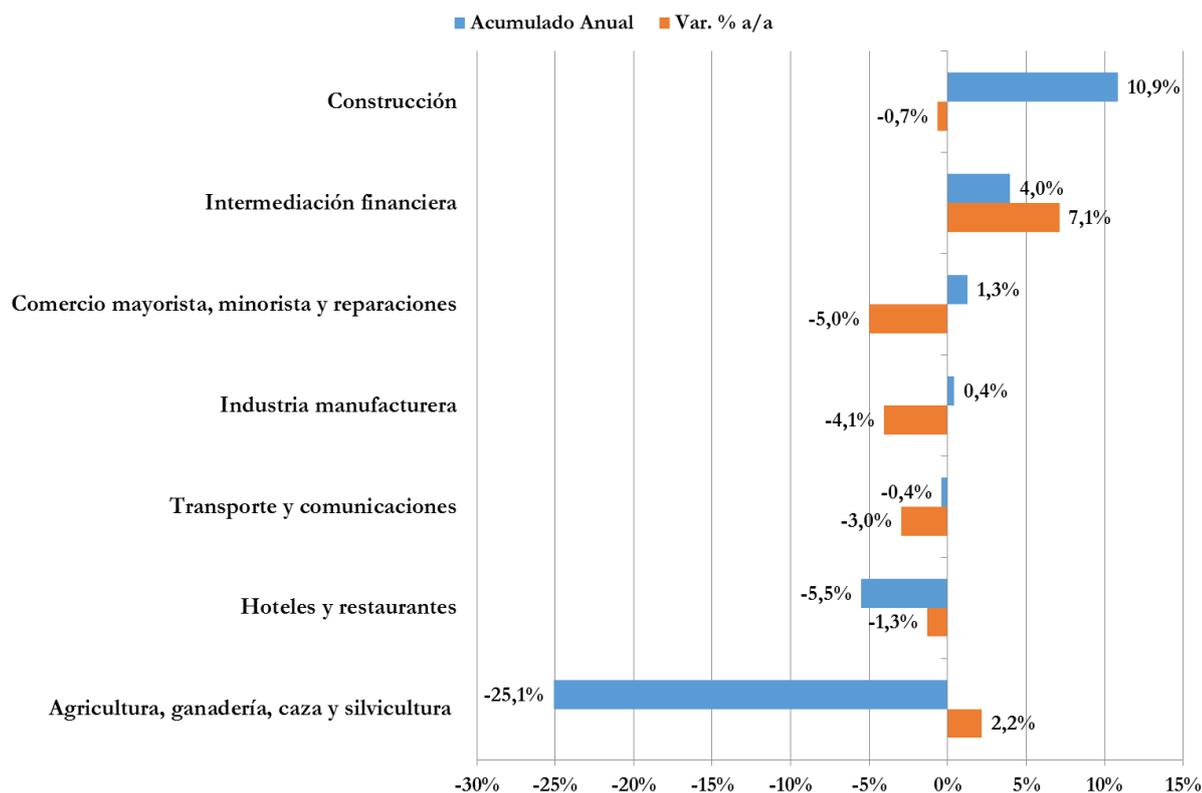
Por un lado, los rubros que más pesan en la actividad económica, arrojan información mixta. De estos, únicamente intermediación financiera y agricultura y ganadería crecen en términos interanuales. El primero por una cuestión de

⁶ A menor calificación por este último riesgo, mayor probabilidad asignada a la aplicación de futuros controles de cambios y a la transferencia de fondos al/desde el exterior.

⁷ <http://www.ambito.com/923854-dujovne-pronostico-que-el-crecimiento-economico-de-2018-se-ubicara-entre-04-y-14>

márgenes financieros por las altas tasas (aumento de depósitos a plazo mayormente), no es que el sector bancario se encuentre en franca expansión y/o estudiando la apertura de sucursales o ampliaciones del crédito. El segundo, se recupera de una de las peores sequías de este siglo no obstante lo hace a paso lento (2,2% interanual). Asimismo, en el acumulado del año se observa que excepto la intermediación financiera, aquellos rubros que mostraron crecimiento desde diciembre de 2017 muestran desaceleración (registrada por las variaciones interanuales negativas). Cabe destacar que el sector de agricultura y ganadería acumula una caída de 25,1%. A su vez, el Comercio cayó 5% interanual, aunque el promedio enero-agosto de este año respecto del mismo período del año pasado no registró variación. Ello implica que el consumo está en retracción.

GRÁFICO 2: ACTIVIDAD POR RUBROS RELEVANTES AGOSTO 2018



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Por otro lado, los datos de coyuntura adicionales de los últimos tres meses muestran una que la recesión continuará al menos durante un tiempo más. Por caso, los indicadores de actividad siguen en terreno negativo. Si bien la producción de autos disminuyó considerablemente su ritmo de caída, el 11,8% de desplome interanual en octubre resulta todavía significativo. Asimismo, los otros indicadores de industria a septiembre empeoran respecto de agosto.

En lo que se refiere al sector de la construcción, el derrumbe es evidente el ISAC cae 4,2% interanual mientras que el indicador del Grupo Construya continúa cayendo mes a mes y se derrumba 14,4% con respecto al año pasado. Al mismo tiempo, los despachos de cemento muestran que el ritmo de caída interanual se mantiene, y la volatilidad aumenta mes tras mes.

En lo que se refiere a la inversión, que debería adelantar a la actividad económica en el ciclo, los datos proxy a septiembre muestran fuertes caídas en las importaciones de bienes de capital y de piezas y accesorios para estos. Cabe destacar las fuertes caídas en las cantidades importadas en ambos rubros de 40 y 28% respectivamente que son, asimismo, más del doble de la caída en agosto. Ello implica que el sector productivo aún no se encuentra con la confianza suficiente para hundir capital en vistas de alguna mejora en el corto plazo.

CUADRO 2: INDICADORES DE COYUNTURA SELECCIONADOS

	Ago-18	Sep-18	Oct-18
Indicadores de Actividad			
Producción de autos O Km (ADEFAs) Var. % a/a	9,0%	-20,6%	-11,8%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-6,7%	-8,7%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-1,7%	0,0%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-5,6%	-11,5%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	0,1%	-4,2%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-12,0%	-14,4%	n/d
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-6,7%	-1,1%	n/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	0,1%	-9,9%	-8,9%
<i>Var. % m/m</i>	17,4%	-9,1%	3,2%
Indicadores de Inversión			
Importaciones de Bs. De Capital USD var % a/a	-24,9%	-42,3%	n/d
<i>Cantidades Var. % a/a</i>	-15,7%	-40,0%	n/d
Importaciones de Piezas y Accesorios USD var % a/a	-9,4%	-23,8%	n/d
<i>Cantidades Var. % a/a</i>	-11,4%	-28,0%	n/d
Indicadores de Consumo			
Venta de autos O Km (ADEFAs) Var. % a/a	-31,9%	-44,1%	-50,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	12,0%	-18,4%	-12,7%
Confianza del Consumidor (UTDT)	36,25	33,70	32,64
<i>Var. % m/m</i>	0,0%	-7,0%	-3,1%
<i>Var. % a/a</i>	-23,9%	-34,0%	-36,1%
Importaciones de Bs. De Consumo USD var % a/a	-4,0%	-27,5%	n/d
<i>Cantidades Var. % a/a</i>	2,3%	-25,0%	n/d

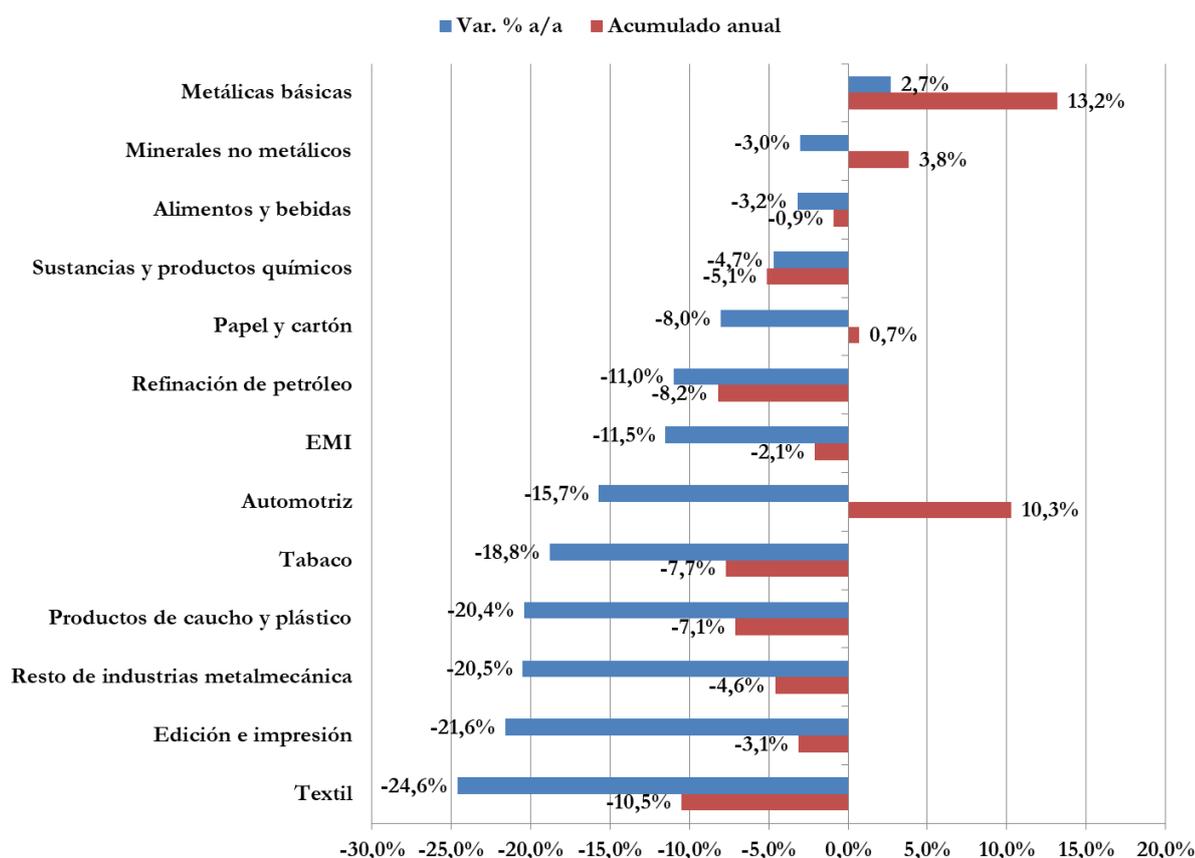
Fuente: elaboración propia en base a ADEFAs, FIEL, INDEC, Grupo Construya, AFCP, UTDT

Por el lado de los indicadores de consumo, también se observa un empeoramiento de las condiciones. Las ventas de autos a concesionarios se desplomaron un 50% interanual en octubre, nótese que la tasa de caída se incrementa con los meses, ello es indicio de una fuerte retracción del consumo en durables y, siendo que este indicador se recupera luego de la producción en el ciclo económico, resulta un fuerte indicio que la recesión todavía persistirá unos meses más.

La industria se derrumbó 11,5% interanual en septiembre (el peor dato en 16 años) según el INDEC y 8,7% para FIEL en el mismo período. Asimismo, en el período de enero a septiembre cae 2,1% interanual para el INDEC y 1,7% para la consultora privada.

Es notable el pobre desempeño que tuvo la industria a lo largo del año, donde excepto por las industrias metálicas básicas y en alguna medida la automotriz, todas cayeron tanto en la variación interanual como en el acumulado del año respecto del mismo período del año pasado. De esta manera, **no se observan indicios de que la recesión en el sector industrial vaya a terminar pronto**. Por el contrario, los datos resultan cada vez más negativos, y no es indicadores que sugieran que la actividad económica haya mejorado en septiembre u octubre.

GRÁFICO 3: INDUSTRIA POR SECTOR SEPTIEMBRE 2018



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Los datos indican que es muy difícil concebir el fin de la recesión por dos meses seguidos de crecimiento en el indicador de actividad económica (EMAE). Para lograr recuperar el máximo alcanzado en enero de este año, la actividad debe recuperar un 3,1% (en términos desestacionalizados) desde el dato de agosto, lo que equivale a crecer 0,8% todos los meses durante el resto del año. Si bien un 0,8% mensual no resulta un número imposible de lograr, los otros datos de coyuntura presentados, no parecen encontrarse en línea con el mismo. Es más, resulta más probable que septiembre haya sido un mes de estancamiento lo mismo que octubre lo que lleva a pensar que **en el año la actividad económica podría caer entre 1,4 y 1,8%**.

SECTOR PÚBLICO: MÁS ALLÁ DEL RESULTADO PRIMARIO

Eliana Scialabba

El gobierno tiene como meta el déficit fiscal primario cero para 2019, pero los vencimientos de la deuda pública ascenderán a 3,6% del PBI. Su financiamiento sin nueva deuda exige un saldo positivo de la cuenta corriente de balanza de pagos, pero este se proyecta para 2019 con un déficit de 1,6 % del PBI.

1. Contexto

El 26 de octubre el Directorio Ejecutivo del FMI llevó a cabo la primera revisión del desempeño económico de Argentina, en virtud del Acuerdo de Stand-By aprobado el 20 de junio. En esta revisión el FMI amplió el préstamo a aproximadamente US\$ 56.300 M (+ US\$ 6.300 adicionales a los negociados inicialmente) los cuales, de acuerdo a las autoridades del Ministerio de Hacienda, serán utilizados como apoyo presupuestario.

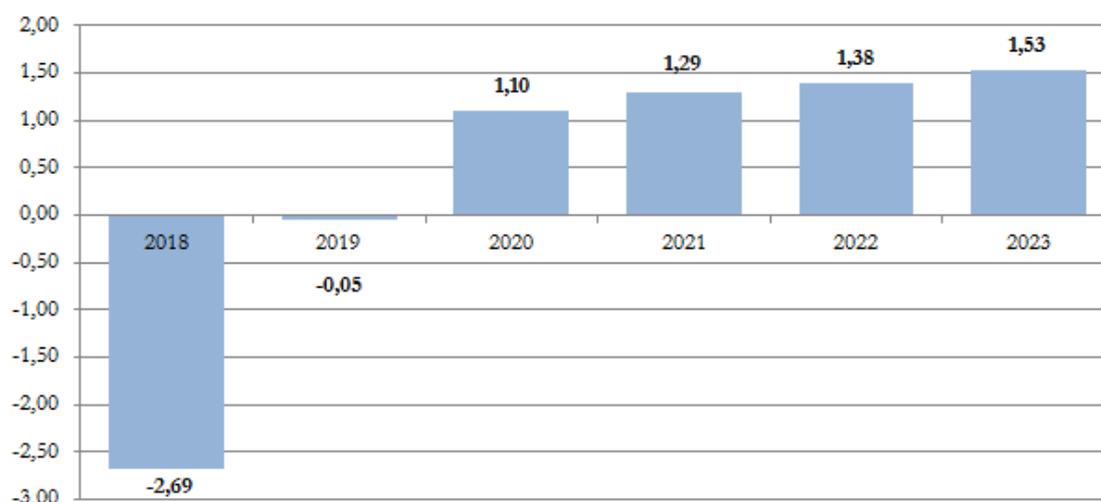
A cambio de este acuerdo, en el plano fiscal el gobierno se comprometió a reducir el déficit, alcanzando el equilibrio del sector público en 2019 y lograr un excedente a partir de 2020. Para ello, la Ley de Presupuesto 2019 contiene la

generalización de impuestos a las exportaciones, alzas de impuestos a la riqueza, reducción de subsidios y recortes de gasto de capital.

2. Sector público y deuda

Si bien el gobierno planea “sanear” las cuentas fiscales, el cálculo sólo considera sobre el resultado primario, es decir, antes del pago de intereses de la deuda pública. Según el último informe del *World Economic Outlook* (WEO) publicado por el FMI en octubre, recién para 2020 el organismo internacional estima un superávit primario de 1,1% del PBI, insuficiente para hacer frente a la carga a los intereses de la deuda contraída durante los últimos años.

GRÁFICO 4. RESULTADO PRIMARIO – COMO % DEL PBI



Fuente: elaboración en base a WEO, FMI (octubre de 2018)

Además, el reporte del FMI de fines de octubre para Argentina⁸ observa que los indicadores de carga de deuda han empeorado desde la solicitud del préstamo en junio y espera que a fines de 2018 la deuda pública ascienda al 81,2% del PBI, concentrada en deuda en moneda extranjera (63% del PBI) y tenedores domésticos (46% del PBI).

CUADRO 3. STOCK DE DEUDA PÚBLICA – POR MONEDA Y RESIDENCIA: COMO % DEL PBI

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deuda pública	81,2	72,2	67,0	63,7	60,5	59,3
Por moneda						
Local	18,2	15,3	14,7	17,0	20,2	25,0
Extranjera	63,0	57,0	52,3	46,7	40,3	34,3
Por residencia						
Externos	35,2	34,0	33,3	32,6	31,7	31,8
Domésticos	46,0	38,2	33,7	31,1	28,8	27,5

Fuente: Ministerio de Economía y FMI

A partir de allí, prevé una reducción de la carga del endeudamiento sobre el producto, ubicándola en 2023 en el 59,3% del PBI como resultado la implementación del programa de estabilización y las estimaciones para el tipo de cambio real y el crecimiento del PBI. También estima una reducción de la deuda nominada en moneda extranjera, pasando casi a la mitad en términos del PBI entre 2018 y 2023 (63% y 34,3%, respectivamente) y un incremento del stock de deuda en moneda local (18,2% a 25% del PBI entre 2018 y 2023). Asimismo, la deuda en manos de tenedores externos se reducirá

⁸ IMF Country Report No. 18/297, October 2018.

levemente, y la fuerte reducción del endeudamiento provendrá de las menores tenencias domésticas (del 46% al 27,5% del PBI entre 2018 y 2023).

En tanto, el FMI estima que el próximo año los intereses de deuda pública ascenderán a US\$ 6.793 M y las amortizaciones a US\$ 15.012 M. Según la Ley de Presupuesto 2019, **se deberán refinanciar US\$ 20.100 M y el resto (US\$ 1.705 M) requerirá nuevas emisiones de deuda.**

3. Sector externo

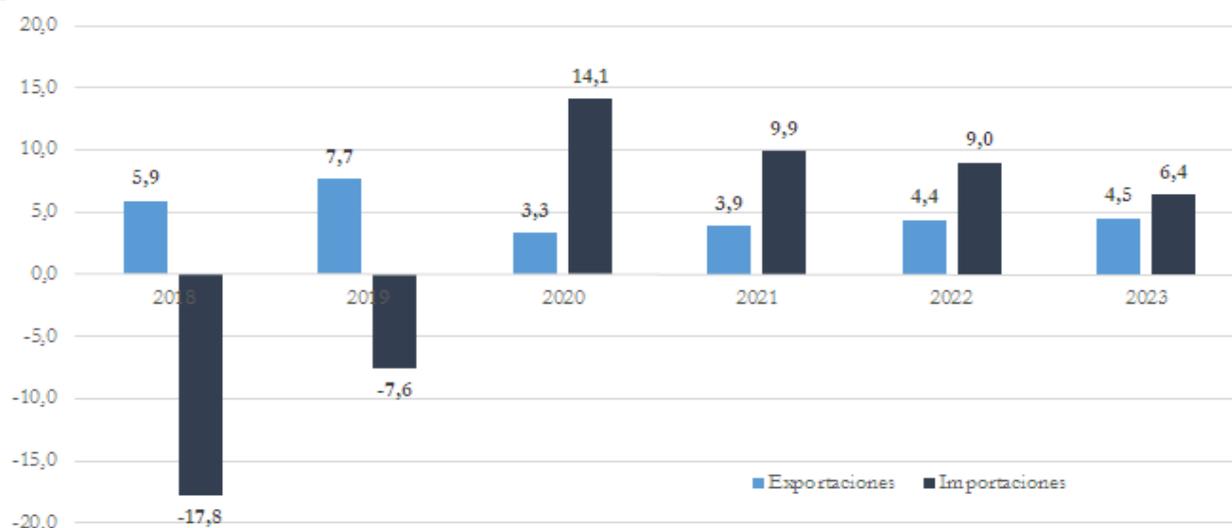
La depreciación del 35,6% de la moneda doméstica desde el mes de junio debería dar un “respiro” al sector externo. Sin embargo, hay varios puntos a analizar a fin de tener una idea más completa de la dinámica de las operaciones con el resto del mundo de aquí en adelante:

- a) **Tipo de cambio real:** el tipo de cambio nominal “rozó” los \$42 a fines de septiembre, para estabilizarse a mediados de noviembre en torno a los \$36. Sin embargo, la abrupta suba del tipo de cambio se trasladó a precios, incrementándose los precios al consumidor de septiembre un 6,5% mensual y estimándose una inflación anual de entre el 45% y 50% para todo 2018.
En la medida que el tipo de cambio se mantenga en los niveles actuales, con la inflación continuando su trayectoria ascendente, el tipo de cambio real comenzará nuevamente a apreciarse. Según las proyecciones del FMI, de acuerdo a la dinámica estimada para el nivel general de precios y el tipo de cambio nominal, para finales de 2020 el tipo de cambio real acumulará una apreciación del 20%.
- b) **Impuestos de las exportaciones:** las ganancias derivadas de la devaluación serán inevitablemente licuadas por la reincorporación de los derechos de exportación.
- c) **Términos del intercambio:** además de las variables internas, debe analizarse la evolución de los precios de los productos transables (exportables e importables), ya que pueden originar shocks de términos de intercambio por la variación de precios.
De acuerdo al WEO del FMI, los precios de la energía se incrementaron un 11,1% entre abril y octubre, debido al colapso de la producción en Venezuela, los cortes inesperados en Canadá y Libia y las expectativas de menores exportaciones iraníes luego de las sanciones de los Estados Unidos; mientras que los precios de los alimentos se redujeron un 6,4% en el mismo período, reflejando las tensiones comerciales (los precios de la soja cayeron debido a los aranceles impuestos por China a los Estados Unidos).
Para el organismo internacional, los precios internacionales se mantendrán estables: estima que entre 2018 y 2023 los términos del intercambio declinen, en promedio un 0,4%, con una mejora de 1,1% en el año 2018 y un empeoramiento del 1,5% en 2019.

Por todo esto, sumados a otros factores de incidencia algo menor, FMI estima que la economía argentina cerrará 2018 con una caída de sus importaciones debido a la devaluación, la sequía de los primeros meses del año, y contracción del nivel de actividad, lo que le permitirá reducir su “rojo” comercial al 0,8% del PBI (superávit de 0,7% del PBI en bienes y déficit de 1,5% del PBI en servicios).

De acuerdo al mencionado informe, las importaciones comenzarían a recuperarse a partir del año próximo y el crecimiento de las exportaciones sería más moderado, ambos resultados afectados tanto por los factores internos como externos. De esta forma, **el resultado comercial para 2019 estará en torno a un superávit de 2% del PBI.** Asimismo, el FMI estima que el Acuerdo de Stand-By permitirá reducir el déficit de cuenta corriente en 2019 a 1,6% del PBI, y a 2,5% entre 2020 y 2023), a partir del 4,2% estimado para este año.

GRÁFICO 5. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES – VARIACIONES % INTERANUALES



Fuente: elaboración en base a FMI Country Report (octubre de 2018)

4. Consideraciones finales

Aun cumpliendo la meta de déficit primario “cero”, el Tesoro necesitará aproximadamente 3,7% puntos del PBI durante el año próximo para hacer frente a los vencimientos de la deuda pública. En este escenario, el gobierno deberá refinanciar parte de esos devengamientos y emitir deuda adicional para hacer frente a estas erogaciones. De esta forma, se enfrenta al desafío de reducir la desconfianza de los mercados internacionales de crédito para endeudarse a menores tasas, panorama que a mediados de noviembre se vislumbra más que sombrío. Debe considerarse, además, que estas proyecciones se encuentran condicionadas al desempeño cambiario, debido a que **78% del stock de deuda se encuentra nominada en moneda extranjera y cualquier “salto” del tipo de cambio incrementaría las necesidades financieras.**

Debido a esto, el FMI plantea en el programa acordado con el Ejecutivo de reducir la proporción de pasivos en dólares y la dependencia del sector externo para generar las divisas necesarias para afrontar la carga de la deuda en moneda extranjera. Sin embargo, si bien el “rojo” del sector externo se reducirá en 2019 respecto a este año, este se ubicará en torno al 1,6% del PBI, lo que impedirá la generación de ingresos genuinos de divisas e incrementará las necesidades de financiamiento que induzcan a mayor déficit de cuenta corriente. En definitiva, es más que evidente que sigue sin resolverse el legado de meses de postergación de un ajuste de las cuentas fiscales. **El resultado ha sido un acuerdo con el FMI con el compromiso a mayores ajustes, pero da la impresión de que serían insuficientes.**

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: MÁS SOMBRAS QUE LUCES

Jorge Viñas

En EE.UU. el Congreso ha quedado dividido, lo que limitará el margen de maniobra de Trump. A su vez, la Fed mantuvo sin cambios la tasa de Fondos Federales, pero mantiene su plan de futuras subas de la tasa. Esto, sumado a la desaceleración de China y de la Eurozona, anticipa para 2019 una baja del crecimiento del PIB mundial

1. “Empate”, un buen resultado

Las elecciones legislativas de medio término en EE.UU. tuvieron un resultado acorde a lo que anticipaban las encuestas. El partido Republicano al que pertenece el Presidente Donald Trump y que hasta ahora controlaba ambas cámaras del Congreso, logró conservar la mayoría en el Senado, pero la perdió a manos del partido Demócrata en la Cámara

de Representantes. De esta forma, en la segunda mitad de su mandato Trump deberá lidiar con un Congreso dividido, lo que implica que tendrá un margen de maniobra mucho más limitado que en los primeros dos años. Pese a ello, el resultado dividido ha alejado una de las principales amenazas que acechaban al Presidente en caso de que los Demócratas se hubieran quedado con el control de ambas cámaras: la posibilidad de un *impeachment*.

Desde una perspectiva económica, el “empate” electoral que deriva en un Congreso dividido puede considerarse un resultado positivo, quizás el mejor de los que podrían haberse dado. En caso de que los Republicanos hubieran mantenido el control pleno del Congreso, aumentaban seriamente las posibilidades de que Trump continuara avanzando a fondo con las iniciativas más radicales de su agenda, como una nueva ronda de reducciones impositivas, además de la transformación en permanentes de los recortes impositivos transitorios de la reforma tributaria de 2017. Ello hubiera derivado en un deterioro aun mayor de la dinámica fiscal y de la deuda pública de EE.UU., además de intensificar el recalentamiento de la demanda interna, en momentos en que la economía se encuentra operando a un nivel muy alto de empleo. Ahora, con la Cámara de Representantes en poder de los Demócratas, es improbable que Trump logre su aprobación.

En forma opuesta, en caso de que los Demócratas hubieran conseguido arrebatarse al oficialismo también el control del Senado, habrían tenido el camino más liberado para impulsar un *impeachment* del Presidente. Pese a la baja probabilidad de éxito de tal iniciativa⁹, el proceso hubiera generado un fuerte desgaste en la gestión de Trump, al tener que concentrar todas sus energías en defenderse. Además, el estado de incertidumbre hubiera seguramente contaminado los mercados financieros, y deteriorado la confianza de empresarios y consumidores. Por otra parte, un control pleno de ambas cámaras hubiera sido aprovechado por los demócratas para anular buena parte de las medidas económicas sancionadas en los últimos dos años, en especial la reforma tributaria. Más allá de que la misma tiene efectos negativos insoslayables, que en esta sección se han destacado recurrentemente, la realidad es que los agentes económicos ya se han adaptado a ella, y su reversión tendría, por lo menos en el corto plazo, más costos que beneficios.

Por los motivos mencionados, el resultado electoral que determina un “*impasse*” legislativo fue recibido con beneplácito en los mercados financieros. Los principales índices de acciones de EE.UU., que habían terminado el mes de octubre muy castigados, prácticamente en los mínimos del año, muestran en lo que va de noviembre (al día 9) una recuperación en torno al 3%. Puntualmente, el día siguiente a la elección¹⁰, el miércoles 7, el índice S&P500 registró una suba del 2,1%. Sin embargo, los “festejos” en el mercado financiero se ven acotados por varios factores de preocupación.

En primer lugar, la Fed sigue inmutable en su camino de endurecimiento gradual de la política monetaria, que abarca subas adicionales de tasas de interés como la reducción de activos de su balance. En segundo lugar, están los efectos de la guerra comercial con China, tema en el que algunas especulaciones respecto a que el triunfo demócrata en la Cámara de Representantes podía poner más presión sobre Trump para alcanzar un acuerdo parecen infundadas, ya que en realidad los demócratas tienen en una postura respecto a las prácticas comerciales de China tanto o más dura que los republicanos. Finalmente, las perspectivas de crecimiento mundial también se ven afectadas por las dificultades que atraviesa Europa, en donde la desaceleración económica de los últimos trimestres podría verse acentuada por el conflicto de Italia con la UE por el presupuesto.

2. La Fed, firme en su plan

En la reunión del 7 y 8 de noviembre, la Fed decidió mantener la tasa de Fondos Federales en el rango de 2%-2,25%, tal como se esperaba prácticamente en forma unánime y se daba por descontado en los mercados financieros. El comunicado que acompañó a la decisión prácticamente no tuvo cambios respecto al de la reunión anterior, tanto en lo referido a la evaluación de la fortaleza de la economía de EE.UU., como en la señalización de que el plan de endurecimiento gradual de la política monetaria se mantiene inalterado.

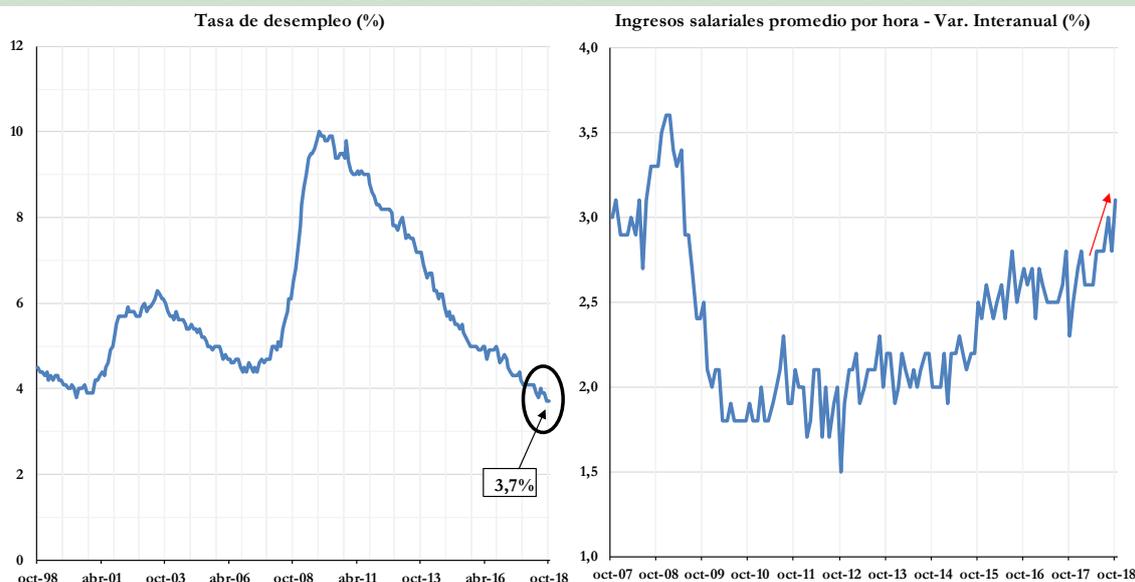
⁹ En EE.UU. la destitución del Presidente requiere de mayoría especial en el Senado, algo que estaba totalmente fuera del alcance de los Demócratas por sí mismos, por lo que habrían requerido del apoyo de un número importante de senadores Republicanos para lograrlo.

¹⁰ En el día de la elección, el martes 6, los primeros resultados se conocieron con los mercados financieros en EE.UU. ya cerrados, mientras que la tendencia definitiva respecto al control de ambas cámaras se consolidó recién en torno a la medianoche de ese día.

Esto se traduce en una alta probabilidad¹¹ de que la Fed suba 25 puntos básicos (p.b.) la tasa de Fondos Federales en la reunión de diciembre, cerrando el año en el rango de 2,25%-2,50%. Hay que recordar que las últimas proyecciones de los miembros de la Fed, presentadas tras la reunión de septiembre, contemplaban una suba más de 25 p.b. hasta fines de 2018 y tres subas adicionales de esa magnitud hasta fines de 2019.

La evolución del mercado laboral continúa avalando la postura de la Fed. En octubre la tasa de desempleo se mantuvo en el 3,7%, el nivel mínimo de los últimos ciclos económicos. Si bien las presiones salariales siguen siendo moderadas para un nivel de desempleo tan bajo, de a poco se están intensificando. Los ingresos laborales promedio por hora registraron en octubre un incremento interanual del 3,1%, el ritmo más fuerte desde la recesión de 2008-2009 (véase el Gráfico 6). Todavía no es para alarmarse, más aún cuando la inflación subyacente se mantiene en torno al 2% anual y el precio del petróleo está revirtiendo la suba de la primera parte del año, pero sí amerita la postura cautelosa y preventiva que está aplicando la Fed.

GRÁFICO 6. DESEMPLEO EN EE.UU. E INGRESOS SALARIALES PROMEDIO POR HORA



Fuente: Bloomberg

Además de la suba gradual de tasas de interés, la estrategia de la Fed contempla la reducción, también en forma gradual, de los activos que acumuló en su balance a lo largo de los últimos 10 años a través de los distintos programas de expansión cuantitativa (QE), implementados para contrarrestar las consecuencias de la crisis financiera internacional.

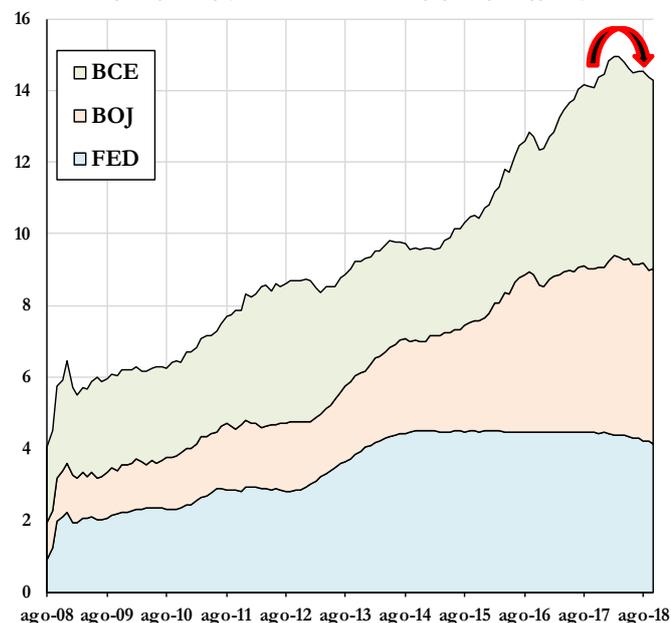
Como se puede apreciar en el panel de la derecha del Gráfico 7, el total de activos en el balance de la Fed pasó de U\$S 0,9 billones en agosto de 2008, justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, a U\$S 4,5 billones a fines de 2014, cuando terminó la fase de “*tapering*” del último programa expansivo, el QE3. Desde ese momento hasta el último trimestre de 2017, la Fed se limitó a renovar mes a mes los vencimientos de los títulos públicos e hipotecarios de su cartera, manteniendo de esta forma el stock inalterado. Pero desde octubre de 2017, comenzó el proceso de reducción gradual de activos (denominado como *Quantitative Tightening* o QT), dejando sin renovar parte de los vencimientos mensuales.

El monto mensual máximo que puede dejar sin renovación fue aumentado según un cronograma que comenzó en U\$S 10.000 millones mensuales en el último trimestre de 2017, y que a partir de octubre de 2018 se ubica en 50.000 millones mensuales. Mediante este mecanismo, entre octubre de 2017 y octubre de 2018 los activos totales de la Fed se redujeron de U\$S 4,5 billones a U\$S 4,1 billones, a un ritmo promedio de U\$S 26.800 millones por mes, que probablemente se acelere hacia adelante teniendo en cuenta el tope actual de 50.000 millones mensuales. Se espera que dicho proceso continúe más allá del año 2020, llevando el stock de activos totales a cerca de la mitad del máximo, pero todavía muy por encima del nivel previo a la crisis financiera internacional.

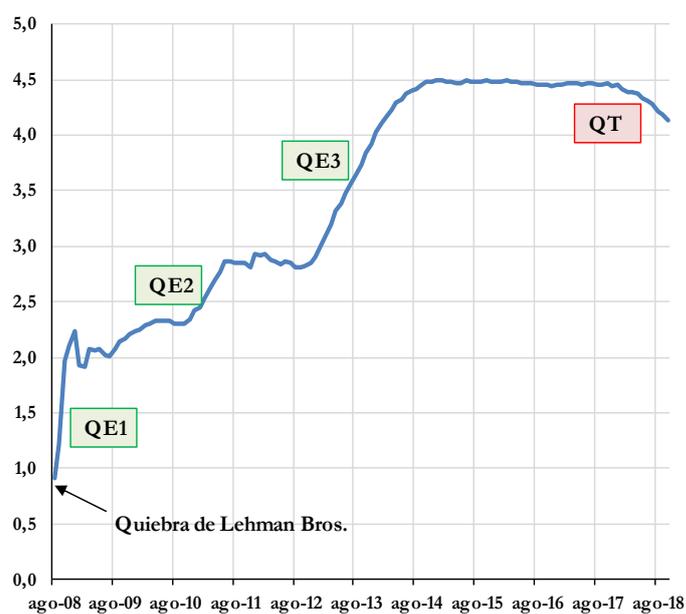
¹¹ Al 9 de noviembre, la probabilidad implícita en la cotización de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales de una suba de 25 p.b. en la reunión de diciembre es del 75%.

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES

Total de Activos: Reserva Federal de EE.UU. (FED), Banco Central Europeo (BCE) y Banco Central de Japón (BOJ) - u\$S Bn



Total de Activos del Balance de la Reserva Federal - u\$S Bn



Fuente: Bloomberg

La Fed no ha sido el único banco central que se embarcó en las medidas de expansión cuantitativa, sino que los otros bancos centrales más importantes del mundo desarrollado, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ) siguieron el mismo camino¹². El panel de la izquierda del Gráfico 7 muestra la evolución en términos agregados de los activos totales de los tres bancos centrales medidos en billones de dólares. Se observa como el monto total pasó de U\$S 4 billones antes de la crisis financiera internacional a un máximo de U\$S 15 billones en marzo de 2018.

El BCE y el BOJ están más atrasados que la Fed en el camino de la normalización, principalmente porque sus respectivas economías, si bien se han recuperado de la crisis, no muestran una evolución tan favorable como la de EE.UU. Sin embargo, ambos apuntan en la misma dirección. El BCE ha disminuido el ritmo mensual de compra de títulos a lo largo de 2018, y ya confirmó que ha fin de año termina con las compras. El BOJ todavía no tiene fecha de finalización para el programa de compra de activos, pero ha manifestado su intención de reducir el ritmo mensual de compras. Esto significa que, en términos agregados, los activos de los bancos centrales continuarán en la tendencia bajista que en forma incipiente se advierte desde principios de 2018. Esto implica que las condiciones de liquidez abundante que imperaron la mayor parte de la última década están cambiando de dirección y probablemente ya no se repitan.

Los mercados financieros respondieron a la señal de la Fed de continuidad en su plan con una nueva suba de las tasas de interés de mercado. La tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, volvió a los máximos del año, por encima de 3,20%. En la medida en que no haya algún cambio drástico en el escenario económico que represente un aumento significativo en la probabilidad de recesión, las tasas de interés deberían mantener un sendero alcista. La dinámica del déficit fiscal y de la deuda pública en EE.UU. también apuntan en el sentido de tasas reales más altas, toda vez que el Tesoro deberá salir a colocar más bonos para financiar el mayor déficit fiscal justo cuando la Fed, que ha sido uno de los principales compradores de bonos del Tesoro en los últimos años, ya ni siquiera está renovando los vencimientos de los bonos en su poder en forma completa.

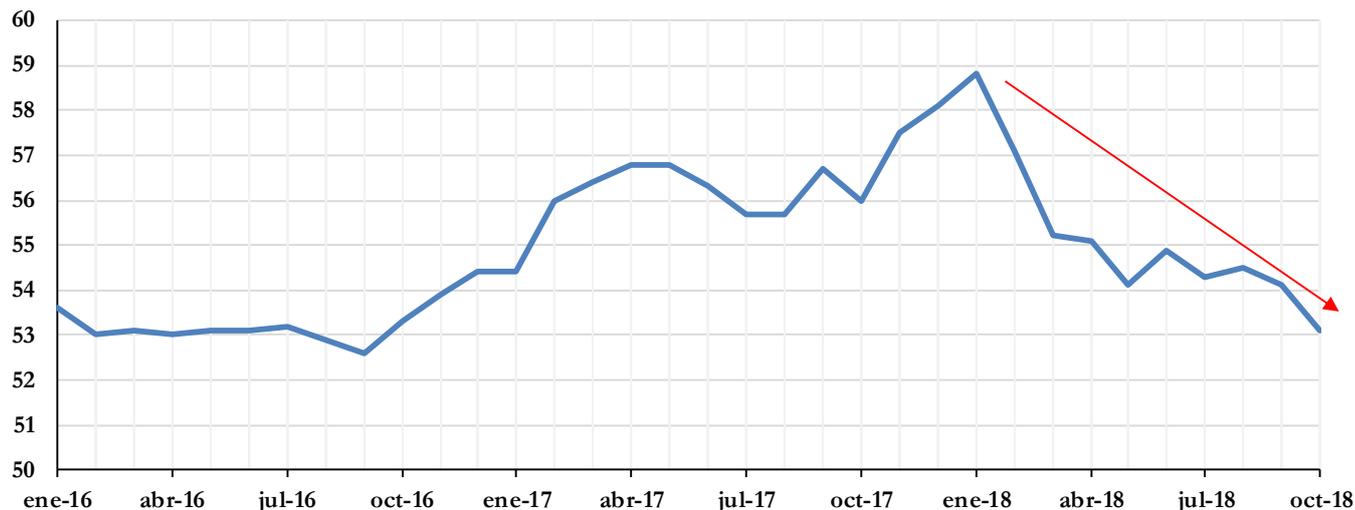
El hecho de que la Fed esté más avanzada en su proceso de normalización monetaria que el BCE y el BOJ, situación que no tendría cambios en el corto plazo, lleva a que el diferencial de tasas de retorno de los bonos del Tesoro de EE.UU. y sus pares de Alemania y Japón mantenga un sesgo creciente, lo que impulsa un fortalecimiento del Dólar frente a las otras divisas. Sin embargo, el deterioro de la posición fiscal de EE.UU. juega en la dirección opuesta y torna más ambiguo el efecto neto sobre el valor del Dólar.

¹² El Banco de Inglaterra (BOE) también siguió un camino similar, aunque su relevancia en los totales agregados es poco significativa y por ello, a los fines de simplicidad expositiva, no se lo incluye en este análisis.

3. Europa se enfría de la mano de Italia.

La economía de la Eurozona sigue mostrando una evolución decepcionante. La encuesta de actividad PMI *Composite*, que abarca tanto la industria manufacturera como los servicios, registró en octubre una nueva baja a 53,1 de 54,1 en septiembre, extendiendo la caída prácticamente ininterrumpida desde el máximo de 58,8 alcanzado en marzo de 2018 (véase el Gráfico 8). Por el momento, el indicador se mantiene por encima de 50, en terreno expansivo, aunque la tendencia a la baja se torna cada vez más preocupante. Para el tercer trimestre de 2018, las proyecciones de crecimiento respecto al trimestre anterior del PIB de la Eurozona se han reducido a 0,6% anualizado, menos de la mitad de las estimaciones vigentes un mes atrás.

GRÁFICO 8. EUROZONA: ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI COMPOSITE



Fuente: Bloomberg.

En la apertura por países, Alemania e Italia fueron los que más contribuyeron a la baja de octubre, siendo en el caso de Italia más preocupante porque atravesó hacia abajo la línea de 50 por primera vez desde diciembre de 2014, al desplomarse a 49,3 contra 52,4 en septiembre. En el caso de Alemania, la producción industrial registró una abrupta caída en el tercer trimestre de 2018, explicada tanto por un freno en las exportaciones como por un problema puntual, y aparentemente transitorio, en la industria automotriz que terminó repercutiendo en todo el sector manufacturero alemán. A tal punto que existe posibilidad de que el PIB alemán del tercer trimestre arroje una leve caída respecto al trimestre anterior. Superado el problema que causó la disrupción en el sector automotriz, la industria debería mostrar una recuperación en el cuarto trimestre, pero el nuevo descenso en el PMI alemán en octubre no es una señal muy alentadora.

Los problemas de Italia se presentan más profundos y potencialmente duraderos. El presupuesto aprobado por el gobierno italiano, lejos de impulsar un mayor crecimiento económico al relajar la restricción fiscal como sostienen sus mentores, está provocando el efecto opuesto. El conflicto planteado con la Unión Europea (UE), que rechaza el presupuesto italiano que el gobierno estima que tendrá por resultado un déficit de 2,4% del PIB en 2019, por considerarlo que excede sus normas de sustentabilidad de deuda, así como la posibilidad latente de que las calificadoras de riesgo reduzcan la calificación de la deuda italiana, han provocado un deterioro de las condiciones financieras y de la confianza del sector privado, lo que está imponiendo un freno brusco a la actividad económica. La inflexibilidad de las posturas torna improbable que haya algún alivio en el corto plazo.

Además, el freno en la actividad económica aumenta el riesgo de que no se cumpla con la proyección de déficit fiscal de 2,4% del gobierno italiano, que ya de por sí parecía demasiado optimista por el lado de los ingresos. Un mayor deterioro fiscal acentuaría la desconfianza de los inversores y llevaría los rendimientos de la deuda italiana todavía más arriba, lo que intensificaría el círculo vicioso que parece haberse puesto en marcha. En caso de que el conflicto continúe sin solución y la situación financiera italiana siga empeorando, el foco se centrará cada vez más sobre la postura que tomará el BCE respecto a seguir aceptando títulos italianos como respaldo de sus financiaciones al sistema bancario.

En términos más generales, el conflicto italiano vuelve a poner en el centro de la escena el desafiante contexto político que subyace a la UE y más específicamente a la Eurozona. En Italia, pese al deterioro económico cada vez más evidente, los miembros de la coalición populista que conforman el gobierno, la Lega Nord y el M5S, mantienen una elevada intención de voto entre el electorado, sumando entre ambos cerca del 60%, lo que indica que sus posturas “anti-sistema” siguen canalizando el descontento de una mayoría de los italianos respecto su situación económica y a otros temas como la inmigración. Lo mismo es extrapolable a la mayor parte de Europa, donde los partidos considerados populistas o anti-sistema, sean de orientación a la derecha o a la izquierda, crecen en los niveles de apoyo entre la población. Se espera un avance significativo de estos partidos en las próximas elecciones al Parlamento Europeo que se celebrarán en 2019.

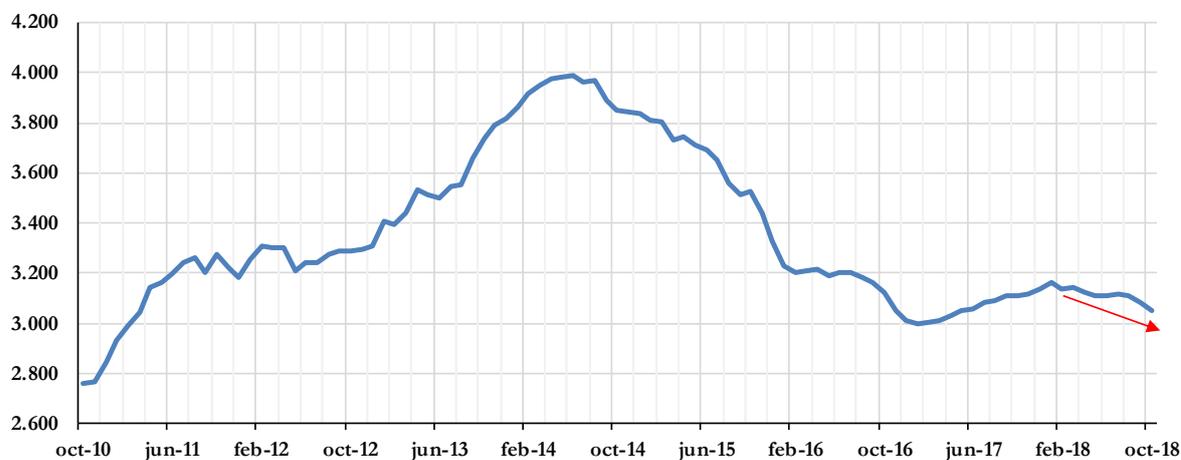
Un punto a tener en cuenta es que, en los últimos tres años, en los que la región mostró una recuperación importante del crecimiento económico, con una baja sensible en la tasa de desempleo, estos grupos anti-sistema no dejaron de mostrar avances. Si hacia adelante se llega a materializar un escenario de menor crecimiento económico, su penetración en los respectivos electorados podría aumentar notoriamente. En este contexto, **las iniciativas hacia un mayor grado de integración regional están quedando cada vez más postergadas, aunque la falta de unidad y coordinación entre los distintos grupos anti-sistema, y los mecanismos institucionales de la UE, tornan improbable que se materialice un retroceso en la integración regional como muchos de esos grupos impulsan.**

4. China lidia con la guerra comercial

A la hora de delinear las perspectivas de crecimiento global para 2019, uno de los factores que sigue despertando mayor preocupación es el impacto negativo de la guerra comercial de Trump sobre el crecimiento de China, tanto en forma directa por una reducción de las exportaciones, como en forma indirecta, por la caída de la confianza de empresarios e inversores que afecte a la inversión bruta fija y aliente una salida de capitales. A medida que se acumulan evidencias de que el impacto negativo crece en intensidad, el debate respecto a los alcances abarca dos ejes: 1) la posibilidad de que se generen condiciones para un acuerdo con EE.UU., y 2) hasta qué punto las medidas expansivas de política económica que adopten las autoridades chinas servirán para contrarrestar el efecto negativo de las tarifas sobre el nivel de actividad.

Respecto al primer punto, el anuncio de la reunión de Trump con Xi en el marco de la cumbre del G20 en Buenos Aires el 1° de diciembre, generó expectativas de que al menos se estén generando condiciones para una tregua. Sin embargo, más allá de reabrir las puertas de las negociaciones, que habían quedado en punto muerto, es improbable que se concreten avances. Esto se debe a que las exigencias de EE.UU. exceden a cuestiones meramente comerciales, sino que abarcan temas de política industrial, acceso a mercados, propiedad intelectual, entre otros, que forman parte esencial de la estrategia de desarrollo de China, por lo que es improbable que la cúpula china esté dispuesta a hacer concesiones en estos frentes en esta instancia. Respecto al segundo punto, si bien el gobierno está tomando medidas proactivamente, su margen de maniobra no es ilimitado. En los últimos meses las reservas internacionales empezaron a caer nuevamente y se están aproximando nuevamente al nivel mínimo de principios de 2017 (véase el Gráfico 9), señal de un incipiente proceso de salida de capitales. Cualquier plan de estímulo masivo, que incluiría una depreciación significativa del yuan, muy probablemente llevaría a una intensificación de la salida de capitales, neutralizando parte de su efecto expansivo.

GRÁFICO 9. CHINA: EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES



Fuente: Bloomberg.

En línea con esto, la reunión del Politburó de fines de octubre emitió un mensaje de cautela, reconociendo un escenario económico más difícil y mostrándose dispuesto a tolerar un crecimiento más bajo en 2019. Apunta a que las medidas expansivas no tendrán un carácter masivo y generalizado, sino que serán más puntuales y focalizadas.

Por el momento las estadísticas “duras” de comercio exterior no reflejan el impacto de la guerra comercial, ya que los exportadores chinos están apurando los despachos antes de que la última etapa de suba de tarifas decretada por Trump entre en vigencia. Por ello, en octubre las exportaciones tuvieron un incremento interanual del 15,6%, que se ubicó por encima de las estimaciones previas. Pero otros indicadores de actividad están mostrando un deterioro progresivo. La encuesta PMI correspondiente al sector manufacturero registró un nuevo descenso el octubre, ubicándose en 50,2, apenas en terreno expansivo y el nivel más bajo desde mediados de 2016. El componente de órdenes de exportación se mostró particularmente débil lo que puede estar anticipando que finalmente empezó a sentirse de lleno el impacto de las tarifas.

Por el momento, las estimaciones de crecimiento para 2019 se mantienen en 6,2%, pero están aumentando los riesgos de que el año próximo el crecimiento perfore el piso del 6%.

BOLSONARO PRESIDENTE ELECTO: NUEVA ETAPA PARA BRASIL

Eloy Aguirre

La política económica de Bolsonaro sería de mayor apertura comercial con más acuerdos bilaterales y menos Mercosur. Priorizará la reducción del gasto para bajar el déficit fiscal, e intentará aplicar una reforma drástica del sistema previsional.

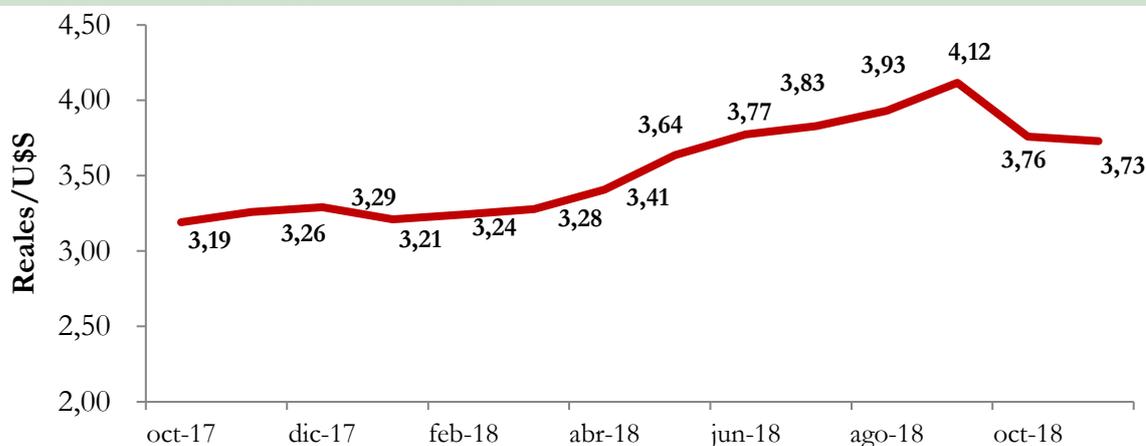
1. Introducción

El resultado de la segunda vuelta en las elecciones presidenciales en Brasil fue el esperado, logró el triunfo Jair Bolsonaro con el 55% de los votos, 57,8 millones, contra el 45% de Fernando Haddad (47 millones de votos). En los 21 días que separaron la primera de la segunda vuelta, Bolsonaro subió 8,5 millones de votos mientras que Haddad incrementó sus votos en 15,7 millones.

El triunfo de Bolsonaro es resultado en parte de la profunda recesión económica de los años 2015 y 2016, y de los escandalosos casos de corrupción de la clase dirigente y empresarial brasileña. **También refleja la preferencia del electorado por una administración con una agenda de prioridades que privilegie la resolución de problemas de seguridad interior y combate al narcotráfico y al crimen organizado.**

Los mercados reaccionaron favorablemente. El índice bursátil Bovespa mostró un incremento del 7,8% entre el 24 de octubre y el 5 de noviembre, con leve baja posterior. Además, la moneda brasileña se apreció contra el dólar un 9% durante octubre como se puede observar en el Gráfico 10:

**GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PROMEDIO MENSUAL).
 OCTUBRE 2017 – NOVIEMBRE 2018**



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central del Brasil.

2. *El nuevo equipo*

El flamante presidente de Brasil manifestó públicamente la reducción de ministerios en su gobierno de los 29 actuales a 15. Bolsonaro optó por unificar bajo el nuevo ministerio de Economía (a cargo de Paulo Guedes) los ministerios de Planificación, Desarrollo y Gestión, Hacienda, Trabajo e Industria, Comercio Exterior y Servicios. Sin embargo, no se consolidaron los ministerios de Agricultura y Medio Ambiente.

Una de las primeras acciones públicas de Bolsonaro como presidente electo de Brasil, fue ofrecerle el cargo de Ministro de Justicia al juez Sergio Moro, a cargo del caso “Lava Jato”, quien aceptó de inmediato. De esta forma, Bolsonaro pretende continuar consolidando la imagen de honestidad para su gobierno que comenzará en enero del 2019 y cumplir la promesa de una lucha sin cuartel contra la corrupción. Algunos de los nuevos funcionarios son los siguientes:

- Casa Civil (análoga a nuestra Jefatura de Gabinete): Onyx Lorenzoni¹³, diputado federal de 64 años veterinario de profesión. Es un veterinario que conoce a Jair Bolsonaro desde el año 2003 y fue el cerebro de la campaña presidencial.
- Ministro de Economía: Paulo Guedes, graduado de la universidad de Chicago, de 69 años. Vivió en Chile en la década del 80' invitado por el director de presupuesto de Pinochet que fue compañero suyo en Chicago. En Brasil integró el Instituto Millenium desde donde publicó diversos artículos liberales en la prensa. En una de sus declaraciones manifestó que el Mercosur no sería una prioridad para el nuevo gobierno ya que este bloque comercial es demasiado restrictivo.
- Ministro de Relaciones Exteriores: Ernesto Fraga Araújo. Diplomático de Itamaraty, a cargo del Departamento de Estados Unidos, Canadá y Asuntos Interamericanos. Tiene 29 años de experiencia en la cancillería, pero jamás integró ninguna misión en el exterior. Es un ferviente admirador de Donald Trump, con ideas en contra de la globalización (a su entender liderada por el “marxismo internacional”) y el avance de la presencia de China en la región y en el mundo. En un conocido artículo (“Brasil y Occidente”) ha afirmado que Brasil tiene la posibilidad de “buscar el interés nacional sin estar atado a bloques de países”.
- Ministro de Salud: Henrique Prata, multimillonario del negocio ganadero del centro-oeste del país. Actualmente preside la Fundación Pío XII que administra el hospital de Barretos uno de los principales centros oncológicos de referencia en Brasil.
- Ministro de Educación: Stavros Xanthopoulos, presidente de la Asociación Brasileña de Educación a Distancia (ABED). Bolsonaro tiene la idea de fusionar este ministerio con los de Cultura y Deportes.
- Ministro de Agricultura: Tereza Cristina da Costa, actual presidente del Frente Parlamentario Agropecuario, es una ingeniera agrónoma y empresaria con una larga trayectoria en el sector, que dio fuerte apoyo al Proyecto de Ley 6.299 que flexibiliza las normas sobre uso y monitoreo de plaguicidas. La nueva funcionaria se ha manifestado a favor de la salida de Brasil del bloque Mercosur.
- Ministro de Ciencia y Tecnología: Marcos Pontes, teniente coronel de la fuerza aérea y ex astronauta. Es el único brasileño miembro del programa de entrenamiento de la NASA y el primer sudamericano en ir al espacio.
- Ministerio de Defensa: Gral. de Reserva Fernando Azevedo e Silva. Fue Jefe del Estado Mayor del Ejército, integró las tropas de paz de la ONU en Haití. Completó una maestría y el doctorado en Aplicaciones de Planificación y Estudios Militares. Hasta poco tiempo atrás era asesor en cuestiones de seguridad del titular del Supremo Tribunal Federal, José Antonio Dias Toffoli, y del Consejo Nacional de Justicia. En 2013 había sido nombrado por Dilma Rousseff como director de la Autoridad Pública Olímpica a cargo de la preparación de los Juegos Olímpicos de Río 2016.

El general Augusto Heleno Ribeiro Pereira que iba a dirigir el ministerio de Defensa, será el titular del Gabinete de Seguridad Institucional (GSI). Estará a cargo de los servicios de inteligencia y tendrá bajo su órbita la seguridad personal del presidente. A su vez, el ex ministro de Hacienda de Dilma Rousseff, Joaquim Levy, egresado de Chicago como Guedes, aceptó ser el nuevo conductor del Banco de Desarrollo Económico y Social (BNDES). En cuanto al Banco Central, su titular Ilan Goldfajn ha comunicado su renuncia irrevocable a partir del 31 de diciembre próximo. Será reemplazado por Roberto Campos Neto, director de la tesorería de la filial brasileña del Banco de Santander. Cuenta con un doctorado en la Universidad de California de Los Angeles y es nieto de fallecido Roberto Campos, ex ministro de Planeamiento del

¹³ En 2017 admitió haber recibido y no declarado 100.000 reales del frigorífico JBS y está citado en la causa Odebrecht, aunque llamativamente hasta ahora no ha sido investigado por el Supremo Tribunal Federal.

presidente de facto Humberto Castelo Branco (1964-67). A su vez Gustavo Bebianno, hasta ahora presidente del partido de Bolsonaro, fue nombrado Secretario General de la Presidencia, de la cual seguirá dependiendo la Secretaría Especial de Comunicación Social y el programa asociativo de inversiones (Programa de Parcerías de Inversiones).

3. La economía y el nuevo gobierno

En términos generales la economía brasileña se encuentra saliendo de una profunda crisis que redujo el PIB un 7% entre 2014 y 2016, volviendo a crecer un 1% en 2017 y según la última proyección de la encuesta realizada por el Banco Central de Brasil al sector financiero la economía crecería un 1,36% en el año 2018 y 2,5% para el año 2019. Bolsonaro asumirá el gobierno con un escenario de una economía en recuperación.

Todavía no está definido el programa económico del nuevo gobierno, pero se pueden conjeturar algunas medidas sobre la base de las declaraciones y anuncios del flamante presidente y de su ministro de economía. **El gobierno de Bolsonaro mantendría las bases actuales de metas fiscales (déficit primario), flotación cambiaria y metas de inflación.**

En cuanto al comercio exterior, Paulo Guedes manifestó que el Mercosur no sería una prioridad y que en el nuevo gobierno se inclinan por mayor apertura comercial con acuerdos bilaterales. Al parecer, la idea es comerciar con mayor cantidad de países con acuerdos flexibles. Cabe observar, además que **Mercosur tiene un peso relativo bastante bajo en el comercio exterior brasileño total:**

**CUADRO 4: DESTINO DE EXPORTACIONES Y ORIGEN DE IMPORTACIONES DE BRASIL.
2017 Y 2018 (ENE-SEPT)**

Destino	Exportaciones U\$S M 2017	%	Exportaciones U\$S M 2018 (ene-sept)	%
TOTAL	217.805	100%	179.840	100%
ASIA	78.765	36%	68.689	38%
UE	34.906	16%	30.217	17%
NAFTA	34.293	16%	26.542	15%
MERCOSUR	23.090	10%	17.224	10%
RESTO	46.751	22%	28.168	20%
Origen	Importaciones U\$S M 2017	%	Importaciones U\$S M 2018 (ene-sept)	%
TOTAL	150.730	100%	135.310	100%
ASIA	49.660	33%	45.439	34%
UE	32.072	21%	26.615	20%
NAFTA	31.081	21%	26.837	20%
MERCOSUR	12.284	8%	10.017	7%
RESTO	25.663	17%	26.402	19%

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Brasil

Aun cuando ni Bolsonaro ni Guedes plantearon la desintegración del Mercosur, se espera que promuevan reformas para que los miembros del bloque tengan mayor flexibilidad para realizar tratados bilaterales.

El presidente electo pretende reformar el sistema de pensiones y jubilaciones en Brasil. Se sabe que Paulo Guedes tiene como modelo el sistema chileno de capitalización privado de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). La hipótesis que se plantea es que una reforma del sistema de pensiones garantizaría la sustentabilidad de la deuda pública que asciende al 77% del PIB (más del 90% es deuda interna). Esta medida está en línea con las sugerencias del Fondo Monetario Internacional. **El nuevo gobierno es consciente que debe reducir el déficit primario del 1,4% del PIB y el déficit financiero del 7% del PIB.** Esto es condición necesaria, si bien no suficiente, para seguir creciendo y minimizar el riesgo de una eventual crisis financiera.

Por otro lado, la vulnerabilidad externa es baja el déficit de cuenta corriente es 0,8% del PIB, las reservas internacionales equivalen al 20% del PIB y la inversión extranjera directa supera el 3,5% del PIB. Las proyecciones de la encuesta del Banco Central indican que la tasa de interés Selic¹⁴, que se encuentra en el 6,5%, podría alcanzar el año próximo el **6,8% para reducir la inflación que en octubre de 2018 fue 4,8% interanual. El Comité de Política Monetaria (Copom) proyecta una inflación del 4,4% para el año 2018, 4,2% para el 2019 y 3,7% para el año 2020.**

Por el momento, el futuro de Brasil en las manos de su nuevo presidente es una incógnita. El hecho de acceder al poder sin contar con mayorías legislativas en ninguna Cámara, reduce su margen para aplicar políticas de manera unilateral y arbitraria. La fragmentación del Congreso brasileño obliga al nuevo gobierno a permanentes negociaciones para instrumentar las reformas estructurales prometidas, como la del sistema de seguridad social. **Es muy probable, por tanto, que las restricciones políticas limiten al gobierno de Bolsonaro a instrumentar reformas bastante menos profundas y ambiciosas que lo anunciado en su campaña electoral.** Pero al igual que su probable política exterior, el ciclo Bolsonaro probablemente se caracterice por cambios estructurales con profundas consecuencias **tanto para Brasil como para toda la región.**

¹⁴Tasa de interés de referencia del Banco Central de Brasil.

INDICADORES

Indicador	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18
Precios															
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	2,1%	3,7%	3,1%	3,9%	6,5%	5,4%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%	2,1%	2,7%	4,1%	3,2%	3,4%	7,6%	4,5%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%	2,6%	1,9%	3,9%	2,8%	4,1%	6,6%	5,1%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,5%	1,8%	1,1%	1,3%	2,0%	1,5%	2,2%	2,5%	2,1%	2,6%	4,2%	2,9%	3,2%	7,8%	4,3%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%	26,5%	27,2%	29,8%	31,0%	33,6%	39,5%	44,6%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%	3,0%	2,3%	3,7%	2,7%	3,7%	6,0%	5,3%
Indicadores Fiscales (Var. % a/a)															
Ingresos Totales	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%	20,9%	33,4%	36,5%	25,6%	32,3%	36,6%	45,6%
Gastos Totales	19,1%	20,5%	12,2%	32,0%	7,2%	30,3%	20,6%	19,3%	13,4%	17,8%	22,1%	35,4%	18,7%	30,1%	40,5%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	28,9%	26,9%	29,4%	15,0%	-23,7%	17,8%	28,3%	10,1%	13,4%	30,2%	33,9%	21,1%	26,4%	30,8%	39,8%
Gastos Primarios	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%	14,1%	17,9%	26,8%	19,1%	20,8%	26,5%	30,4%
Expectativas de Inflación (UTDT)															
<i>Mediana</i>	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0	25,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0
<i>Media</i>	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2	33,1	33,3	35,8	32,2	35,3	40,4	39,9
Confianza del Consumidor (UTDT)															
<i>Indice</i>	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8	40,1	36,1	36,0	36,3	36,2	33,7	32,6
<i>Var. % m/m</i>	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%	-10,0%	-0,3%	0,8%	0,0%	-7,0%	-3,1%
<i>Var. % a/a</i>	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%	-21,2%	-14,4%	-14,6%	-23,9%	-29,2%	-36,0%

Indicador	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18
Indicadores de Actividad															
EMAE (INDEC) Var. % a/a	3,7%	3,4%	5,2%	4,3%	2,3%	4,3%	5,3%	2,2%	-0,5%	-5,2%	-6,8%	-2,7%	1,6%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	-0,3%	0,2%	0,5%	0,4%	0,0%	0,7%	-0,1%	0,0%	-2,7%	-1,3%	-1,3%	1,4%	-1,3%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%	21,4%	6,8%	-4,7%	-31,0%	-35,8%	-44,1%	-50,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%	-7,8%	2,3%	-17,2%	3,2%	-2,3%	-19,0%	-12,7%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	3,2%	4,7%	2,2%	0,8%	0,1%	1,2%	6,9%	3,0%	4,2%	-0,8%	-6,9%	-4,4%	-6,7%	-8,7%	-3,6%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,7%	0,3%	-0,5%	-1,2%	1,2%	0,2%	0,1%	-0,9%	-0,9%	-0,6%	-1,7%	-1,2%	-1,7%	0,0%	-0,3%
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	1,2%	3,4%	-1,2%	-8,1%	-5,7%	-5,6%	-11,5%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	14,7%	12,6%	17,8%	22,8%	15,5%	19,5%	19,3%	8,4%	14,4%	7,0%	-0,1%	0,7%	0,1%	-4,2%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	24,3%	15,5%	21,0%	31,6%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%	-7,5%	-12,0%	-14,4%	-17,3%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	3,5%	-2,5%	1,4%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%	7,7%	-6,7%	-1,1%	-9,9%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,9%	-3,0%	-5,8%	0,0%	-9,9%	-8,9%
Indicadores del Sector Externo															
Exportaciones en USD	5.265	5.268	5.280	4.668	4.577	4.810	4.304	5.406	5.215	5.136	5.136	5.407	5.179	5.013	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-8,6%	4,5%	12,0%	-3,5%	-0,3%	12,1%	10,4%	18,4%	7,2%	-6,4%	-0,3%	2,2%	-1,6%	-4,8%	n/d
Importaciones en USD	6.317	5.966	6.207	6.162	5.364	5.737	5.196	5.960	6.102	6.447	5.458	6.179	6.310	4.699	n/d
<i>Var. % a/a</i>	25,1%	27,5%	28,5%	30,5%	18,5%	32,2%	26,2%	8,9%	22,7%	6,3%	-7,5%	2,3%	-0,1%	-21,2%	n/d
Saldo Comercial en USD	-1.052	-698	-927	-1.494	-787	-927	-892	-554	-887	-1.311	-322	-772	-1.131	314	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	196,3	198,1	198,7	201,0	200,6	203,1	212,9	217,2	219,0	223,4	210,1	201,8	200,4	194,5	198,9
<i>Var. % a/a</i>	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%	9,3%	13,1%	14,3%	7,6%	-1,8%	2,1%	-0,9%	0,4%