

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 166 - Año 18 –

18 de octubre de 2018

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

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** En septiembre el IPC aumentó 6,5% (40,5% i.a.), la mayor inflación mensual desde abril de 2002. La inflación acumulada en los primeros 9 meses de 2018 ha sido de 32,4%.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Nuevo régimen monetario y cambiario.** Desde el 1° de octubre el BCRA aplica un régimen de banda cambiaria móvil, con límites que crecen a razón de 3% mensual hasta fin de año, más una meta de crecimiento cero de la base monetaria hasta junio del año próximo.

**Fuerte suba de tasas de interés.** El nuevo régimen logró hacer retroceder al dólar mediante una fuerte suba de tasas de interés. Esto ha generado una fuerte contracción de liquidez con impacto negativo en la demanda interna. La suba permanente del déficit cuasifiscal del BCRA y el aumento del desempleo asoman ahora como nuevos factores de riesgo.

**Actividad económica.** Los indicadores de actividad muestran una tendencia a la baja, exacerbada por el aumento de las tasas de interés. A su vez el saldo de la balanza comercial sigue mostrando un saldo deficitario, a pesar de la suba del tipo de cambio de este año.

**Trump sigue hablando.** El presidente de los EE.UU. ha culpado a la Reserva Federal por la reciente volatilidad de los mercados financieros, pero esta obedece a los efectos no deseados de la política fiscal y de la agresiva política comercial de la Casa Blanca.

**Brasil elige presidente.** Luego del triunfo en la primera vuelta de las elecciones presidenciales de Brasil, se espera que Jair Bolsonaro se imponga en el ballottage del 28 de octubre. Las proyecciones de consenso indican que recibirá una economía en recuperación: el PIB de Brasil crecerá 1,4% en 2018 y 2,4% en el año 2019.

## LO QUE VIENE

**Tasas de interés.** Sin signos de desaceleración de la inflación, se espera que las elevadas tasas de interés se mantengan sin cambios significativos al menos hasta mediados de noviembre.

**Presupuesto 2019.** En las próximas semanas se iniciará el debate del proyecto de ley de Presupuesto de 2019. El Gobierno Nacional y la oposición siguen negociando cambios al mismo, lo cual torna ahora incierta la fecha para la votación de dicho proyecto.

**Tasa de Fondos Federales:** La próxima reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal será el 7-8 de noviembre. Se espera que mantenga la tasa de Fondos Federales sin cambios hasta la reunión de diciembre.

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

Viamonte 1816 - C1056ABB - CABA - Argentina - (+54-11) 4811-5327 / 6052 / 7441  
fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

## PANORAMA DE ARGENTINA

### CRISIS CONTENIDA, PERO NO FINALIZADA

Héctor Rubini

**La fuerte suba de tasas de interés hizo retroceder al dólar. Esto ha generado una fuerte contracción de liquidez con impacto negativo en la demanda interna. La suba permanente del déficit cuasifiscal del BCRA y el aumento del desempleo asoman como nuevos factores de riesgo.**

#### *a. Cambios en el programa macro*

El viaje de Macri a EE.UU. marcó el fin del programa original acordado con el FMI. Luego del visible desacuerdo entre el FMI y la estrategia de subastas de divisas del BCRA, el 25 de septiembre debió renunciar el titular de la autoridad monetaria, Luis Caputo. Casi de inmediato fue reemplazado por Guido Sandleris, mano derecha del Ministro de Hacienda, contando con el total respaldo del Ejecutivo y del FMI. Un movimiento drástico para poner fin al persistente exceso de demanda de dólares pero que consolida la subordinación del BCRA al Ministerio de Hacienda y al FMI.

Los rumores en el mercado local preveían un adelantamiento para este año y el próximo de los desembolsos del FMI previstos para 2020 y 2021 y una ampliación en U\$S 20.000 M del préstamo otorgado en junio por U\$S 50.000 M. El organismo confirmó el adelantamiento de fondos, pero la ampliación del crédito fue por U\$S 7.000 M.

Christine Lagarde sostuvo que el núcleo del nuevo programa es lograr que en 2019 el déficit primario sea cero, y que en 2020 se obtenga un superávit primario de 1% del PIB. En su página web el FMI afirma que “los recursos disponibles en el marco del programa ya no se considerarán de carácter precautorios y las autoridades tienen la intención de utilizar el financiamiento del FMI para fines de respaldo presupuestario”. No fortalecerán la posición de reservas del BCRA, pero pareciera que Hacienda tendría libertad para venderlos discrecionalmente en el mercado colaborando con la autoridad monetaria para evitar nuevas subas del tipo de cambio. Para ello los desembolsos y su anuncio mismo apuntan a pulverizar toda expectativa de default de la deuda al menos hasta las elecciones presidenciales del año próximo. Toda nueva turbulencia estará asociada, en todo caso, a otros factores de riesgo.

#### *b. El nuevo régimen cambiario*

Tanto Lagarde como Sandleris confirmaron oficializaron el abandono del fracasado régimen de “inflation targeting”. El pasado 1° de octubre entró en vigencia un régimen de banda cambiaria deslizante superpuesto a una meta de “crecimiento cero” de la base monetaria hasta junio de 2019 y déficit fiscal primario cero en el año próximo.

El sistema de banda cambiaria es una *remake* de algunas experiencias de los años '80: una amplia banda cambiaria con límites *in crescendo* según una “tablita” de minidevaluaciones predeterminadas (crawling peg “activo”), más control de base monetaria y de tasas de interés. La intervención del BCRA se ha anunciado de manera ambigua y algo imprecisa. Si el dólar supera el límite superior de la banda, el BCRA saldría a vender (no necesariamente lo hará) divisas hasta U\$S 150 millones diarios para que el tipo de cambio retorne a la banda. Si el tipo de cambio cae debajo del “piso” actualizado, el BCRA potencialmente compraría dólares. Pero nada lo obliga a hacerlo, y la autoridad monetaria tampoco ha especificado los montos de esas intervenciones.

Las etapas del nuevo régimen son las siguientes:

**Primera etapa (01/10/18 a 31/12/18):** vigencia de una banda de fluctuación libre del dólar sin intervención del BCRA entre \$34 y \$44. Ambos límites se actualizan diariamente a razón de 3% mensual hasta fin de año. A su vez, si la inflación no se desacelera, la tasa de las LELIQ no serán inferiores a 60% aual<sup>1</sup>. Ese era el nivel vigente al 27 de septiembre pasado. El 28 de septiembre el BCRA colocó LELIQ a 65%, y el día de inicio del nuevo régimen, lo hizo pagando 67,18%. **Al cierre de este informe el BCRA colocó \$ 185.053 M (U\$S 5.000 M) a una tasa promedio de 72,7%. La tasa máxima de corte fue de 73,9%, al igual que en la colocación del martes 16 de octubre.**

<sup>1</sup> LELIQ: es la abreviatura de “Letras de Liquidez”. Es deuda emitida por el BCRA (bonos cupón cero) en pesos a 7 días de plazo hasta el vencimiento.

El crecimiento de la base monetaria sería cero<sup>2</sup>, salvo en diciembre en que aumentará 6,3%, de manera no reversible, para atender el aumento estacional de la demanda de pesos. El aumento de encajes a ser integrado con LELIQ podría repetirse en noviembre.

**Segunda etapa (01/01/19 a 30/06/19):** al inicio del nuevo año el BCRA evaluará potenciales modificaciones a la banda cambiaria, tanto los límites como el ancho de la banda, e inevitablemente su sendero. Nada se anunció sobre el futuro de la tasa de las LELIQ a partir de entonces. La base monetaria se mantendrá con crecimiento cero en términos nominales hasta junio de 2019 en que aumentará 1,7%.

**Tercera etapa: a partir del 01/07/19:** habrá alguna modificación (o no) a este régimen de “target zones” o banda cambiaria móvil, con control de la base monetaria y de tasa de interés interbancaria.

El desempeño inicial ha sido exitoso para frenar la fiebre psicológica por el dólar y hacer retroceder su cotización a valores entre \$37,00 y \$37,50. El instrumento ha sido un fuerte aumento de las tasas de interés mediante la entrada en vigor de una nueva suba de encajes bancarios a ser integrados con LELIQ. El resultado es un crecimiento permanente de tasas de interés, a niveles ya altos desde fines de septiembre, que junto a una inflación que no cede (el IPC aumentó 6,5% en septiembre y nada indica que en octubre sea muy diferente), el régimen induce un corte de crédito y de liquidez para el sector privado deprimiendo la demanda agregada, la actividad y al empleo a límites nada fáciles de tolerar.

El espíritu del nuevo régimen sería, aun así, el siguiente

- a) con la tasa de las LELIQ se trata de controlar la inflación observada,
- b) con el crecimiento cero de la base monetaria hasta junio, se trata de controlar la inflación esperada, y
- c) con los límites preanunciados de la banda cambiaria y las potenciales intervenciones del BCRA se trata de controlar la tasa de variación esperada del tipo de cambio nominal, la observada y su traslado a la inflación.

Problemas que emergen aquí:

a) tres instrumentos (tasas de interés, base monetaria, y tipo de cambio nominal esperado), para controlar cuatro variables endógenas (inflación esperada, tipo de cambio observado, inflación observada, agregados monetarios (M2, al menos) y reservas internacionales<sup>3</sup>). No hace falta releer a Jan Tinbergen para advertir que estamos en presencia de una indeterminación fundamental

b) si se controla la base monetaria, la tasa de interés y el tipo de cambio pasan a ser endógenos dentro de la banda. Pero si el tipo de cambio toca el techo o el “piso” de la banda, la base monetaria pasa a ser endógena, al igual que las reservas internacionales, a riesgo de perderse el control o bien del tipo de cambio esperado, o bien de la inflación esperada, o bien de la tasa de interés,

c) si el mercado no cree en el régimen, como ocurrió con el programa de la “tablita” de Martínez de Hoz, y el dólar escapa recurrentemente al límite superior, las ventas diarias del BCRA se disparan automáticamente, ergo, habría absorción de base monetaria. Pero si el mercado no revierte sus expectativas, podría esto incentivar ataques especulativos, forzando al BCRA o bien a cambiar el techo de la banda o a abandonarla.

La evidencia histórica no es concluyente. Ha habido casos de regímenes análogos razonablemente exitosos, que no tuvieron finales con crisis, como los de Israel (enero 1989-mayo 1997), Chile (enero 1995-julio 1997), Colombia (octubre 1994-octubre 1996), y Costa Rica (octubre 2006-enero de 2015). Otros terminaron en colapsos cambiarios, como la “tablita” de Argentina (diciembre de 1978-marzo de 1981), el Mecanismo Cambiario Europeo (marzo 1979-agosto de 1993), México (febrero de 1994-enero de 1995), e Indonesia (marzo de 1994-noviembre de 1996).

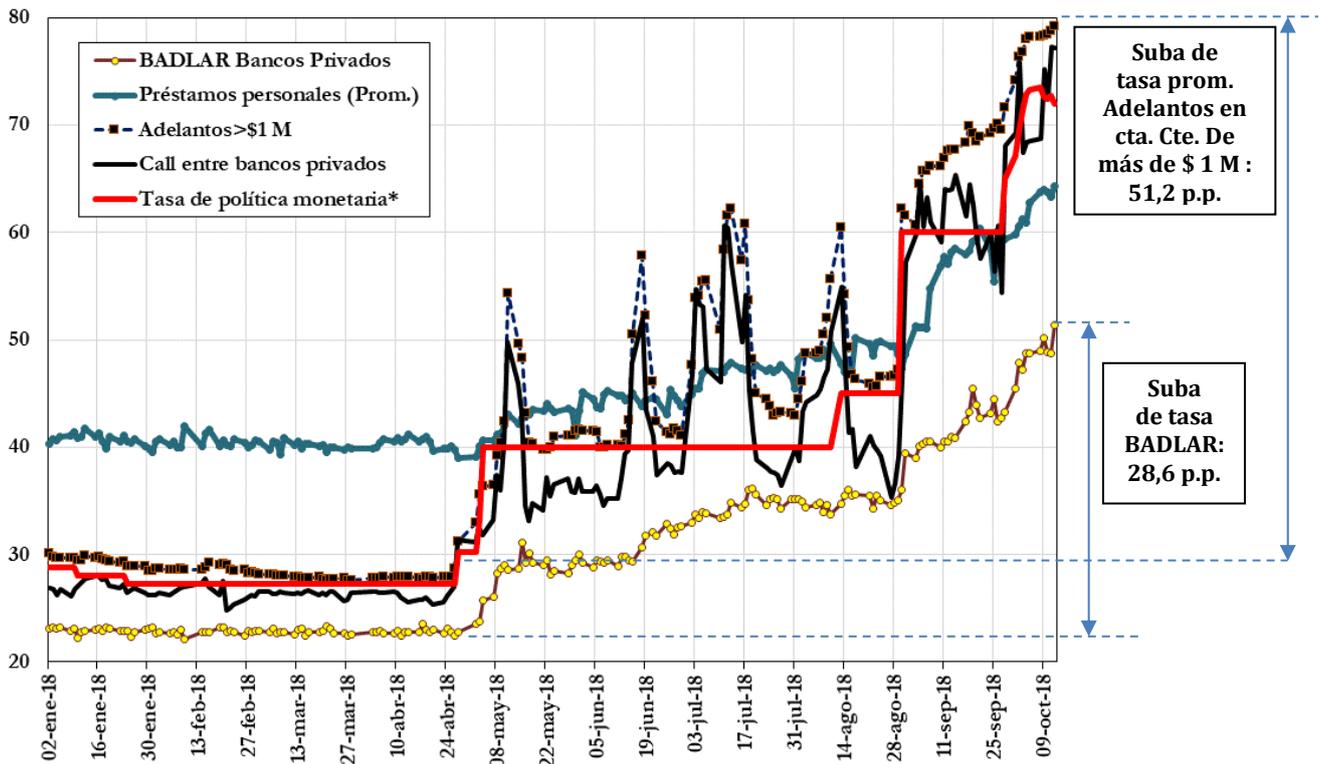
Si el nuevo régimen es creíble, mantendría la inflación acotada al traslado del tipo de cambio y de tarifas y combustibles a precios, con relativa estabilidad del tipo de cambio real de septiembre pasado. Pero sin estabilizarse las expectativas, el mercado exige altas tasas de interés a la deuda pública. Algo que se traslada a fuertes subas no sólo en las tasas de interés, sino en los spreads entre tasas activas y pasivas:

---

<sup>2</sup> El “Plan Monetario” presentado por la nueva conducción del BCRA sugiere (no es del todo claro) que se trata del crecimiento de los saldos promedio mensuales de la base monetaria, no entre los niveles a fin de cada mes.

<sup>3</sup> Podría agregarse uno más, ya que en el archivo Powerpoint titulado “Plan Monetario” se habla como objetivo adicional el de “evitar excesiva apreciación real” cuando el tipo de cambio perfore el piso de la banda oficial.

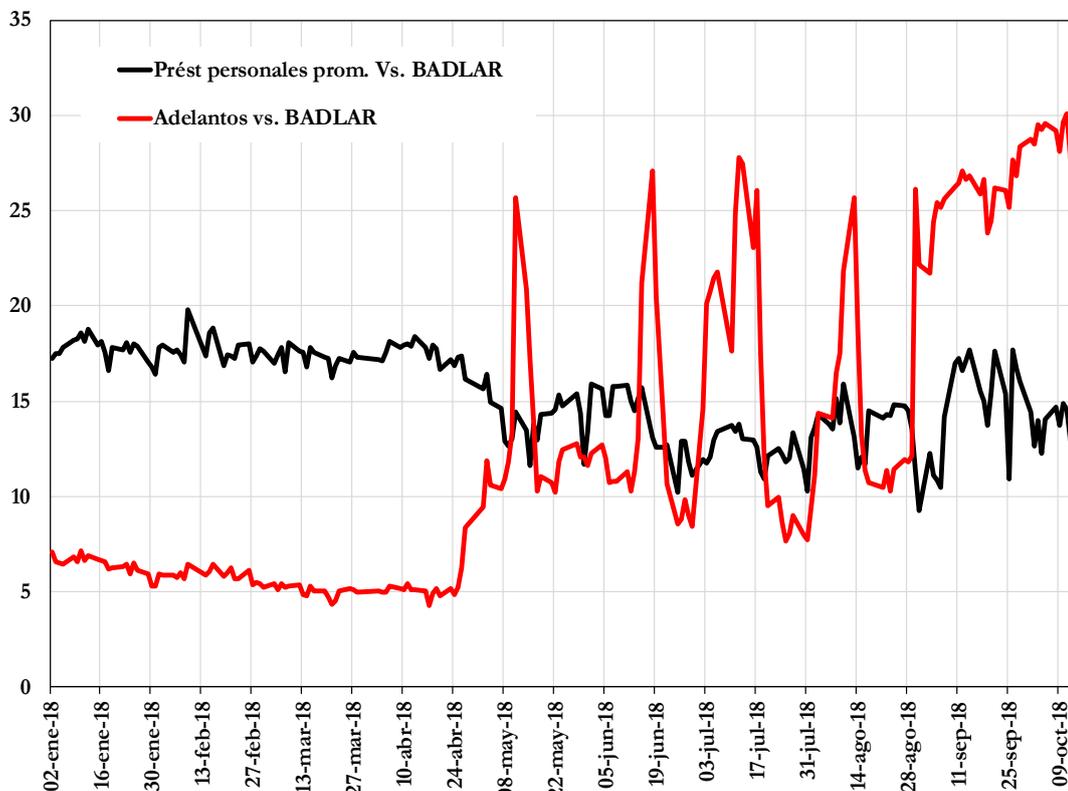
**GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS (% ANUAL) EN LA CRISIS ACTUAL**



\*Hasta el 07/08/18 la tasa de política monetaria era el promedio entre las tasas de pasivos activos y pasivos del BCRA a 7 días (el centro del llamado “corredor” de tasas de pasivos). A partir del 07/08/18 es la tasa de las Letras de Liquidez del BCRA (a 7 días) –“LELIQ”-  
 BADLAR: tasa promedio de depósitos a plazo fijo superiores a \$ 1 M a 30-35 días de plazo.

Fuente: BCRA

**GRÁFICO 2: SPREADS DE TASAS ACTIVAS VS. PASIVAS EN 2018 (EN PUNTOS PORCENTUALES)**



Fuente: BCRA

Para las micro y pequeñas empresas el costo financiero en un contexto inflacionario se termina trasladando a los precios, lo que vía caída de ventas conduce a contracción de la producción. **Es el conocido efecto “Cavalo-Patman”: la suba de tasas de interés, junto al racionamiento de crédito bancario formal conduce no sólo a la desintermediación financiera y a costos más altos, sino a un sesgo estanflacionario que es justamente lo que en definitiva se trata de evitar.**

El inicio del nuevo régimen pareciera ajustarse a esa caracterización. La menor liquidez reduce la demanda de dólares, mientras la ayuda del FMI reduciría a cero la probabilidad default de la deuda. Pero la conexión entre costo de crédito y capital de trabajo de las empresas hace que el impacto estanflacionario sea inevitablemente más rápido y agudo que la baja de la inflación asociable al enfriamiento de la demanda agregada.

Lo más inmediato será la contracción de la inversión, la producción y el empleo, no la baja de la inflación. Máxime cuando se mantiene sin cambios la indexación de contratos y precios regulados, y las subas persistentes de combustibles y tarifas públicas. A esto se sumará también la fuerte presión de los gremios para recomponer salarios reales y lograr también la revisión mensual de las paritarias laborales.

Sin inflación en baja, la meta de crecimiento cero de la base monetaria sustituye, como advirtiera Guillermo Calvo el pasado fin de semana, el “*sudden stop*” de financiamiento externo por uno al crédito privado interno. Si dicha política no desacelera la inflación con una suba de precios en 12 meses entre 45% y 50%%, y crecimiento cero de la base monetaria, la cantidad real de dinero en el bolsillo de todos los argentinos se destruye en más de un 30%.

Sin embargo, frente a una inevitable y persistente volatilidad de precios relativos, no es fácil creer que una regla incondicional de crecimiento cero de la base monetaria se pueda mantener en el tiempo. Menos aun cuando **no se observa un giro claro y decidido hacia una efectiva reducción de la suma de pasivos fiscales y cuasifiscales del sector público consolidado.**

Algunos anuncios de los últimos días no han contribuido a mejorar las expectativas ni la credibilidad en las autoridades. Días después de que el ministro de Energía anunciara a intendentes de Cambiemos que la suba de tarifas de gas de este mes sería la última, hace dos semanas anticipó una suba de tarifas del año próximo en 24 cuotas para compensar a las distribuidoras las pérdidas en que incurrieron por no trasladar la suba del dólar a las tarifas a los consumidores finales. La semana pasada el gobierno se vio obligado a dar marcha atrás y anunciar que se hará cargo el Estado de tal contingencia. Luego anunció una reforma a la ley de Alquileres que apunta a reducir los costos de ingreso de los inquilinos a nuevas viviendas, pero la regulación llevaría a una indexación institucional con un índice que combinaría IPC (CER) y salarios. **El riesgo es el de una casi inevitable contracción de oferta de viviendas y un salto en el valor de los alquileres.**

En definitiva, nada hace prever una rápida estabilización de la inflación ni de las expectativas, si bien el torniquete aplicado vía subas de tasas ha puesto fin (al menos transitorio) a la pérdida de reservas del BCRA y a las expectativas de nuevas subas de la cotización del dólar.

Sin embargo, el nuevo régimen debe atravesar al menos inicialmente una fase de aguda contracción económica de profundidad y duración incierta. Una etapa en la que **se pondrá a prueba también la capacidad de las autoridades para resistir presiones y reclamos de una virulencia probablemente mucho mayor que la observada desde diciembre de 2015 hasta ahora.**

Y junto a esto, **la inevitable incertidumbre respecto del comportamiento futuro de la demanda local de pesos, de depósitos bancarios y de deuda pública. Y también de la dinámica de la emisión de dinero y en particular de la deuda cuasifiscal del BCRA, cada vez más concentrada en LELIQ a 7 días y a tasas superiores al 70% anual.**

## LAS “SUPER-TASAS” PROFUNDIZAN EL DETERIORO ECONÓMICO

*Eliana Scialabba*

**La suba de las tasas de interés ha tenido impacto negativo en el nivel de actividad, que continúa contrayéndose. La recaudación tributaria creció en términos nominale, pero disminuyó en términos reales. A su vez, la balanza comercial sigue en “rojo” a pesar de la reciente suba de dólar.**

### 1. Contexto

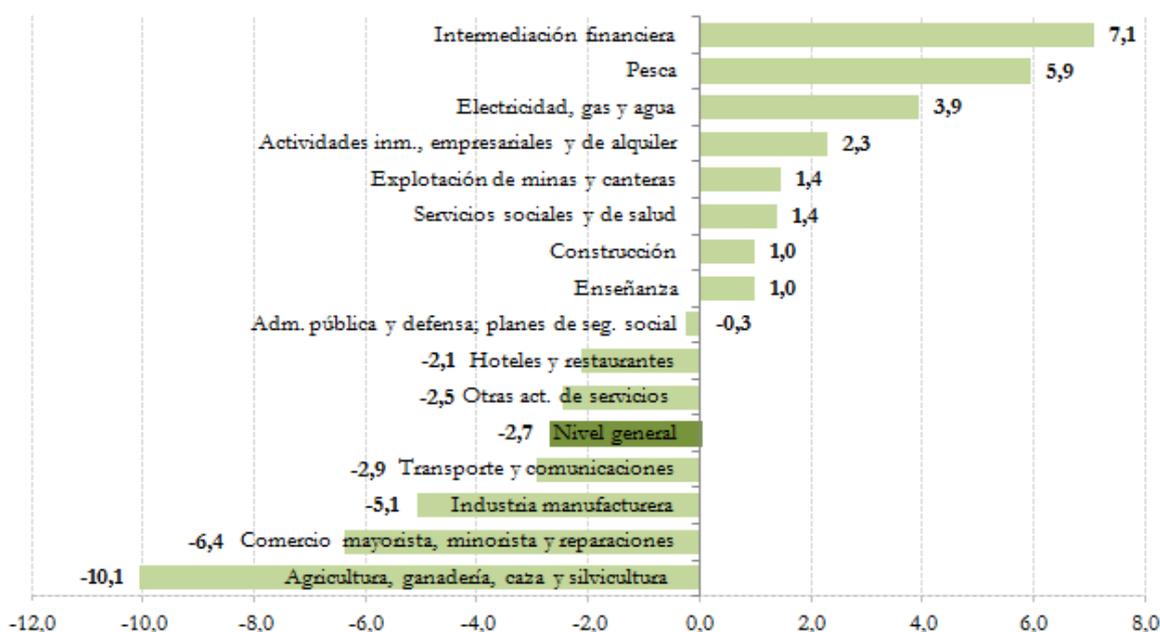
Anunciado el acuerdo con el FMI, el BCRA presentó un esquema monetario en el que se planteó la realización de un “apretón” monetario, con el objetivo de contener la inflación; junto con una delimitación de bandas cambiarias de no intervención en el mercado de divisas, con un piso de \$/US\$ 33 y un techo de \$/US\$ 44, pero ajustable un 3% mensual, para evitar el atraso cambiario en términos reales.

Este paquete de medidas monetarias y cambiarias presionó más al alza las “super-tasas” de interés con las que el BCRA busca quitar el exceso de dinero de circulación y reducir la incertidumbre en torno a la cotización del dólar. Sin embargo, aunque hasta el momento se ha “desinflado” la cotización de la divisa estadounidense y la plaza parece estar secándose de pesos, una tasa de interés de política monetaria del 72% fomenta el “carry trade” y hace inviable cualquier actividad ligada a la economía productiva.

### 2. Nivel de actividad

Según el INDEC, en julio la actividad económica se contrajo un 2,7% respecto al mismo mes del año anterior, debido a las abruptas caídas interanuales de los sectores con mayor peso relativo: “Agricultura, ganadería, caza y silvicultura” se contrajo un 10,1%, seguido por “Comercio mayorista, minorista y reparaciones” (-6,4%), “Industria manufacturera” (-5,1%) y “Transporte y telecomunicaciones” (-2,9%).

**GRÁFICO 3. ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA POR SECTOR. JUNIO 2018.**  
**VARIACIONES % INTERANUALES**



Fuente: elaboración en base a INDEC

En tanto, la actividad del sector “Intermediación financiera” se expandió un 7,1% i.a., siendo este el sector de mayor relevancia de los que presentaron resultados positivos. Aunque el último dato disponible es de hace más de 60

días, la caída del nivel de actividad se hace notar y **según varios indicadores adelantados del sector privado, se profundizará la recesión en los próximos meses.**

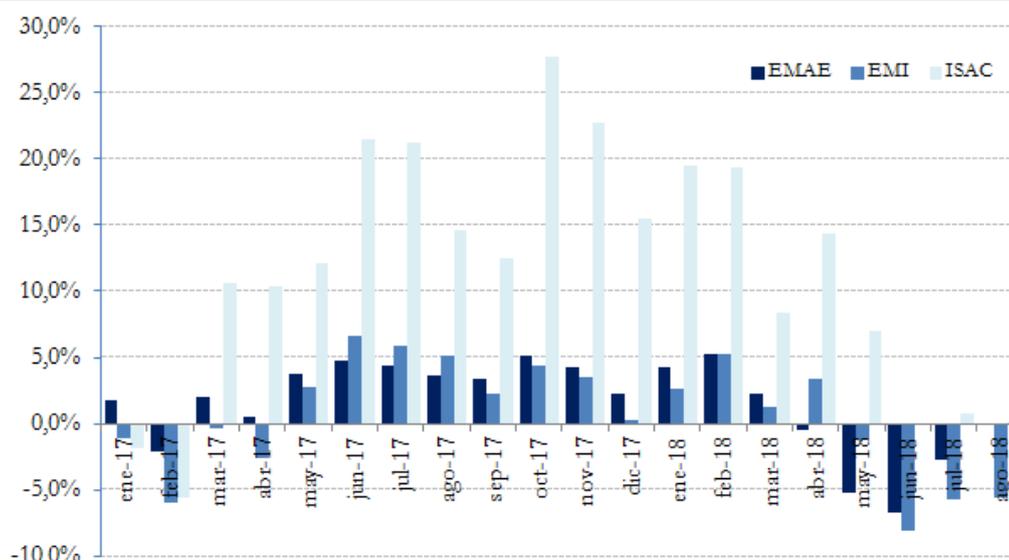
La suba del tipo de cambio y de las tasas de interés de referencia ha afectado negativamente a la cadena de pagos. La fuerte suba del costo de financiamiento (especialmente para las PyMEs), y de los importados han tenido impacto negativo en las empresas.

De acuerdo al Estimador Mensual de Industria, en agosto la producción manufacturera se contrajo un 5,6% interanual, y el acumulado en el año presenta una caída del 0,8% respecto al mismo período del año anterior.

Las mayores caídas interanuales se verificaron en los sectores “Productos textiles” (-16,6%), “Caucho y plástico” (-13,2%), “Metalmeccánica excluido automotores” (-10,8%) y “Sustancias y productos químicos” (-9,3%). En tanto, los únicos sectores que presentaron expansión de la producción respecto a agosto de 2017 fueron “Automotores” (+13,7%) e “Industrias metálicas básicas” (+7,7%).

En tanto, en el acumulado hasta agosto, las mayores contracciones respecto al mismo período del año anterior, se registraron en los sectores “Productos textiles” (-9,0%), “Refinación del petróleo” (-7,9%), “Productos del tabanco” (-6,7%), “Caucho y plástico” (-5,6%) y “Sustancias y productos químicos” (-5,2%). También el sector “Alimentos y bebidas”, sector con mayor participación en el indicador, presentó una caída del 0,7%. En tanto, las mayores expansiones se verificaron en “Industrias metálicas básicas” (+14,6%), “Automotores” (+14,3%) – de la mano de las mayores exportaciones - y “Minerales no metálicos” (+4,8%).

**GRÁFICO 4. INDICADORES DE ACTIVIDAD: EMAE, EMI E ISAC. VARIACIONES % INTERANUALES**



Fuente: elaboración en base a INDEC

En tanto, en línea con estos resultados, durante el mes de agosto la utilización de la capacidad instalada de la industria se ubicó en el 63,0%, por debajo del 67,3% del mismo mes del año anterior.

Con respecto al comportamiento sectorial, por encima del nivel general se ubicaron “Industrias metálicas básicas” (85,2%), “Refinación del petróleo” (78,1%), “Productos del tabaco” (76,7%), “Papel y cartón” (76,1%), y productos minerales no metálicos (72,1%). Mientras que por debajo del nivel medio estuvieron los sectores “Productos alimenticios y bebidas” (61,7%), “Productos de caucho y plástico” (57,6%), “Industria automotriz” (57,3%), “Sustancias y productos químicos” (54,1%), “Metalmeccánica excepto automotores” (53,9%), “Edición e impresión” (53,9%) y “Productos textiles” (53,4%).

Por otra parte, la construcción, sector que traccionaba el crecimiento del último año, se expandió un 1,0% i.a. en el mes de agosto, y en lo que va del año acumula un alza del 7,9% respecto al mismo período del año anterior, debido a las fuertes expansiones de los primeros meses del año, de acuerdo al ISAC – INDEC. A su vez, la retracción en la obra pública provocó una caída de 31% en el consumo aparente de asfalto.

A su vez, la suba del dólar y de las tasas de interés, con el consecuente encarecimiento del crédito, afectaron a la construcción privada: los permisos de edificación cayeron un 15,5% i.a. Además, se contrajo el consumo de “Artículos sanitarios de cerámica” (-23,2%), “Pinturas para la construcción” (-12,7%) y “Cales” (-9,7%), entre otros.

### 3. Recaudación

Durante el mes de septiembre, la recaudación en términos nominales se expandió un 32%, a \$ 295.818 M, con un comportamiento heterogéneo de los principales tributos. **En términos reales, en cambio, la recaudación se contrajo un 2,4%.**

El IVA, que explica más de un tercio de la recaudación, se expandió un 51,3% i.a.: el componente impositivo aumentó un 37,5% i.a. y el aduanero un 74% i.a. De acuerdo a la AFIP, el alza del primero se explica por el proceso de formalización de la economía y el incremento de las transacciones electrónicas y se vio atenuado por el alza del aduanero, que se expandió por el incremento del tipo de cambio. En tanto, Ganancias, que representa el 20% de los recursos, presentó un alza del 14,6%, debido a que el segundo anticipo de personas físicas ingresará este mes.

Los derechos sobre el comercio exterior se incrementaron un 102,5% i.a., aunque sólo representan el 8% de la recaudación total, sumando \$23.676 M. Este resultado se explicó por la depreciación del dólar y la implementación del nuevo esquema de retenciones a las exportaciones.

Los derechos de importación se expandieron un 55,8% por el efecto cambiario, mientras que los correspondientes a la exportación (retenciones) presentaron un alza del 165,2%: de los \$ 13.207 M, casi \$ 2.900 se explicaron por el nuevo tributo especial.

**CUADRO 1. RECAUDACIÓN TRIBUTARIA. SEPTIEMBRE 2018.**

|                                       | Millones de pesos | Variación % interanual | Participación |
|---------------------------------------|-------------------|------------------------|---------------|
| <b>1- IMPUESTOS</b>                   | <b>201.492</b>    | <b>30,3%</b>           | <b>68,1%</b>  |
| Ganancias                             | 59.398            | 14,6%                  | 20,1%         |
| IVA                                   | 103.570           | 51,3%                  | 35,0%         |
| <b>2- DERECHOS S/ COM. EXT.</b>       | <b>23.676</b>     | <b>102,5%</b>          | <b>8,0%</b>   |
| Derechos de importación               | 10.249            | 55,8%                  | 3,5%          |
| Derechos de exportación               | 13.207            | 165,2%                 | 4,5%          |
| <b>3- AP. Y CONTRIB. A LA S. SOC.</b> | <b>70.650</b>     | <b>22,2%</b>           | <b>23,9%</b>  |
| Aportes personales                    | 28.659            | 24,6%                  | 9,7%          |
| Contribuciones patronales             | 40.549            | 22,1%                  | 13,7%         |
| <b>TOTAL REC. TRIBUTARIOS</b>         | <b>295.818</b>    | <b>32,0%</b>           | <b>100,0%</b> |

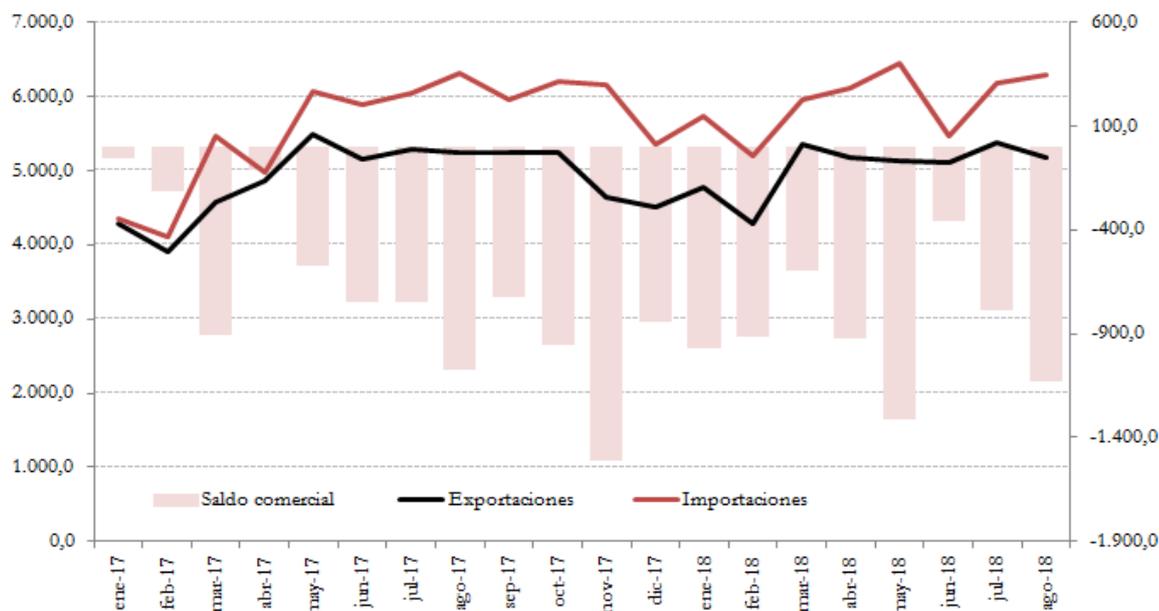
Fuente: elaboración en base a AFIP

Por último, los aportes y contribución a la seguridad social, que representan casi un cuarto de los ingresos fiscales, se expandieron un 22,2% i.a. Los aportes patronales aumentaron un 24,6% y las contribuciones un 22,1%. Estos resultados se explican, según la AFIP, por el incremento del mínimo no imponible, el establecimiento de una alícuota unificada y los salarios incrementándose por debajo de la inflación (al mes de julio, 31,2% i.a. de inflación contra 23,2% i.a. de incremento de remuneraciones medias, según últimos datos disponibles del MTEySS).

### 4. Sector externo

Durante el mes de agosto, las exportaciones alcanzaron US\$ 5.167 M, cayendo un 1,4% respecto al mismo mes del año anterior, debido a que los precios subieron un 6,1% i.a. y las cantidades cayeron un 7,2% i.a.; mientras que las importaciones sumaron US\$ 6.294 M, con una caída del 0,3% i.a., explicada por la suba del 5,5% i.a. de los precios y la contracción del 5,4% i.a. de las cantidades. De esta forma, el déficit de balanza comercial alcanzó los US\$ 1.127 M.

**GRÁFICO 5. EXPORTACIONES E IMPORTACIONES. MILLONES DE DÓLARES**



Fuente: elaboración en base a INDEC

Dentro de las exportaciones, se observa que las ventas al resto del mundo de “Productos primarios” totalizaron US\$ 1.090 M (-20,5% i.a.), mientras que los envíos de “Manufacturas de origen agropecuario” fueron de US\$ 2.077 M (+0,4% i.a.), los de “Combustibles y energía” de US\$ 207 M (+7,8% i.a.) y los de “Manufacturas de origen industrial” sumaron US\$ 1.793 M (+11,3% i.a.). Estos resultados muestran el efecto positivo de la depreciación cambiaria sobre los sectores exportadores, excluidos los “Productos primarios”, cuyo desempeño se explica por la sequía.

A su vez, en las importaciones se verifica una contracción de la adquisición de Bienes de capital a US\$ 1.107 M (-24,4% i.a.), de Vehículos automotores de pasajeros a US\$ 489 M (-15,3% i.a.), y de Piezas y accesorios para bienes de capital” a US\$ 1.059 M, (-9,4% i.a.). Además, la compra de Bienes de consumo alcanzó los US\$ 830 M (-4,0% i.a.) y de “Resto” US\$ 25 M (-3,8% i.a.). Por otro lado, aumentaron las importaciones de Combustibles y lubricantes básicos y elaborados a US\$ 828 M (+57,1% i.a.) y de Bienes intermedios a US\$ 1.956 M (+16,7% i.a.)

## PANORAMA INTERNACIONAL

### LA FED NO ES “LA LOCA”

Jorge Viñas

**Trump culpa a la Fed de la corrección de los mercados financieros, pero la misma es atribuible a los efectos no deseados de sus políticas fiscal y comercial. A su vez, el FMI redujo sus proyecciones de crecimiento global de 3,9% a 3,7% para 2018 y 2019, y el gobierno italiano proyecta un déficit fiscal de 2,4% del PIB en 2019, incompatible con las exigencias de la UE para reducir su deuda.**

*“The Fed is going loco...”  
 Donald Trump, 10 de octubre de 2018*

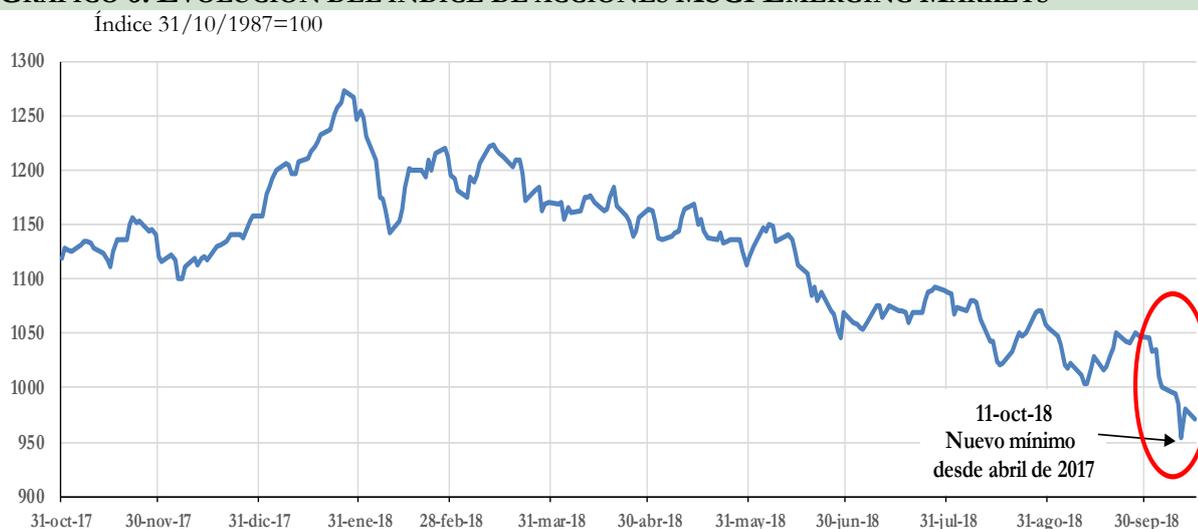
#### 1. Los efectos no deseados de las políticas de Trump salen a la superficie

En la segunda semana de octubre, los mercados financieros internacionales entraron en zona de turbulencia, con caídas generalizadas de precios de activos de riesgo y fuerte aumento de la volatilidad. En particular, la corrección de los principales índices accionarios de EE.UU., que habían alcanzado nuevos máximos históricos a fines de septiembre, tuvo características similares al derrumbe que experimentaron en febrero de 2018. El miércoles 10 y el jueves 11 de octubre fueron las jornadas más álgidas, con fuertes liquidaciones de posiciones en lapsos cortos de tiempo, en los que las

plataformas de trading electrónico, manejadas a través de algoritmos, tuvieron nuevamente una gran injerencia, tal como había ocurrido en el episodio de febrero. Al 15 de octubre, en lo que va del mes el índice S&P500 acumula una caída del 5,6%, el Dow Jones Industrial baja el 4,6% y el Nasdaq, que concentra las empresas tecnológicas que habían tenido el mejor desempeño del año, cae el 7,3%. El resto de los mercados de acciones, tanto de países desarrollados como emergentes, también sufrieron importantes pérdidas, a pesar de que, a diferencia de los mercados de EE.UU., ya venían muy castigados, sin haber podido nunca recuperarse del shock negativo de febrero.

Por ejemplo, el índice de acciones MSCI de Mercados Emergentes baja en lo que va de octubre (hasta el 15) un 7,1%, registrando un nuevo mínimo del año 2018, en el que ya acumula una desvalorización del 16%<sup>4</sup> (véase el Gráfico 6). La corrección de precios no solo alcanzó a las acciones. También afectó a otros activos de riesgo, como los bonos de países emergentes y los bonos de empresas de alto riesgo (*high-yield*) de EE.UU., que sufrieron por la suba de la tasa libre de riesgo (la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años) y por el aumento de los spreads por el aumento de la aversión al riesgo de los inversores.

### GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE ACCIONES MSCI EMERGING MARKETS



Fuente: Bloomberg

Justamente, la reciente suba de la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, que generalmente es considerada como la referencia del costo de oportunidad para las inversiones de riesgo, puede identificarse como el disparador de la corrección de los mercados financieros.

Tras haberse mantenido entre junio y mediados de septiembre en un rango entre 2,8% y 3%, trepó hasta un máximo de 3,23% el 5 de octubre. Como ha sido el caso en situaciones similares anteriores, el desencadenante no es el nivel de la tasa, ya que en términos históricos no ha alcanzado un nivel que pueda considerarse como “asfixiante”, sino la velocidad de la suba y la perspectiva de que la tendencia alcista se sostenga o se acelere hacia adelante.

Como puede apreciarse en el Gráfico 7, la suba de la tasa a 10 años se aceleró a principios de octubre, cuando superó el anterior nivel máximo del año de 3,11% registrado en mayo. Esto ocurrió luego de en la reunión del 26 de septiembre la Fed decidió subir la tasa de Fondos Federales 25 puntos básicos (p.b.) a un rango entre 2% y 2,25%.

Además, las proyecciones actualizadas de sus miembros, plasmadas en el “mapa de puntos” (*dot-plot*) confirmaron que la mayoría se inclina por una nueva suba de 25 p.b. antes de fin de 2018, presumiblemente en la reunión de diciembre, que sería la cuarta en el año, así como tres subas más de 25 p.b. en 2019.

<sup>4</sup> Hasta principios de octubre, la gran divergencia entre el desempeño positivo de los índices de acciones de EE.UU. y las pérdidas acumuladas en la mayoría de los mercados de acciones del resto del mundo, había fomentado el debate respecto a si dicha divergencia era sostenible, y si debía corregirse mediante una recuperación del resto del mundo o por una caída de EE.UU. La incipiente mejora que experimentaron los mercados fuera de EE.UU. en septiembre entusiasmó a aquellos que sostenían que la divergencia era insostenible y se debía cerrar por una suba del resto del mundo. Pero la corrección global de la segunda semana de octubre representa un fuerte revés para este escenario.

### GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LA TASA DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS

Tasa % anual



Fuente: Bloomberg

Como ya es habitual, el Presidente Trump hizo su aparición en escena con declaraciones polémicas, responsabilizando a la Fed de haber provocado la caída de las acciones por seguir subiendo las tasas de interés innecesariamente. Tales declaraciones son muy cuestionables, en primer lugar, porque pueden ser interpretadas como un intento de injerencia del jefe de estado en los asuntos bajo la órbita exclusiva de la autoridad monetaria y, por lo tanto, una amenaza a su independencia. Además, la crítica de Trump es errónea, ya que la Fed posee argumentos sólidos para proseguir con su estrategia de suba gradual de tasas de interés. En todo caso, el “culpable” de la turbulencia financiera no es la Fed, sino las consecuencias de las políticas impulsadas por Trump.

Si bien la inflación no se consolida como una verdadera amenaza<sup>5</sup>, las presiones inflacionarias se siguen acumulando en la economía estadounidense. El desempleo bajó en octubre a un nuevo mínimo de 3,8%, en un contexto donde la política fiscal pro-cíclica de Trump continúa impulsando el crecimiento económico de corto plazo. En el tercer trimestre de 2018 se proyecta que el crecimiento del PIB se mantenga por encima del 3% anualizado<sup>6</sup>, luego de crecer 4,2% anualizado en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la política proteccionista en materia comercial, en especial los aranceles cada vez más generalizados a las importaciones desde China, es de esperar que se traduzcan en aumentos de precios en los sectores de bienes transables. Para completar el cuadro, la tendencia alcista en el precio del petróleo, a pesar de las presiones que Trump intenta ejercer sobre la OPEP, generan aumentos de costos de la energía que, en caso de persistir, se trasladarían a la inflación subyacente.

Respecto al impacto de la política fiscal, el déficit en el ejercicio fiscal 2018<sup>7</sup> ascendió a u\$s 779.000 millones de dólares, un 17% más que en el ejercicio 2017. En términos del PIB, el déficit pasó del 3,4% en el ejercicio 2017 a 3,9% en el ejercicio 2018. La baja de impuestos sancionada a fines de 2017 provocó que los ingresos fiscales crezcan sólo 0,4% respecto al ejercicio anterior, mientras que el gasto público se incrementó un 3,2%, impulsado principalmente por los gastos de defensa y, en menor medida, los gastos de salud y la ayuda para la recuperación de desastres naturales. Hacia adelante, se proyecta que el déficit fiscal continúe ampliándose, hasta alcanzar cerca del 5% en el ejercicio 2020.

Si bien esta expansión fiscal ha contribuido al crecimiento del PIB en el corriente año, el hecho de que se esté produciendo en momentos en que la economía de EE.UU. está en condiciones muy cercanas al pleno empleo, implica que una creciente presión alcista sobre las tasas reales de interés. En efecto, la suba de 35 p.b. de la tasa del bono del Tesoro a 10 años desde fines de agosto, de 2,8% a 3,15% al 15 de octubre, se explica íntegramente por el aumento del componente de tasa real, ya que la tasa del bono del Tesoro ajustable por inflación en el mismo lapso pasó de 0,70% a

<sup>5</sup> En septiembre la inflación minorista, tanto a nivel agregado como subyacente, registró una variación mensual de 0,1%, por debajo de las proyecciones de 0,2% según el consenso de Bloomberg. De esta forma, la inflación subyacente se mantuvo en el 2,2% interanual, sin mostrar síntomas de aceleración.

<sup>6</sup> Según el consenso de Bloomberg, la estimación de crecimiento del PIB para el tercer trimestre se ubica en 3,2% anualizado.

<sup>7</sup> En EE.UU., el ejercicio fiscal va de octubre del año anterior a septiembre del corriente año.

1,05%, mientras que la inflación implícita se mantuvo prácticamente estable en torno al 2,1%. Hacia adelante, la presión sobre las tasas reales de interés podría intensificarse, ya que el monto creciente de deuda que el Tesoro deberá salir a colocar para financiar un déficit fiscal más abultado, enfrentará una demanda declinante por parte de la Fed, que prosigue con el programa de reducción de los activos de su balance, mediante menores renovaciones de los vencimientos mensuales.

Respecto a la política comercial, la creciente presión que la Administración de Trump está ejerciendo sobre China, y las medidas compensatorias de réplica que China está aplicando a EE.UU., significa que el 45% del comercio bilateral ya está afectado por aranceles a la importación. Ante la resistencia de China a ceder a las presiones de EE.UU., las negociaciones no muestran ningún avance significativo. Si bien los canales de comunicación permanecen abiertos, no sería extraño que en los próximos meses el panorama empeore, con un intento de Trump de ejecutar su amenaza de ampliar la aplicación de aranceles a la totalidad de las importaciones de China. En la medida que el conflicto se agudice, las presiones sobre los precios de los bienes transables en EE.UU. se intensificarán. Pero, quizás más importante en términos del escenario global, también se acentuarán las complicaciones para la economía de China, que ya está enfrentando una desaceleración en el nivel de actividad. La pérdida de dinamismo de la economía china repercute negativamente sobre las perspectivas de la economía mundial, tal como advierte el FMI en su actualización de las proyecciones de crecimiento global de octubre de 2018. Tarde o temprano, una economía global debilitada impactará negativamente sobre la economía y los mercados financieros de EE.UU.

Finalmente, uno de los motores que ha impulsado a la economía y al mercado accionario de EE.UU., el crecimiento sostenido de las ganancias corporativas, también enfrenta complicaciones derivadas de las políticas de Trump. Por un lado, el efecto positivo de la reducción de impuestos sobre las ventas irá disminuyendo. Por otro lado, las empresas se enfrentan a un escenario de costos crecientes en materia laboral, de capital y de energía, a lo que se suman los insumos y piezas importadas de China por efecto de los aranceles. Por ello, si bien en el arranque de la temporada de presentación de balances del tercer trimestre, las empresas estadounidenses continúan presentando resultados positivos, con un crecimiento de ganancias interanual del orden del 20%, el foco de atención de los inversores está puesto en la posibilidad de que los *managers* reduzcan los pronósticos de ganancias de cara al año próximo.

## 2. *El FMI revisa a la baja las perspectivas de crecimiento global.*

En la actualización de octubre de 2018 del *World Economic Outlook* (WEO), el FMI revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento para la economía mundial para 2018 y 2019, de 3,9% a 3,7% para ambos años. De esta forma, las nuevas proyecciones apuntan a que el ritmo de crecimiento permanezca estable en el nivel de 2017. Las razones de la revisión bajista residen en la materialización de los riesgos que el organismo multilateral advertía a principios de año, muchos de los cuales han sido anticipados y ampliamente detallados en esta sección del IEM a lo largo de los últimos meses.

Entre los riesgos que se han materializado o están en vías de hacerlo, sobresalen: el incremento del proteccionismo que restringe el comercio internacional, el endurecimiento de la postura monetaria de los bancos centrales del mundo desarrollado, el deterioro de las condiciones financieras en el mundo emergente, los conflictos geopolíticos y el aumento de los costos de la energía.

En el Cuadro 2 se exponen las proyecciones de crecimiento por región y por país, así como las diferencias respecto a la actualización anterior del WEO en julio de 2018. En el mismo se puede apreciar que la revisión a la baja es mucho más pronunciada para los países emergentes que para los países desarrollados. Entre estos últimos, para 2018 la revisión a la baja se concentra en la Eurozona, que ha registrado un crecimiento decepcionante en los que va del año actual. En cambio, para 2019, la revisión a la baja se concentra a EE.UU.

Por el lado de los países emergentes, la reducción más fuerte de las proyecciones de crecimiento para 2018 se dan en Sudáfrica, Europa Emergente y Latinoamérica. En el caso de Sudáfrica y Latinoamérica, la revisión está relacionada con vulnerabilidades específicas en materia fiscal, externa y de incertidumbre política. En el caso de Europa Emergente, la baja está atada al desempeño económico decepcionante de la Eurozona. Para 2019, el patrón regional de revisiones se mantiene. En ambos años, Asia Emergente es la región que sufre menos. En este pronóstico, resulta clave el supuesto que adopta el FMI de que China logrará compensar en su mayor parte el impacto negativo sobre la actividad económica de las sanciones comerciales de EE.UU., mediante la aplicación de políticas contracíclicas. Sin embargo, la ejecución de

tales políticas enfrenta riesgos no menores para la estabilidad financiera de China. Este es uno de los motivos por el cual el organismo destaca que los riesgos para el crecimiento global continúan mostrando un sesgo a la baja.

**CUADRO 2. PROYECCIONES ACTUALIZADAS DEL FMI PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL 2018-2019**

|                               | Proyecciones WEO Oct-18 (%) |            |            | Diferencias vs. WEO jul-18 (p.p.) |             |
|-------------------------------|-----------------------------|------------|------------|-----------------------------------|-------------|
|                               | 2017                        | 2018e      | 2019e      | 2018                              | 2019        |
| <b>Crecimiento Mundial</b>    | <b>3,7</b>                  | <b>3,7</b> | <b>3,7</b> | <b>-0,2</b>                       | <b>-0,2</b> |
| <b>Países Desarrollados</b>   | <b>2,3</b>                  | <b>2,4</b> | <b>2,1</b> | <b>0,0</b>                        | <b>-0,1</b> |
| EE.UU.                        | 2,2                         | 2,9        | 2,5        | 0,0                               | -0,2        |
| Eurozona                      | 2,4                         | 2,0        | 1,9        | -0,2                              | 0,0         |
| Japón                         | 1,7                         | 1,1        | 0,9        | 0,1                               | 0,0         |
| Reino Unido                   | 1,7                         | 1,4        | 1,5        | 0,0                               | 0,0         |
| <b>Países Emergentes</b>      | <b>4,7</b>                  | <b>4,7</b> | <b>4,7</b> | <b>-0,2</b>                       | <b>-0,4</b> |
| Asia Emergente                | 6,5                         | 6,5        | 6,3        | 0,0                               | -0,2        |
| China                         | 6,9                         | 6,6        | 6,2        | 0,0                               | -0,2        |
| India                         | 6,7                         | 7,3        | 7,4        | 0,0                               | -0,1        |
| Europa Emergente              | 6,0                         | 3,8        | 2,0        | -0,5                              | -1,6        |
| Rusia                         | 1,5                         | 1,7        | 1,8        | 0,0                               | 0,3         |
| Latinoamérica y el Caribe     | 1,3                         | 1,2        | 2,2        | -0,4                              | -0,4        |
| Brasil                        | 1,0                         | 1,4        | 2,4        | -0,4                              | -0,1        |
| México                        | 2,0                         | 2,2        | 2,5        | -0,1                              | -0,2        |
| Sudáfrica                     | 1,3                         | 0,8        | 1,4        | -0,7                              | -0,3        |
| Volumen de Comercio Internac. | 5,2                         | 4,2        | 4,0        | -0,6                              | -0,5        |
| Precios de Commodities        |                             |            |            |                                   |             |
| Petróleo                      | 23,3                        | 31,4       | -0,9       | -1,6                              | 0,9         |
| No petroleros                 | 6,8                         | 2,7        | -0,7       | -3,3                              | -1,2        |
| Inflación minorista           |                             |            |            |                                   |             |
| Países Desarrollados          | 1,7                         | 2,0        | 1,9        | -0,2                              | -0,3        |
| Países Emergentes             | 4,3                         | 5,0        | 5,2        | 0,2                               | 0,7         |

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*, Octubre 2018

Respecto a otras variables macroeconómicas relevantes, el FMI proyecta una mayor desaceleración de los volúmenes de comercio internacional, en línea con el mayor proteccionismo de EE.UU. En materia de precios, para los commodities plantea un escenario con pocos cambios respecto a las proyecciones previas, con una caída muy leve en 2019, aunque interrumpiendo el comportamiento alcista de los últimos años. Por el lado de la inflación minorista se plantea un escenario divergente entre países desarrollados, donde las proyecciones muestran una leve revisión a la baja, y países emergentes, donde la revisión es al alza, producto principalmente del efecto de la depreciación cambiaria que experimentan muchos países de este grupo.

En definitiva, un escenario para la economía global que no es abiertamente negativo, aunque si más sombrío que lo que planteaba el FMI pocos meses atrás, en especial para los países emergentes, pero en general coincidiendo con los lineamientos que se vienen planteando desde esta sección del IEM mes tras mes.

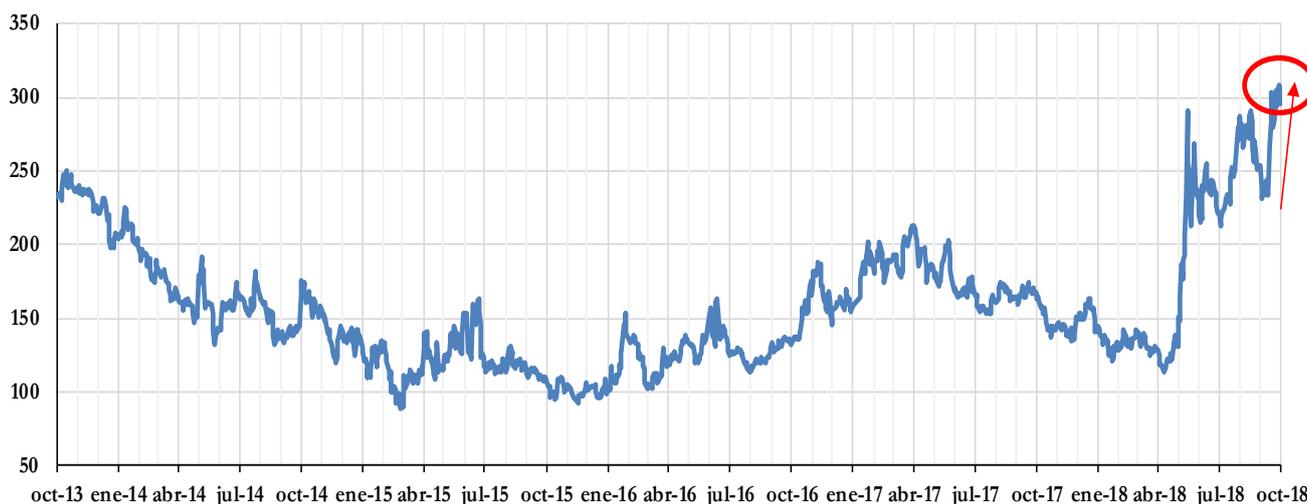
### 3. Italia se complica fiscalmente y complica a la Eurozona

Sobre el límite del plazo previsto por la Unión Europea (UE), la coalición gobernante en Italia llegó a un acuerdo para presentar el Presupuesto para 2019. El mismo contiene una meta de déficit fiscal de 2,4% del PIB, mucho más alto que el requerido para cumplir la imposición de la UE de reducir la carga de la deuda. Adicionalmente, los cálculos presupuestarios de ingresos fiscales están basados sobre una proyección de crecimiento del PIB del 1,5% para 2019, frente al crecimiento de 1,2% proyectado para 2018. Tal supuesto para 2019 resulta mucho más optimista que la mayoría de las estimaciones privadas (el consenso según Bloomberg se ubica en 1,1%) y del FMI, que estima 1,0%.

De esta forma el gobierno italiano se expone a sanciones de la UE, así como a rebaja en la calificación de riesgo soberano por parte de las principales calificadoras de riesgo. La UE tiene una semana para determinar si acepta o pide cambios al Presupuesto italiano, aunque el proceso para llegar a la aplicación de sanciones llevaría largos meses. Si bien un conflicto abierto no es inminente, la probabilidad de que Europa vuelva a ser un foco de “ruido” político, es bastante elevada a esta altura. En línea con el aumento de riesgo que representa el nuevo presupuesto, el rendimiento de los bonos italianos y el spread frente al rendimiento de los bonos alemanes han aumentado a los máximos desde el año 2013, cuando todavía la crisis fiscal y de deuda de la periferia europea estaba en vías de resolverse (ver el Gráfico 8).

### GRÁFICO 8. SPREAD DE RENDIMIENTO DEL BONO A 10 AÑOS ENTRE ITALIA Y ALEMANIA

p.b.



Fuente: Bloomberg

El conflicto en torno al presupuesto italiano cae en un mal momento para la economía de la Eurozona, que luego de un año 2017 muy favorable que planteaba expectativas positivas para 2018, el primer semestre del año actual ha resultado decepcionante en materia de actividad económica. Si bien los datos económicos más recientes muestran la posibilidad de una mejora hacia el último trimestre, la incertidumbre en torno al caso italiano puede volver a postergar la recuperación.

### BRASIL DEFINE SU FUTURO

Eloy Aguirre

**Luego del triunfo en la primera vuelta de las elecciones presidenciales de Brasil, se espera que Jair Bolsonaro se imponga en el ballottage del 28 de octubre. Las proyecciones indican que recibirá una economía en recuperación: el PIB de Brasil crecerá 1,4% en 2018 y 2,4% en el año 2019.**

#### 1. Elecciones presidenciales

El pasado 7 de octubre de 2018 se llevaron a cabo las elecciones generales a presidente en Brasil, con el triunfo contundente pero no suficiente del capitán retirado del ejército Jair Bolsonaro del Partido Social Liberal (PSL) con el 46% de los votos. En segundo lugar, con el 29,3% de los votos, quedó el candidato del Partido de los Trabajadores (PT) Fernando Haddad, que disputará la segunda vuelta con Bolsonaro el domingo 28 de octubre, con bajas posibilidades de triunfar.

En tercer lugar, con el 12,5% de los votos quedó Ciro Gomes del Partido Democrático Laborista y con 4,8% Geraldo Alekmin del Partido de la Social Democracia Brasileña en cuarto lugar. En séptimo lugar con el 1,2% de los votos aparece Henrique Meirelles, candidato del Movimiento Democrático Brasileño partido del actual presidente Temer, mostrando la baja imagen positiva con la que el actual gobierno deja el poder.

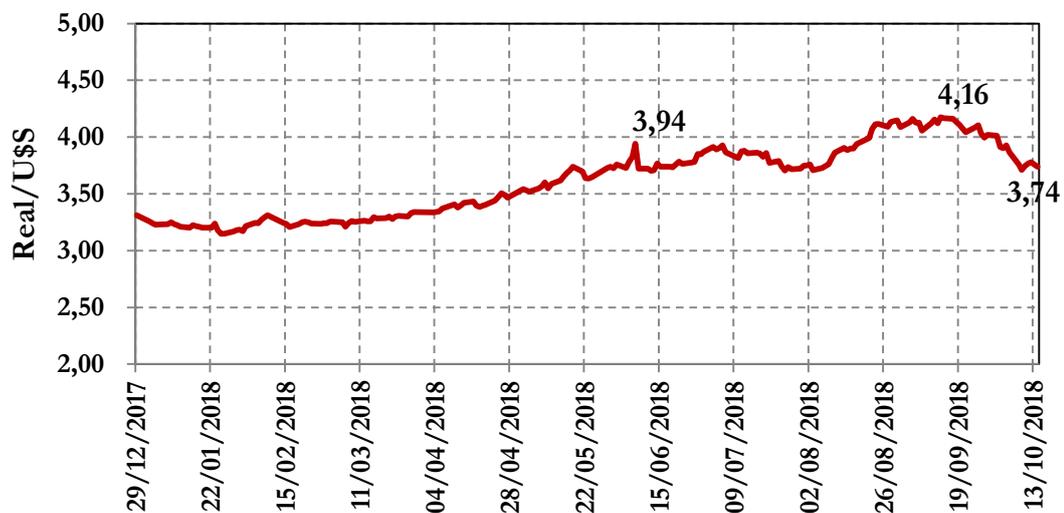
Todavía no está definida la elección, pero con el porcentaje de votos que logró Bolsonaro y la diferencia con el segundo lugar, se descuenta que será el vencedor del domingo 28 de octubre. En principio, el candidato del PT no pudo

capitalizar la intención de votos del ex presidente Lula ni tampoco las declaraciones polémicas de Bolsonaro, que según las últimas encuestas posee una intención de votos del 58% para la segunda vuelta.

Además, el caudal de votos en la primera vuelta le permitió al PSL pasar a tener 52 diputados en la cámara baja (de un total de 513 diputados), antes contaba solamente con 8 diputados y estrenar bancas en el Senado con 4 nuevos miembros (total 81 senadores), esto fortalece en alguna medida la llegada del nuevo gobierno.

El mercado financiero brasileño recibió con aprobación el triunfo en primera vuelta de Bolsonaro, el lunes después de la elección, el Índice Bovespa subió 4,6% y la moneda local se apreció 2,8% contra el dólar. Durante la semana la bolsa moderó su incremento y el lunes 15 de octubre cerró con una suba del 1,2% respecto de su último valor antes de las elecciones. A su vez, la moneda continuó apreciándose y el tipo de cambio alcanzó 3,74 reales/dólar el lunes en la misma fecha, presentando señales de confianza desde el mercado hacia el candidato ganador. El gráfico 9 muestra la evolución del tipo de cambio nominal (Real/U\$S) durante lo que va del año 2018.

**GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL BRASIL 29/12/2017- 12/10/2018**

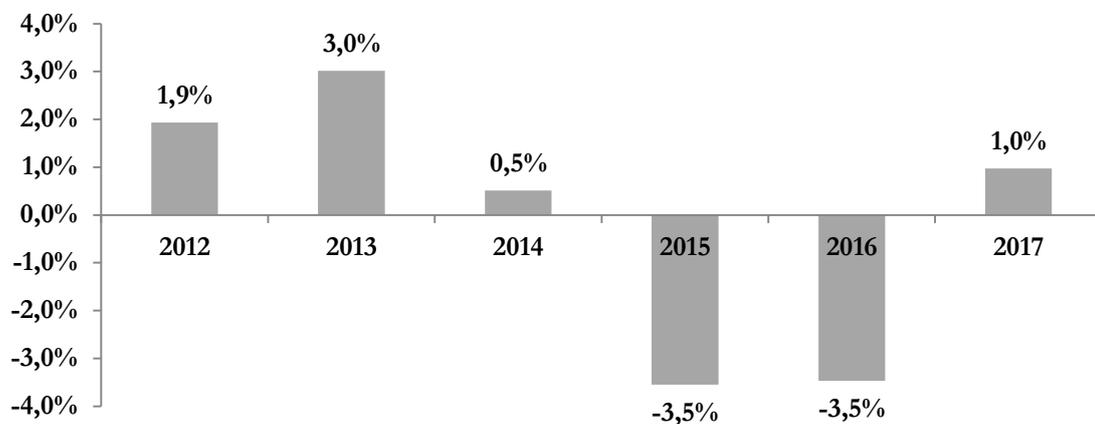


Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central

## 2. Economía

La economía que recibirá el próximo presidente de Brasil se encuentra saliendo de una dura recesión que entre los años 2015 y 2016 mostró una caída total del PIB del 7%. El gráfico XX1 muestra la evolución de las tasas de crecimiento del PIB brasileño entre el año 2012 y el año 2017.

**GRÁFICO 10: VARIACIÓN ANUAL DEL PIB DE BRASIL. 2012-2017**



Fuente: Elaboración propia en base a FMI

En 2017 la economía brasileña comienza a recuperarse de la recesión creciendo un 1% y según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional el crecimiento de la economía brasileña continuará y podría alcanzar en el año 2018 el 1,4% y en el año 2019 el 2,4%.

Varios indicadores confirman la recuperación de la economía brasileña, la producción industrial aumentó 2,5% en el año 2017 y en lo que va del año 2018 se incrementó un 2,5% interanual. La producción de vehículos creció 24% en el año 2017 y 10,5% el acumulado enero-septiembre del 2018 versus el mismo período del año anterior. Además, la inversión bruta fija creció 3,7% interanual en el segundo trimestre del año 2018 y el consumo privado aumentó 1,7% interanual.

El desempleo que en el año 2017 alcanzó el 12,8% mostró una leve mejora en el segundo trimestre del año 2018 con una tasa del 12,4%. Durante el año 2018, el empleo formal creció todos los meses y el incremento de agosto fue de 1% interanual.

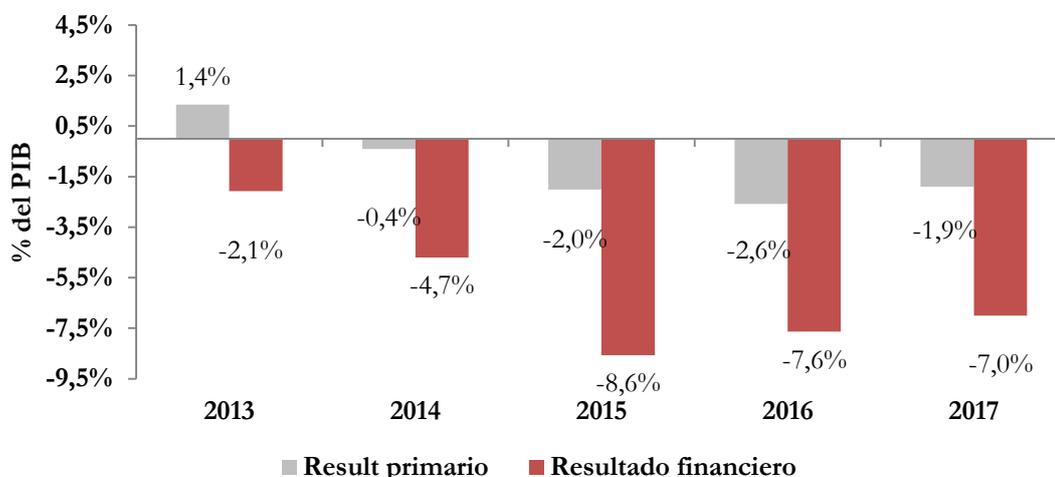
A su vez, la inflación del año 2017 fue 3,23% y la variación de precios interanual de septiembre de 2018 alcanzó el 4,6%. El Banco Central brasileño redujo la tasa de interés Selic<sup>8</sup> en marzo de este año, pasando de 6,75% a 6,5% continuando con su política de estímulo del crecimiento del producto.

En cuanto al comercio exterior en el año 2017 el saldo de balanza comercial alcanzó los U\$S 67.074 M un 40% superior al año 2016 y en los primeros 9 meses del año 2018 el superávit comercial llegó a U\$S 42.924 M mostrando un descenso del 19,5% respecto del mismo período del año 2017. En lo que va del año 2018 las exportaciones fueron U\$S 178.234 M un 8,3% superior al mismo período del año 2017 y las importaciones alcanzaron los U\$S 135.310 M, mostrando un incremento del 21,5% respecto del mismo período de 2017.

Asimismo, el déficit de cuenta corriente alcanzó el 0,4% del PIB en el año 2017 (U\$S 9.800 M.) y en lo que va del año 2018 llegó al 0,5% del PIB. A su vez, la inversión extranjera directa en Brasil alcanzó el 3,4% del PIB en el año 2017 y en lo que va del 2018 llegó a 2,3% del PIB.

En el frente fiscal, el gráfico 11 muestra el resultado fiscal primario y financiero de Brasil desde el año 2013 y hasta el año 2017. Se puede observar que el déficit fiscal primario brasileño surge a partir del año 2014 con el inicio de la crisis económica. En 2017 el déficit primario alcanzó un 1,9% del PIB y el total 7% del PIB. En el año 2018 se redujo el déficit primario y llegó a 1,4% del PIB. Se puede ver un leve mejoramiento de las cuentas fiscales con el crecimiento de la economía a partir del año 2017 y la reducción del crecimiento del gasto público en el año 2018, que representa el 19,6% del PIB.

**GRÁFICO 11: DÉFICIT PRIMARIO Y FINANCIERO DE BRASIL COMO PORCENTAJE DEL PIB. 2013 – 2017**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Brasil

<sup>8</sup> Tasa de interés de referencia del Banco Central de Brasil

Las proyecciones de la encuesta realizada por el Banco Central al mercado financiero<sup>9</sup>, indican un crecimiento económico del 1,3% para el año 2018 y 2,5% para el 2019, una inflación del 4,4% para el año 2018 y 4,2% para el año 2019, un tipo de cambio de 3,8 reales/US\$ para fin de 2018 y 3,8 reales/US\$ para fin de 2019. Se estima un crecimiento del 2,7% de la producción industrial para el año 2018 y 3% para el año 2019, la balanza comercial alcanzaría los US\$ 55.000 M. y para el año 2019 US\$ 45.500 M. Estas proyecciones señalan que existe confianza en la consolidación del crecimiento brasileño y la salida de la recesión.

### *3. La economía del candidato Bolsonaro*

De ganar la segunda vuelta el candidato Jair Bolsonaro su ministro de economía será Paulo Guedes, un economista de 69 años con una orientación liberal doctor en economía de la universidad de Chicago. Entre las principales medidas económicas que podría implementar el nuevo gobierno, seguirá disminuyendo el déficit fiscal a través de la reducción del gasto público. El objetivo es obtener un déficit fiscal primario de 0% del PIB para el año 2019 y lograr un superávit primario en el año 2020. Una medida en este sentido sería recortar la cantidad de ministerios a la mitad.

En un principio Guedes sostuvo como parte del plan económico, la realización de privatizaciones de empresas públicas con el objetivo de reducir la deuda pública, esto generó críticas de sectores nacionalistas que apoyan a Bolsonaro. Según el Fondo Monetario Internacional las privatizaciones no servirían para frenar la deuda si no se realizan modificaciones en el sistema de pensiones. En los últimos días Bolsonaro manifestó que no se van a privatizar empresas estratégicas en Brasil.

Siguiendo las sugerencias del FMI, el equipo económico de Bolsonaro tiene en mente implementar una reforma del sistema de pensiones. Una posibilidad podría ser un sistema de capitalización alternativo en el que se pueda optar por la capitalización privada o estatal. Paulo Guedes fue profesor universitario en Chile cuando se llevó a cabo el sistema de capitalización de pensiones en ese país y conoce los detalles del sistema.

En cuanto a la política de comercio internacional, la mirada de Bolsonaro no está clara aún, pero sus declaraciones indican que elegirá una política comercial de menos Mercosur y más acuerdos bilaterales que beneficien a Brasil, siguiendo la línea de Donald Trump. Bolsonaro se inclinaría por la idea de que el Mercosur se convierta en una zona de libre comercio en lugar de una unión aduanera, para que cada país pueda negociar acuerdos individualmente. Sin duda habrá cambios importantes en el Mercosur y en la política comercial de la región si el nuevo presidente brasileño es Jair Bolsonaro.

---

<sup>9</sup> Focus Relatorio 11/10/2018

## NOTAS ESPECIALES

### OBITUARIOS: MIRRLEES, ALTIMIR, ROJO.

Héctor Rubini

#### 1. *In Memoriam I: James Mirrlees*

El 29 de agosto pasado falleció a los 82 años, víctima de un tumor cerebral, Sir James Alexander Mirrlees, uno de los economistas más brillantes e influyentes de los últimos 50 años. Había nacido en Minigaff, Kirkcudbrightshire, Escocia, en 1936. En la Universidad de Edimburgo completó en 1957 la maestría en Matemáticas y Filosofía Natural. En 1963 con su tesis “Optimum Planning for a Dynamic Economy” obtuvo la licenciatura en matemáticas y el Doctorado en Economía en el Trinity College de la Universidad de Cambridge. Allí era considerado un “*wrangler*”, nombre que se le daba en esa Universidad a los estudiantes de máximo desempeño y dominio de las matemáticas. De hecho, siempre se comentó la anécdota de la defensa de su tesis doctoral. Uno de los miembros convocados para integrar el tribunal para evaluarlo fue nada menos que Kenneth Arrow quien al corregir la tesis, quedó impresionado al no haber hallado un solo error matemático.

Su vida profesional se focalizó en los fundamentos microeconómicos de la información asimétrica, su incidencia en la tasa óptima de ahorro de una economía, los fundamentos microeconómicos del “moral hazard” y de la imposición óptima de los ingresos. En finanzas públicas su trabajo sobre estructuras tributarias óptimas ha tenido (y seguirá teniendo) una influencia universal en el análisis microeconómico del diseño y la implementación de políticas públicas.

Fue profesor en el Nuffield College de Oxford (1968-1995) y en el Trinity College de Cambridge (1963-68 y emérito desde 1996). Fue además profesor visitante tres veces en el Massachusetts Institute of Technology entre 1968 y 1976, en la Universidad de California en Berkeley (1986) y en la de Yale (1989). También fue profesor distinguido en la Universidad de Macau y en la Universidad China de Hong Kong, y dio algunos cursos en la Universidad de Melbourne, y en Pakistán y Swazilandia.

En 1996 recibió junto al canadiense William Vickrey el Premio Nobel de Economía por sus contribuciones fundamentales a la teoría económica de los incentivos bajo información asimétrica, y en 1997 fue nombrado “*Sir*”. Entre los eminentes economistas que fueron alumnos suyos cabe mencionar a Franklin Allen, Huw Dixon, David Newbery, Sir Partha Dasgupta, Hyun-Song Shin, Nicholas Stern, Anthony Venables y Sir John Vickers. Como bien afirmara un ex funcionario del gobierno escocés al enterarse de su fallecimiento, “con solo ver la calidad de los profesionales que formó, uno se da cuenta de inmediato quién es quién entre los economistas...” Mirrlees se ganó tanto en los ámbitos académicos como fuera de ellos un gran aprecio. Tanto dentro como fuera de su país mostró un muy fuerte compromiso con el uso del análisis económico como instrumento para mejorar el bienestar, especialmente en los países menos desarrollados y con dificultades en la lucha contra la pobreza.

En 1971 publicó sus contribuciones más influyentes sobre las propiedades de esquemas alternativos de impuestos a los ingresos y de la relación entre tributación óptima y producción. En su enfoque, uno de los desafíos más difíciles que enfrenta un sistema de tributación directa es el de hallar un equilibrio entre el objetivo de reducir la desigualdad y el de sostener mantener incentivos a trabajar y producir.

Junto con Peter Diamond, Premio Nobel de Economía 2010, sentaron las bases del enfoque general básico de imposición óptima a mercancías y producción eficiente, extendido luego a otros campos como el análisis costo-beneficio y el de la optimalidad del libre comercio. Además, con Ian Little, también de Nuffield, publicó en 1974 *Project Appraisal and Planning for Developing Economies*, un libro de análisis costo-beneficio hasta hoy de lectura indispensable para la evaluación social de proyectos de inversión.

Dirigió la *Mirrlees Review*, publicación del Institute for Fiscal Studies sobre el sistema impositivo del Reino Unido, fue Presidente de la Econometric Society en 1982, Presidente de la Royal Economic Society entre 1989 y 1992, Presidente de la European Economic Association en 2000, y miembro ad honorem por varios años del Consejo de Asesores Económicos del gobierno de Escocia. Si bien siempre admitió votar por el Partido Laborista, su rol fue apartidario y fue una de las voces más escuchadas por el entonces primer ministro Alex Salmond para promover el referéndum para la independencia de Escocia. Al igual que Salmond entendía que al separarse del Reino, de mantenerse

el uso de la libra esterlina, el Banco de Inglaterra debería compartir los ingresos de señoreaje con las autoridades de Escocia, caso contrario, sostenía que Escocia debería repudiar la parte de la deuda pública británica financiada por los contribuyentes escoceses.

El legado de publicaciones de Mirrlees seguirá siendo indispensable para los economistas decidos a políticas públicas, información asimétrica e impuestos. Una colección de algunas de sus contribuciones más influyentes en la profesión se encuentra en el libro *Welfare, Incentives and Taxation*, publicado por Oxford University Press en 2006. Algunas de sus contribuciones más destacadas son las siguientes:

- Nicholas Kaldor y James A. Mirrlees, 1962. "A New Model of Economic Growth", *Review of Economic Studies* 29(3), 74-192.
- J. A. Mirrlees, 1967. "Optimum Growth when Technology is Changing", *Review of Economic Studies* 34(1), 95-124.
- J. A. Mirrlees, 1969. "The Dynamic Nonsubstitution Theorem", *Review of Economic Studies*, 36(1), 67-76.
- Diamond, Peter A y Mirrlees, J. A., 1971. "Optimal Taxation and Public Production: I--Production Efficiency", *American Economic Review* 61(1), 8-27
- Diamond, Peter A y Mirrlees, J. A., 1971. "Optimal Taxation and Public Production II: Tax Rules", *American Economic Review*, 61(3), 261-278.
- J. A. Mirrlees, 1971. "An Exploration in the Theory of Optimum Income Taxation", *Review of Economic Studies*, 38(2), 175-208.
- J. A. Mirrlees, 1972. "On Producer Taxation", *Review of Economic Studies*, 39(1), 105-111.
- Peter A. Diamond y J. A. Mirrlees, 1973. "Aggregate Production with Consumption Externalities", *The Quarterly Journal of Economics*, 87(1), 1-24.
- Dixit, Avinash, James A. Mirrlees y Nicholas Stern, 1975. "Optimum Saving with Economies of Scale," *Review of Economic Studies*, 42(3), 303-325.
- Mirrlees, James A., 1976. "Optimal Tax Theory: A Synthesis", *Journal of Public Economics*, 6(4), 327-358.
- J. A. Mirrlees, 1976. "The Optimal Structure of Incentives and Authority Within an Organization", *Bell Journal of Economics*, 7(1), 105-131.
- Peter A. Diamond y J. A. Mirrlees, 1976. "Private Constant Returns and Public Shadow Prices", *Review of Economic Studies*, 43(1), 41-47.
- Mirrlees, J. A., 1978. "Social Benefit-Cost Analysis and the Distribution of Income", *World Development*, 6(2), 131-138.
- Diamond, P. A. Helms, L. J. y Mirrlees, J. A., 1980. "Optimal Taxation in a Stochastic Economy: A Cobb-Douglas Example," *Journal of Public Economics*, 14(1), 1-29.
- J. A. Mirrlees y P. A. Diamond, 1982. "Social Insurance with Variable Retirement and Private Saving", *Working Papers 296*, Massachusetts Institute of Technology (MIT), Department of Economics.
- Diamond, P. A y Mirrlees, James A, 1986. "Payroll-Tax Financed Social Insurance with Variable Retirement", *Scandinavian Journal of Economics*, 88(1), 25-50
- J. A. Mirrlees, 1986. "The Theory of Optimal Taxation", *Handbook of Mathematical Economics*, III, Cap. 24, 1197-1249. Elsevier B.V.
- J. A. Mirrlees., 1987. "Economic Policy and Nonrational Behaviour", *Economics Working Papers 8728*, University of California at Berkeley.
- Mirrlees, J. A, 1997. "Information and Incentives: The Economics of Carrots and Sticks", *Economic Journal*, 107(444), 1311-1329.
- J. A. Mirrlees, 1999. "The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behaviour: Part I," *Review of Economic Studies*, 66(1), 3-21.
- J. A. Mirrlees y Roberto Raimondo, 2013. "Strategies in the Principal-Agent Model," *Economic Theory*, 53(3), 605-656.

## 2. In Memoriam II: Oscar Altimir

El pasado 27 de septiembre falleció en Santiago de Chile el economista argentino Oscar Altimir, uno de los pioneros en el análisis de la desigualdad distributiva y la pobreza en América Latina.

Nacido en Buenos Aires el 30 de septiembre de 1935, egresó de la Universidad de Buenos Aires como Licenciado en Economía Política. Fue Director de Investigaciones Económicas y Financieras de la Confederación General Económica (1967-68), Presidente del Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES) (1969-73),

vicepresidente y director de investigaciones económicas de la consultora Consultores Económicos Asociados (1969-72) y asesor del Ministerio de Economía (1971). Luego de trabajar en Perú y México realizó trabajos de contuloría en proyectos para el Banco Mundial y luego ingresó a CEPAL-Naciones Unidas en 1973, abocándose hasta 1975 al desarrollo de la metodología del organismo para la medición de la pobreza en base a los ingresos. En 1976 fue nombrado director de la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de dicho organismo, cargo en el que permaneció hasta 1983. Entre 1984 y 1988 fue director de la división conjunta CEPAL/ONUNDI de Industria y Tecnología, y entre 1989 y 1993 se desempeñó como director de la división de Desarrollo Económico de CEPAL. En 1994 fue nombrado Secretario Ejecutivo Adjunto del organismo hasta 1996, año en que pasó a ser el director de la Revista de la CEPAL, cargo en el que se desempeñó hasta agosto de 2008.

Economista de sólida formación teórica y reconocido por su extremo rigor en el análisis de los datos empíricos, le tocó vivir una época en la que enfrentó la dura tarea de iniciar estimaciones con no pocas lagunas en las series históricas disponibles. Sus trabajos sobre medición de la desigualdad de los ingresos y de la pobreza han sido en extremo influyentes en los desarrollos de la mayoría de los institutos de estadística y censos de la región para elaborar indicadores confiables en materia. Algunas de sus publicaciones más destacadas son las siguientes:

- Altimir, Oscar, Horacio Santamaría y Juan Sourrouille, 1967. “Los Instrumentos de Promoción Industrial en la Postguerra”. *Desarrollo Económico*, 7 (27), 361-376.
- Altimir, O., 1970. *Análisis de la Economía del Chubut y de sus Perspectivas de Desarrollo, Tomo I, II y III*. Asesoría de Desarrollo, Gobierno de la Provincia del Chubut.
- Altimir, O., 1974. “La Medición de la Población Económicamente Activa en México, 1950-1970”, *Demografía y Economía*, 1, 50-83.
- Altimir, O., 1975. “Estimaciones de la Distribución del Ingreso en América Latina por Medio de Encuestas de Hogares y Censos de Población: Una Evaluación de Confiabilidad”, *Doc. de Trabajo s/n*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Organización de las Naciones Unidas.
- Altimir, O. y Sebastián Piñera 1977. “Análisis de Descomposición de las Desigualdades de los Ingresos Primarios en Países de América Latina”, *Doc. de Trabajo*. CEPAL-Naciones Unidas-World Bank Development Research Center.
- Altimir, O., 1979. “La Dimensión de la Pobreza América Latina”, *Cuadernos de la CEPAL*, N° 27. CEPAL-Naciones Unidas.
- Altimir, O. y Sebastián Piñera 1979. “Análisis de Descomposición: Una Generalización del Método de Theil”, *Cuadernos de Economía*, 16 (48), 207-235. Instituto de Economía. Universidad Católica de Chile.
- Altimir, O., 1981. “La Pobreza en América Latina: Un Examen de Conceptos y Datos”, *Revista de la CEPAL* N° 13, 67-95. CEPAL-Naciones Unidas.
- Altimir, O., 1982. “The Extent of Poverty in Latin America”, *World Bank Staff Working Papers* N° 522. Banco Mundial.
- Altimir, O., 1984. “Poverty, Income Distribution and Child Welfare in Latin America: A Comparison of Pre and Post-Recession Data”, *World Development*, 12, 3, 261-282.
- Altimir, O., 1986. “Estimaciones de la Distribución del Ingreso en la Argentina, 1953-1980”. *Desarrollo Económico*, 25 (100), 521-566.
- Altimir, O. y Robert Devlin, 1993. “An Overview of Debt Moratoria in Latin America”, *Working Paper ECLAC* No. 6. CEPAL-Naciones Unidas.
- Altimir, O., 1994. “Distribución del Ingreso e Incidencia de la Pobreza a lo Largo del Ajuste”, *Revista de la CEPAL* 52, 7-32. CEPAL-Naciones Unidas.
- Altimir, O., 1996. “Income Distribution and Poverty Through Crisis and Adjustment”, *Working Paper ECLAC* No. 15. CEPAL-Naciones Unidas.
- Altimir, O., 1996. “Economic Development and Social Equity: A Latin American Perspective”, *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 38, 2/3, 47-71.
- Altimir, O. y Luis Beccaria, 2000. “El Mercado de Trabajo bajo el Nuevo Régimen Económico en Argentina”, en *La Argentina de los Noventa. Desempeño Económico en un Contexto de Reformas* (Daniel Heymann y Bernardo Kosacoff, eds.), tomo I, págs. 331-423. CEPAL-Naciones Unidas

- Altimir, O. y Luis Beccaria, 2000. “Distribución del Ingreso en Argentina”, en *La Argentina de los Noventa. Desempeño Económico en un Contexto de Reformas (Daniel Heymann y Bernardo Kosacoff, eds.)*, tomo I, págs. 425-521. CEPAL-Naciones Unidas.
- Altimir, O. y Luis Beccaria, 2001. “El Persistente Deterioro de la Distribución del Ingreso en Argentina”. *Desarrollo Económico*, 40 (160), 589-618.
- Altimir, O., Luis Beccaria y Martín González Rozada, 2002. “La Distribución del Ingreso en Argentina 1974-2000”, *Revista de la CEPAL* 78, 55-85. CEPAL-Naciones Unidas
- Altimir, O., 2013. “Indicadores de Desigualdad de Mediano Plazo en América Latina”, *Documentos de Proyectos*, N° 550. CEPAL-Naciones Unidas.

### 3. In Memoriam III: Pablo Rojo

El 2 de octubre falleció a los 61 años de edad, Pablo Carlos Espartaco Rojo, uno de los economistas más destacados de las últimas tres décadas<sup>10</sup>. Había nacido en Buenos Aires en Buenos Aires en 1957. Era hijo de de Ricardo Rojo (1923-1996), dirigente de la Unión Cívica Radical Intransigente, conocido por haber sido amigo y biógrafo del “Che” Guevara, y uno de los artífices del histórico acercamiento entre Perón y Frondizi en 1957.

Egresado del Colegio Nacional de Buenos Aires, militó en la Juventud Peronista, debiendo exiliarse en Francia durante la dictadura militar. Se graduó en economía en el *Institut d'Etudes Politiques*. También completó la maestría en geografía en la *Université Paris VIII* y en 1983 el doctorado en economía en la *Université Paris Dauphine*. Además, fue docente en la *Université Paris IX* entre 1981 y 1984, año en que regresó a nuestro país y se incorporó como investigador al Centro de Estudios sobre Estado y Administración (CISEA). Ganó en 1988 por concurso el cargo de Director General de Estudios Administrativos en el Instituto Nacional de la Administración Pública (INAP) y en 1989 pasó a ejercer la coordinación del Programa de Reforma Administrativa del gobierno de Menem. Al año siguiente fue designado subsecretario de Desregulación y Organización Económica del Ministerio de Economía y de Obras y Servicios Públicos, participando en el diseño de varias de las reformas estructurales durante el Plan de Convertibilidad. En 1994 fue nombrado Presidente del Banco Hipotecario Nacional, entidad que privatizó en 1997, continuando en el cargo hasta el año 2000. A principios de 2001 pasó al sector privado como director de la filial local del banco Dresdner Kleinwort Benson. En 2003 asumió la dirección de la filial local del fondo brasileño Río Bravo Inversiones (Río Bravo Inversiones S.A.) hasta 2009. Finalmente, en 2010 asumió la conducción de la empresa autopartista RB Industrial, donde se desempeñó hasta su reciente fallecimiento. En 1997 recibió el premio Security al empresario del año, y en 1998 fue premiado por la Fundación Konex como una de las 100 figuras de la década.

Su trayectoria en la gestión pública y privada no le restó tiempo para escribir varios libros. Publicó las obras *Estrategias Empresariales de la Industria Electrónica Mundial*, *Comercio Internacional y Ajuste: una Perspectiva Latinoamericana* (con Benjamín Hopenhayn), *Aportes para la Definición de una Política Científico-Técnica*, y *El Gran Salto. Cómo Pasar de la Crisis y el Default a los Primeros Lugares de la Economía Mundial*.

Siempre ha sido asiduamente consultado por empresarios y políticos, y en la última década fue un fuerte crítico de las políticas económicas del kirchnerismo. En 2013 se afilió al PRO, y si bien en la campaña electoral de 2015 participó de reuniones y rondas de consultas, no fue incorporado a los equipos de gobierno. De todas formas, varias de las observaciones de su último libro son aportes más que ilustrativos de su visión al año 2014 sobre problemas que aun hoy enfrenta la economía argentina y continúan sin solución a la vista:<sup>11</sup>

- “El cambio de rumbo en diciembre de 2015 es seguro sea quien fuere el nuevo presidente de los argentinos. Sin embargo, las opciones están aún abiertas sobre algunas cuestiones centrales. Entre ellas la más importante es saber si el viraje será completo o asistiremos a un ensayo “gatopardista”, con un cambio parcial e incompleto de los paradigmas que se traduciría en acentuar la devaluación para hacer posible el mantenimiento de las retenciones al agro, tal vez con alícuotas más bajas. Es decir, seguir apostando a que el Estado mantenga un pie sobre el campo para

<sup>10</sup> Ver la Fontevecchia, Jorge (2018): “El Ministro de Economía que No Fue”. <https://www.perfil.com/noticias/columnistas/el-ministro-de-economia-que-no-fue.phtml>

<sup>11</sup> Pablo (2016): *El Gran Salto. Como Pasar de la Crisis y el Default a los Primeros Lugares de la Economía Mundial*. Grupo Editorial Planeta S.A.I.C.. Buenos Aires. Párrafos de págs. 252 a 292.

sostener un gasto público excesivo y un tipo de cambio administrado para alimentar nuevas euforias consumistas. Éste sería el inicio de una nueva frustración”.

- “Retirar dinero de circulación para reducir la inflación es muy ineficiente en un país como el nuestro, donde la masa monetaria en relación con el producto bruto es muy baja. Por esta razón, pretender que se puede gobernar la marcha de la inflación desde el Banco Central a través de políticas de “metas de inflación” es al menos opinable”.
- “Aunque mis colegas economistas se ofusquen un tanto, la calidad de las políticas económicas determina marginalmente el desempeño productivo, agrega o quita algunos puntos... Lo verdaderamente determinante son las orientaciones políticas que están más allá del poder de decisión de los economistas en función de gobierno”.
- “Dentro de veinte años la Argentina puede estar entre las veinte naciones más ricas del planeta por su PIB, pero si no podemos salir a la calle sin ser asesinados o secuestrados como en Venezuela o en Nigeria será porque nos habremos equivocado en las decisiones que tomemos en los próximos cinco años”.
- “La pobreza es básicamente el resultado de la insuficiencia de inversión, de la falta de puestos de trabajo correctamente equipados; las políticas sociales no son soluciones, sólo paliativos. Invertir en capital físico (maquinarias, tecnología) y humano (formación, educación) es el único camino al desarrollo. No hay atajos”.
- “Si no entendemos estos conceptos básicos y nos dejamos arrastrar por la cómoda pendiente de una economía fundada en la apropiación de las rentas energéticas, mineras y agrarias por parte del Estado, construiremos una sociedad de asistidos y de cortesanos, invivible porque habremos también perdido la Libertad”.

## PREMIOS NOBEL DE ECONOMÍA 2018: WILLIAM NORDHAUS Y PAUL ROMER.

Héctor Rubini

El Premio Nobel de Economía fue otorgado este año a los economistas estadounidenses William Dawbney Nordhaus y Paul Michael Romer. Como en otras oportunidades, el galardón fue otorgado conjuntamente a economistas influyentes en el mundo académico con enfoques divergentes, cuando no opuestos. En el caso de Romer, por proveer el primer tipo de modelos que permite racionalizar procesos de crecimiento económico sin límites. En el de Nordhaus, por focalizarse en un límite cierto al crecimiento económico, aunque no totalmente asible por la teoría económica: el cambio climático.

Más allá de las contribuciones específicas que han motivado este justificado galardón, ambos han desarrollado una trayectoria con diversas publicaciones más que meritorias, aunque no relacionadas directamente con la justificación del premio otorgado.

William Nordhaus tiene 77 años de edad. Nacido en Albuquerque, obtuvo el B.A. in Economics en Yale en 1963, y se doctoró en Economía en el Massachusetts Institute of Technology (MIT) en 1967. Su tutor de tesis fue Robert Solow. Ese año regresó a Yale donde ocupó diversos cargos directivos. Es profesor full-time en el Departamento de Economía desde 1973, y también es docente en la facultad de Estudios Ambientales y Forestales de Yale. En 1972 fue incorporado al Brookings Panel on Economic Activity y ha integrado diversos comités de la American Economic Association y de la Eastern Economic Association. Entre 1977 y 1979 fue miembro del Comité de Asesores Económicos del Presidente James Carter. Posteriormente integró diversos comités relacionados con cuestiones de energía, estadísticas nacionales, tráfico de drogas y cambio climático.

Ha sido editor de varias revistas científicas y fue el primer presidente del Comité Asesor del Bureau of Economic Analysis y del Comité de Estadísticas Federales de la American Economic Association. Actualmente integra el Panel de Expertos Económicos de la Oficina de Presupuesto del Congreso de los EE.UU., y es miembro de la Academia Nacional de Ciencias de los EE.UU. y de la Academia de Artes y Ciencias de dicho país. También forma parte del equipo de investigadores del National Bureau of Economic Research y desde 1967 integra el staff de la Cowles Foundation for Research in Economics.

Su nombre ha sido bastante popular en el mundo al ser de las ediciones de las últimas dos décadas del conocido manual introductorio a la economía coautor con Paul A. Samuelson. También por sus pioneras (y muy influyentes) publicaciones a mediados en los años '70 sobre la interacción entre economía y elecciones presidenciales. Nordhaus fue el primero que logró modelar de manera simple de qué modo la volatilidad de la inflación y la inestabilidad macroeconómica pueden resultar de los incentivos políticos a manipular el timing de las políticas económicas. De ese

modo, las fluctuaciones cíclicas en dicho enfoque emergen como un fenómeno condicionado al manejo de políticas con el objetivo de influir sobre las expectativas de los votantes.

Posteriormente, dedicó su vida profesional a cuestiones relacionadas fundamentalmente al crecimiento económico de largo plazo y con particular dedicación a cuestiones de crecimiento sostenible, medición y elaboración de estadísticas confiables, cambio tecnológico, el efecto invernadero, y medición y adaptación al cambio climático. A lo largo de su carrera ha publicado más de 20 libros, y más de 300 artículos científicos, documentos de trabajo, y testimonios ante comités de expertos.

El otro galardonado es Paul Michael Romer, quien va a cumplir 63 años el próximo 7 de noviembre. Hijo de Roy Romer, ex gobernador del estado de Colorado, estudió en la Universidad de Chicago, donde obtuvo la licenciatura en matemáticas y el doctorado en economía, luego de haber trabajado inicialmente en el MIT y en Queens University donde realizó estudios de posgrado. Fue profesor en las universidades de Rochester, Chicago, California en Berkeley, California en Stanford, y desde 2003 hasta el presente en la New York University.

En 2001 abandonó la vida académica, fundando la empresa *Aplia* para el desarrollo de problemas y tareas online de estudiantes universitario, que luego vendió en 2007. En junio de 2016 fue nombrado economista jefe y vicepresidente senior del Banco Mundial. Romer debió renunciar ante sus permanentes conflictos con el personal del banco, lo cual se agravó por sus críticas al informe anual *Doing Business* sobre los costos de transacción que enfrentan las empresas privadas en cada país del mundo. Según Romer dicho reporte asignaba a Chile calificaciones bajas de manera deliberada para deteriorar la imagen de Bachelet y beneficiar al candidato Sebastián Piñera. No pudiendo demostrar esas afirmaciones, abandonó el cargo en enero de este año retornando a la New York University donde hoy dirige proyectos relacionados con administración de ciudades y urbanizaciones. Romer es además investigador del National Bureau of Economic Research, miembro de la Academia de Ciencias y Artes de EE. UU., del Center for Global Development, y del Macdonald Laurier Institute de Canadá, del Consejo de Administración del Carnegie Endowment for the Advancement of Teaching y es uno de los directores de Community Solutions una ONG focalizada en resolver los problemas de vivienda y acceso a servicios de comunidades y grupos vulnerables, y en particular de los “homeless”. En 1997 fue incluido por la revista *Time* en la lista anual de las 25 personas más influyentes de los EE.UU. y en 2002 recibió el premio Rectenwald por su trabajo sobre el rol de las ideas en el crecimiento económico sostenido.

Las contribuciones que motivaron el premio otorgado son sus aportes profundamente influyentes a la teoría del crecimiento económico. Además de sus contribuciones a la teoría del crecimiento económico, Romer ha desarrollado y propuesto ideas prácticas altamente controversiales. La más conocida es la de las “charter cities” para países no desarrollados. Se trata de destinar áreas para establecer ciudades libres de impuestos y de movilidad de factores, con un régimen legal diferente del resto del país. La infraestructura de tales ciudades debería estar totalmente en manos privadas (hasta los colegios y los hospitales). Romer asesoró al presidente de Honduras Porfirio Lobo Sosa para establecer una “charter city” en ese país para establecer fábricas textiles, pero no prosperó. A su vez generó cierto revuelo en el ámbito académico un reciente artículo con muy duras críticas al mal uso de las matemáticas en modelos de crecimiento económico<sup>12</sup>.

El gran aporte de Romer al conocimiento ha sido el de construir con conceptos de otros economistas, nuevos modelos que son la base de lo que hoy se llama genéricamente teoría del crecimiento endógeno. Dicha literatura comienza con un modelo de Romer (1986) que elimina la tendencia de los rendimientos decrecientes del capital gracias al aprendizaje por la práctica (“learning by doing”), resultante de la inversión previa en capital físico.

En este modelo el crecimiento depende del efecto “derrame” de los conocimientos. El alcance de dicho efecto depende de la intensidad de la interacción entre experiencia acumulada y aumentos de productividad, y también del tamaño del mercado. En dicho modelo Romer justifica la intervención del Estado a través de una desgravación a las inversiones, o un subsidio a la producción, financiado con un impuesto de suma fija.

El otro aporte significativo es un modelo de 1990, de crecimiento económico con progreso técnico bajo la forma de cambios en tipos de producto, y no en tipos de procesos de producción. Allí Romer supone que los productores de bienes finales utilizan una tecnología productiva que emplea trabajo y bienes de capital comprados o alquilados a sus desarrolladores o inventores. Estos son productores en competencia monopolística, que desarrollan nuevos productos,

---

<sup>12</sup> Ver Romer, Paul M. (2015): “Mathiness in the Theory of Economic Growth”. *American Economic Review* 105 (5), 89-93. En ese breve artículo no ahorra críticas (breves, pero duras) contra varios celebrados economistas, incluyendo a su ex tutor de tesis, Robert Lucas Jr.

bajo un régimen de patentes que les da monopolio perpetuo para su producción y alquiler. Para eso invierten recursos en investigación y desarrollo (I+D) para inventar nuevos bienes intermedios con mejores atributos, que desplazan a los de generaciones anteriores.

El motor del crecimiento es ese progreso de “creación destructiva” en el que las empresas invierten en I+D. Si no lo hacen pueden quedar fuera del mercado. El proceso de progreso técnico emerge endógenamente de una “guerra” entre líderes y seguidores en el mercado de I+D. El modelo también sugiere alguna forma de subsidio a la investigación, aunque el mismo no garantiza necesariamente una solución óptima.

Sus trabajos han tenido fuerte impacto sobre el desarrollo de modelos teóricos posteriores y la discusión hasta el presente de políticas concretas relacionadas con la promoción de inversiones y exportaciones, la creación/destrucción de empleos, la legislación de derechos de propiedad intelectual y patentes, el impacto de políticas fiscales específicas sobre los flujos comerciales, el crecimiento y el empleo, los costos y beneficios de políticas sectoriales y regionales, la conveniencia o no de asociaciones o bloques comerciales, y la selección de tipos de tecnología en base a objetivos de política no siempre compatibles, como la rentabilidad de las empresas, la generación de divisas y la creación de empleo.

INDICADORES

| Indicador                                | Jul-17 | 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 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Precios</b>                           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m          | 1,7%   | 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%   |
| <i>Núcleo Var. % m/m</i>                 | 1,8%   | 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%   |
| IPC GBA (INDEC) Var. % m/m               | 1,7%   | 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%   |
| <i>Núcleo Var. % m/m</i>                 | 1,8%   | 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%   |
| IPCBA (CABA) Var. % a/a                  | 22,9%  | 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%  |
| <i>Var. % t/t, m/m</i>                   | 1,8%   | 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%   |
| <b>Indicadores Fiscales (Var. % a/a)</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Ingresos Totales                         | 28,3%  | 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%  | n/d    |
| Gastos Totales                           | 26,8%  | 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%  | n/d    |
| Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.) | 27,1%  | 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%  | n/d    |
| Gastos Primarios                         | 22,9%  | 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%  | n/d    |
| <b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <i>Mediana</i>                           | 20,0   | 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   |
| <i>Media</i>                             | 29,3   | 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   |
| <b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <i>Indice</i>                            | 42,5   | 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   |
| <i>Var. % m/m</i>                        | 1,0%   | 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%  |
| <i>Var. % a/a</i>                        | -6,9%  | 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% | -34,0% |

| Indicador                                  | Jul-17 | 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 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Indicadores de Actividad</b>            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| EMAE (INDEC) Var. % a/a                    | 4,3%   | 3,7%   | 3,4%   | 5,2%   | 4,3%   | 2,3%   | 4,3%   | 5,3%   | 2,2%   | -0,5%  | -5,2%  | -6,8%  | -2,7%  | n/d    | n/d    |
| <i>Var m/m, sin estacionalidad</i>         | -0,5%  | -0,3%  | 0,2%   | 0,5%   | 0,4%   | 0,0%   | 0,7%   | -0,1%  | 0,0%   | -2,7%  | -1,3%  | -1,3%  | 1,4%   | n/d    | n/d    |
| Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a     | 38,0%  | 19,9%  | 12,4%  | 32,0%  | 26,0%  | 25,4%  | 22,0%  | 13,0%  | 15,4%  | 21,4%  | 3,5%   | -18,2% | -17,4% | -25,2% | -31,5% |
| <i>Var m/m, con estacionalidad</i>         | -9,3%  | 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% |
| Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a    | 5,4%   | 3,2%   | 4,7%   | 2,2%   | 0,8%   | 0,1%   | 1,2%   | 6,9%   | 3,0%   | 4,0%   | -0,8%  | -6,5%  | -4,3%  | -7,2%  | n/d    |
| <i>Var t/t, m/m, desest.</i>               | 1,2%   | -0,7%  | 0,3%   | -0,5%  | -1,2%  | 1,2%   | 0,2%   | 0,1%   | -1,0%  | -0,9%  | -0,5%  | -2,9%  | 0,1%   | -2,1%  | n/d    |
| Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a   | 5,9%   | 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%  | n/d    |
| ISAC (INDEC) Var. % a/a                    | 21,3%  | 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%   | n/d    |
| Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a  | 23,7%  | 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% |
| <i>Var. % m/m, desest.</i>                 | 4,0%   | 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%  |
| Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a     | 19,7%  | 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%   | n/d    |
| <b>Indicadores del Sector Externo</b>      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Exportaciones en USD                       | 5.293  | 5.243  | 5.238  | 5.241  | 4.642  | 4.515  | 4.767  | 4.283  | 5.360  | 5.178  | 5.133  | 5.099  | 5.366  | 5.167  | n/d    |
| <i>Var. % a/a</i>                          | 6,6%   | -9,0%  | 3,9%   | 11,2%  | -4,0%  | -1,7%  | 11,1%  | 9,8%   | 17,4%  | 6,5%   | -6,5%  | -1,0%  | 1,4%   | -1,4%  | n/d    |
| Importaciones en USD                       | 6.041  | 6.314  | 5.963  | 6.196  | 6.151  | 5.362  | 5.736  | 5.197  | 5.958  | 6.102  | 6.447  | 5.458  | 6.174  | 6.294  | n/d    |
| <i>Var. % a/a</i>                          | 28,8%  | 25,0%  | 27,4%  | 28,3%  | 30,3%  | 18,5%  | 32,1%  | 26,3%  | 8,8%   | 22,7%  | 6,3%   | -7,5%  | 2,2%   | -0,3%  | n/d    |
| Saldo Comercial en USD                     | -748   | -1.071 | -725   | -955   | -1.509 | -847   | -969   | -914   | -598   | -924   | -1.314 | -359   | -808   | -1.127 | n/d    |
| Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100) | 205,5  | 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  |
| <i>Var. % a/a</i>                          | -1,3%  | -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%   | -1,8%  |