

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

Nº 143 AÑO 14

28 DE SEPTIEMBRE DE 2016

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ ESPERANDO EL DESPEGUE	2
▪ EN ENIGMA DE LOS BROTES VERDES	9
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ ESPERANDO LAS ELECCIONES EN ESTADOS UNIDOS	13
▪ BRASIL: ¿CUÁNDO TERMINA LA RECESIÓN?	16
INDICADORES	20

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

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

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

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- De acuerdo al Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del INDEC, en el mes de julio la actividad económica de la Argentina sufrió una caída interanual de -5,9%. Es la mayor baja interanual desde julio de 2009, acumulando un descenso de 2,3% en los primeros siete meses de 2016.

LO IMPORTANTE

- Una corte federal de la ciudad de Córdoba dispuso la suspensión de los ajustes de tarifas de gas natural a Pymes aplicados desde abril pasado. Si bien el Ministerio de Energía apelará la medida es altamente probable que la misma se mantenga firme, forzando a las empresas distribuidoras a refacturar los consumos registrados entre abril y septiembre, aplicando el cuadro tarifario vigente al 31 de marzo de 2016. Esta decisión es un nuevo factor de incertidumbre respecto del curso futuro de las tarifas de servicios públicos para los próximos 6-9 meses.

LO QUE HAY QUE SABER

- La inflación cedió ante la suspensión de los ajustes tarifarios y los indicadores de la economía real sugieren que se estaría aproximando el fin de la estanflación en curso. Sin embargo, se percibe mayor conflictividad en el mercado laboral por la pérdida de poder adquisitivo y la destrucción de empleos. Además, la expectativa de ajustes futuros de tarifas y salarios torna incierto el cumplimiento de las metas fiscales y monetarias del gobierno para el año próximo.
- Los datos y pronósticos para la actividad indican que la recesión finalizaría hacia fin de este año, y recién en 2017 se retomaría un sendero de crecimiento. Por su parte, el tipo de cambio se encuentra presionado a la baja por el ingreso de divisas vía endeudamiento del Sector Público, cuyo déficit fiscal empezaría a disminuir recién a partir del año 2018.
- La Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambios la Tasa de Fondos Federales, a la espera de mejores indicadores económicos y de la elección presidencial del 8 de noviembre. Si bien Hillary Clinton encabeza las encuestas de opinión, Donald Trump ha progresado en los últimos dos meses, tornando incierto el resultado de los comicios. Los bancos centrales del mundo se mantienen expectantes, dado que además no se espera una vigorosa reactivación de la economía mundial para el año 2017.
- Los indicadores económicos de Brasil continúan siendo magros. Al mes de julio pasado la actividad económica tuvo una caída interanual de 9,9%, al tiempo que las proyecciones del Banco Central del Brasil indican que en 2017 dejaría de caer. El nuevo gobierno ha presentado un plan para reactivar la economía basado en la reducción del déficit fiscal a través de venta de activos, cambios en el régimen previsional y reforma laboral.

LO QUE VIENE

- El jueves 29 de septiembre se reúnen los líderes gremiales de la CGT con el Ministro de Hacienda Alfonso de Prat Gay. La CGT reclama un aumento salarial de suma fija (“bono”) para fin de año, la exención de Impuesto a las Ganancias para el medio aguinaldo de diciembre, la reapertura de paritarias y un nuevo aumento de las jubilaciones mínimas.
- Elecciones municipales en Brasil el próximo 2 de octubre y segunda vuelta el domingo 30 de octubre. En general se espera una fuerte derrota del Partido de los Trabajadores en buena parte del país, y especialmente en la ciudad de San Pablo.
- Probables nuevos avances de las investigaciones por corrupción en Brasil. Ya se encuentran procesados el ex presidente Luis Inácio “Lula” Da Silva y su ex ministro de Hacienda Ricardo Palocci. A su vez, se espera el procesamiento de Eduardo Cunha que fue destituido de la Cámara de Diputados el 12 de septiembre por ocultar cuentas en Suiza.
- Los candidatos Hillary Clinton (Partido Demócrata) y Donald Trump (Partido Republicano) siguen técnicamente empatados en las encuestas de opinión con leve ventaja de Hillary Clinton. Ambos se preparan para los próximos dos debates televisivos: el 9 de octubre en la Universidad Washington en St. Louis (Missouri) y el 19 de octubre en Las Vegas (Nevada). Además, el 4 de octubre se celebrará un debate entre los candidatos a vicepresidente Tim Kaine (Partido Demócrata) y Mike Pence (Partido Republicano) en la Universidad Longwood en Farmville (Virginia).
- Entre el 7 y el 9 de octubre se realizará la Asamblea Anual del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Grupo Banco Mundial en Washington (EE.UU.). Previamente, el FMI dará a conocer el 4 de octubre la actualización de sus proyecciones para la economía mundial y el 5 de octubre un informe sobre la estabilidad financiera mundial.

PANORAMA DE ARGENTINA

ESPERANDO EL DESPEGUE

Héctor Rubini

La inflación cedió ante la suspensión de los ajustes tarifarios y los indicadores de la economía real sugieren que se estaría aproximando el fin de la estanflación en curso. Sin embargo, se percibe mayor conflictividad en el mercado laboral por la pérdida de poder adquisitivo y la destrucción de empleos. Además, la expectativa de ajustes futuros de tarifas y salarios torna incierto el cumplimiento de las metas fiscales y monetarias del gobierno para el año próximo.

1. Escenario político: en relativa calma

El mes de septiembre cerrará sin grandes novedades macroeconómicas, salvo la esperada baja de la inflación, luego de siete meses de caída de la actividad económica y del empleo. En este marco, el escenario político-institucional no mostró cambios relevantes para la toma de decisiones. Las preocupaciones del público siguen siendo la falta de empleo, la pérdida de poder adquisitivo y el rebrote de la inseguridad física. La oposición se mantiene relativamente dispersa, con funcionarios de la anterior administración cada vez más cercados por el avance de causas judiciales y de denuncias periodísticas focalizadas en el descubrimiento de inversiones inmobiliarias de ex funcionarios y sobre todo de dinero en efectivo de origen desconocido.

La negociación de leyes, entre otras la del Presupuesto 2017, no está en zona de riesgo, fruto de la efectiva acción negociadora del oficialismo en el Congreso Nacional. A esto contribuye también el ya irreversible desprestigio de los principales dirigentes y funcionarios del gobierno anterior, quienes al menos en el corto plazo han perdido el apoyo explícito de varios gobernadores, intendentes municipales y dirigentes sindicales.

En este marco, el gobierno ha intentado promover el interés empresario por adelantar decisiones de inversión con la realización de un Foro Empresarial (el llamado “mini Davos”) con la presencia de empresarios extranjeros y locales entre el 12 y el 14 de noviembre, y entrevistas del ministro de Hacienda Prat Gay y el presidente Macri con empresarios y dirigentes del exterior.

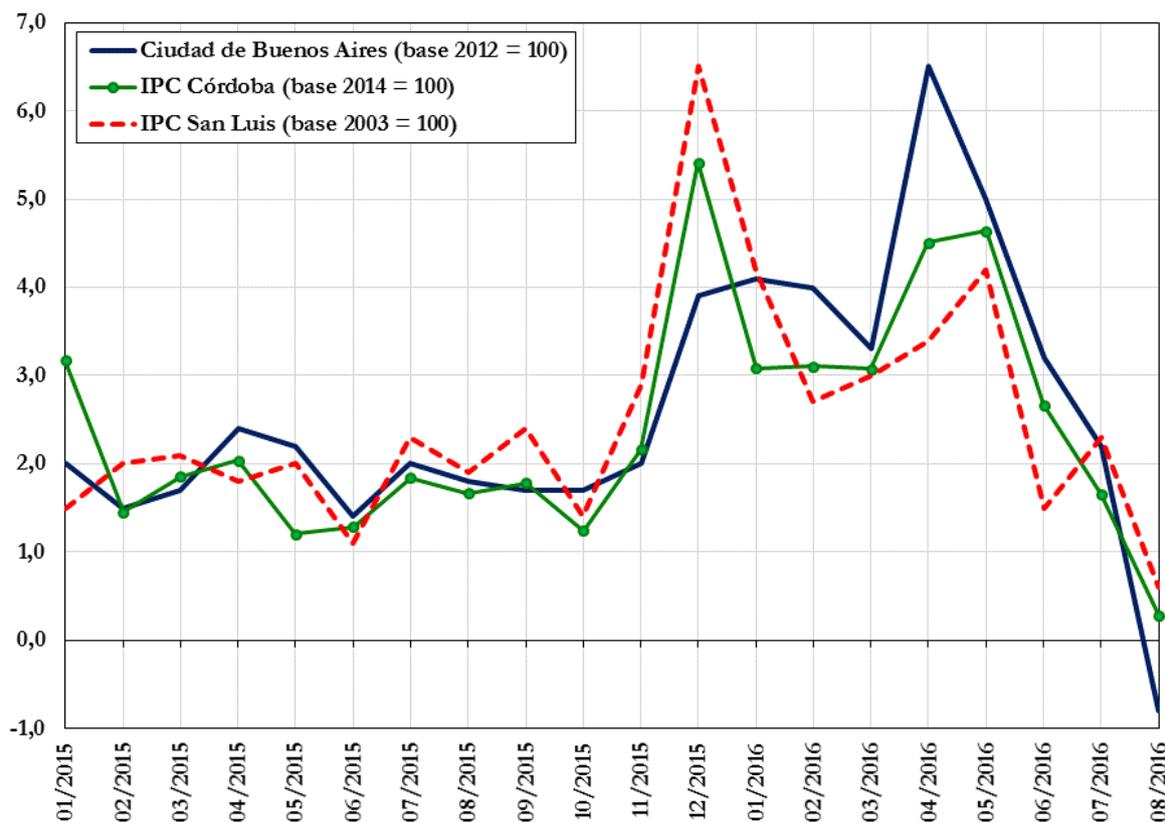
Ciertamente la economía no muestra dinamismo inversor, y frente al ingreso de bienes importados en los últimos dos meses han recrudecido los reclamos de varias cámaras empresarias que acusan al gobierno de impulsar importaciones para frenar la inflación. En realidad, se trata del ingreso de bienes luego de la eliminación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI) del 23 de diciembre del año pasado, no de una baja de aranceles o de restricciones para-arancelarias oculta o semioculta. Sin embargo, frente a la ola de reclamos el diputado Sergio Massa sugirió una propuesta de prohibir importaciones por 120 días, luego plasmada por su bloque de diputados en un proyecto de Ley para limitar esa propuesta a bienes de consumo importados. No es claro que tenga éxito dicha propuesta, si bien es de esperar que cuente en el Congreso Nacional con el voto favorable del bloque kirchnerista. En todo caso, aun si llegara a aprobarse una ley de esa naturaleza, será indudablemente vetada por el Poder Ejecutivo. Más allá de ese episodio, no se observa hasta ahora ninguna propuesta constructiva de los bloques opositores, a la espera de errores de la actual administración y su capitalización con miras a las elecciones legislativas de octubre de 2017.

2. Precios, salarios y conflicto distributivo

Los indicadores de inflación mostraron una fuerte desaceleración en el mes de agosto. El Índice de Precios al Consumidor para el Aglomerado Gran Buenos Aires (IPC GBA) del INDEC, la inflación mensual en ese mes fue de 0,2%, mientras que en el mes anterior había sido de 2%. A su vez, los índices provinciales que tienen cierta continuidad en los últimos tres años también mostraron una fuerte baja de la inflación. El IPC de la Ciudad de Buenos Aires (C.A.B.A.) registró deflación: - 0,8% mensual vs. + 2,2% en julio. A su vez, los IPC de las provincias de Córdoba y de San Luis también experimentaron una caída abrupta de la inflación mensual. El IPC de Córdoba mostró una caída de la inflación mensual de 1,7% en julio a 0,3% en agosto y el de San Luis de 2,3% en julio a 0,6% en agosto. Si se toman los promedios móviles de los tres índices provinciales, la tendencia es inequívocamente hacia la baja

El IPC de la Ciudad de Buenos Aires (C.A.B.A.) acumuló hasta agosto una suba de 31,0%, aun con deflación en el mes pasado debido al fuerte retroceso de las tarifas de gas (-67,6%). Si bien la dinámica es hacia un descenso de la inflación asociado a la recesión interna y al impacto negativo de la declinación de las exportaciones manufactureras, se observa una mayor volatilidad de los llamados precios regulados. Al comparar agosto 2016 con la de 2015, que muestra una variación del IPC interanual de 43,5%, con deflación mensual de 0,8% en agosto. Los precios regulados, estacionales y resto de bienes y servicios en la C.A.B.A. en agosto aumentaron 68,9%, 34,0% y 40,5%, respectivamente. La baja en la inflación se observa también en los IPC de las provincias de Córdoba y San Luis. Dicha baja es prácticamente coincidente con la del IPC C.A.B.A., y con los meses de mayor caída de la actividad económica¹.

GRÁFICO 1: INDICADORES DE INFLACIÓN MENSUAL EN ARGENTINA



Fuente: elaboración en base a datos de la Dirección General de Estadística y Censos del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, la Dirección General de Estadística y Censos de la Provincia de Córdoba y la Dirección Provincial de Estadística y Censos de la Provincia de San Luis.

Por otro lado, también se observó un descenso en el Índice de Expectativas de Inflación a 12 meses de la Universidad Torcuato Di Tella. Desde abril pasado la mediana de las respuestas relevadas viene mostrando una declinación ya permanente de 30% en ese mes a 25% en agosto, mientras que el promedio registra un descenso de 36,0% en abril pasado a 29,8% en agosto. A su vez, el Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central de la República Argentina (R.E.M.) de agosto indica que el promedio de las proyecciones de inflación (IPC C.A.B.A.) a 12 meses era más bajo, de 22,5%, y la mediana de 21,8%.

La dinámica es descendente, pero costosa: aunque como lo muestra la mayoría de indicadores de la economía real, es a costa de una recesión, que tal vez empiece a revertirse a partir del próximo trimestre². Aun así, la inflación acumulada al mes de agosto superó el incremento de salarios acordados por varios gremios en el primer trimestre de este

¹ Ver Martín, G. (2016): “El Enigma de los Brotes Verdes” en este número del IEM.

² A principios de este mes, el propio Ministro de Trabajo, Jorge Triaca (h.) admitió la destrucción de 120.000 puestos de trabajo en los primeros 8 meses del año, principalmente en el sector de la construcción y en la industria manufacturera.

año. Esto ha motivado el reclamo de reapertura de negociaciones paritarias, pero dicho pedido se ha enfrentado a la negativa del gobierno nacional. Las centrales sindicales han sumado fuerzas, volviendo a unirse en una única Confederación General de Trabajadores (CGT) y además de la reapertura de paritarias están exigiendo el pago de un “bono” de suma fija a los trabajadores a fin de año, un aumento de emergencia a las jubilaciones mínimas y la exención de Impuesto a las Ganancias para el medio aguinaldo a percibirse en diciembre próximo.

En esta semana los líderes de la CGT se reunirán con el Ministro de Hacienda Alfonso de Prat Gay para evaluar la posibilidad de cierto acercamiento de posiciones con el gobierno. De acuerdo a versiones periodísticas también se espera un probable encuentro con el presidente Macri. **De no llegarse a ningún acuerdo, realizarían la primera huelga nacional contra el actual gobierno.**

Para el próximo año el gobierno no está dispuesto a contemplar aumentos salariales superiores a su meta de inflación (esperada) para 2017, de 17%. Esto es rechazado por las centrales gremiales que exigen incrementos salariales que contemplen, al menos, la recuperación de la pérdida de salario real del corriente año. Planteadas así las diferencias de enfoque, si el gobierno no otorga algunas concesiones será inevitable no sólo una huelga general, sino la reavivación del activismo con cortes de calles, con la progresiva unificación de protestas de las centrales obreras y de los diversos grupos y partidos opositores al actual gobierno.

3. Resultado fiscal y agregados monetarios: al límite.

Frente a la debilidad de la demanda externa y del consumo, y la falta de reacción de la inversión privada, es de esperar una política fiscal anticíclica y focalizada en la expansión de la inversión pública. Si bien se parte de un año 2015 que cerró con uno de los peores resultados fiscales de la última década, y se ha debido incurrir en nuevo endeudamiento, podría esperarse una moderación del gasto corriente y un déficit fiscal no mucho mayor que el del año pasado. **Los números cerrados en agosto (base caja) muestran, por el contrario, un cuadro de situación con un déficit fiscal desbocado, sin cambio alguno del comportamiento observado en los últimos 3-4 años del gobierno anterior.**

El resultado base caja total (resultado primario más intereses de la deuda) en el período enero-agosto de 2015 ha sido negativo, por \$ 292.670 M, superando en un **49,2%** al déficit de igual período del año pasado. Los ingresos corrientes mostraron un crecimiento interanual de 15,2% y el gasto corriente aumentó un 22,7%.

Este último acumuló en los primeros ocho meses del año un total de \$1.050,5 M. Sobre ese total **el 84,6% se concentra en tres rubros: Prestaciones de la Seguridad Social (42,8%), Transferencias al Sector Privado (26,3%) y Remuneraciones (15,4%)**. El primero mostró en los primeros ocho meses de 2016 un incremento interanual de 38,4%, el segundo, 36,5%, y el tercero, 24,9%.

Otros rubros de menor peso relativo muestran un crecimiento interanual aún mayor. Es el caso de las **transferencias a las provincias y al gobierno de la Ciudad de Buenos Aires (+108,1%), del déficit operativo de las empresas públicas (+76,9%), y las transferencias a las universidades (+37,1%)**. Otros conceptos de menor incidencia registraron caídas significativas, como es el caso de Otros Gastos de Consumo (-56,9%), Rentas de la Propiedad, -de PAMI, fondos fiduciarios y otros- (-48,8%), y Otros Gastos Corrientes (-39,7%). A su vez **los gastos de capital sufrieron una caída interanual de 0,3%, con un llamativo derrumbe de las transferencias de capital a las provincias y al gobierno de la Ciudad de Buenos Aires de un 17,3% interanual.**

El financiamiento es vía emisiones de deuda pública y asistencia del Banco Central de la República Argentina que, a su vez, procede a esterilizar la emisión requerida emitiendo deuda propia (Letras del Banco Central o LEBAC). La posición al 21 de septiembre pasado muestra una dinámica preocupante, luego reflejada en el cuadro 1 y los gráficos siguientes.

Las LEBAC no sólo superan al stock de circulante, sino que crecen a mayor velocidad que la base monetaria. Esta, a su vez, se mantiene en ascenso permanente, pero desde fin de julio las reservas internacionales están en baja. Por consiguiente, el tipo de cambio implícito en el cociente base monetaria/reservas internacionales muestra tendencia creciente, alejándose del tipo de cambio de contado.

CUADRO 1: AGREGADOS MONETARIOS

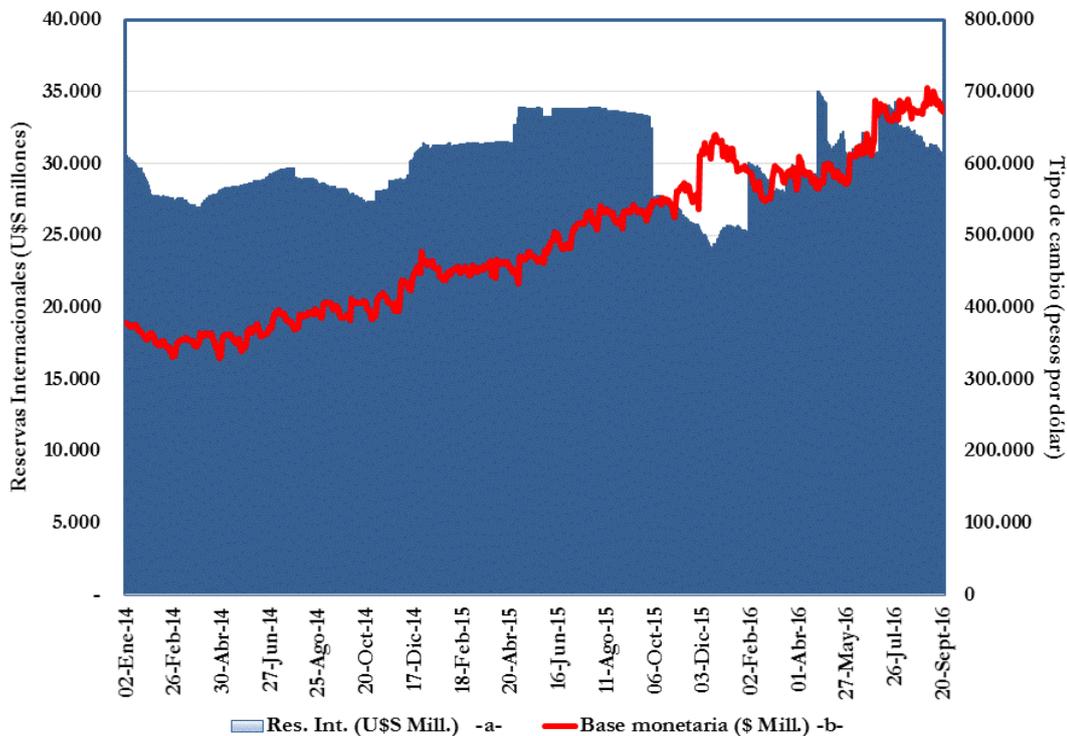
Fecha	Res. Int. (U\$S Mill.) a-	Base monetaria (\$ Mill.) -b-	Tipo de cambio (observado)	Tipo de cambio implícito (a / b)	Brecha tipo de cambio implícito vs. observado	Circulante (\$ Mill.) -d-	Letras del BCRA (\$ Mill.) -e -	e / d
02-Ene-14	30.586	378.160	6,5	12,4	89,0%	289.598	94.545	32,6%
30-Dic-14	31.443	462.564	8,6	14,7	72,0%	358.752	227.883	63,5%
10-Dic-15	24.862	621.978	9,7	25,0	156,6%	452.213	264.944	58,6%
31-Dic-15	25.563	623.890	13,0	24,4	87,7%	478.777	330.165	69,0%
29-Ene-16	30.074	588.333	13,9	19,6	40,7%	456.741	414.161	90,7%
29-Feb-16	28.399	559.138	15,6	19,7	26,3%	455.511	478.684	105,1%
31-Mar-16	29.572	573.019	14,6	19,4	32,9%	453.440	470.541	103,8%
29-Abr-16	34.380	572.568	14,3	16,7	16,8%	450.850	494.681	109,7%
31-May-16	30.171	576.156	14,0	19,1	36,3%	451.831	519.587	115,0%
30-Jun-16	30.507	631.231	14,9	20,7	38,7%	467.120	492.935	105,5%
29-Jul-16	32.511	661.130	15,0	20,3	35,2%	483.279	539.941	111,7%
31-Ago-16	31.150	679.730	14,9	21,8	46,4%	485.991	590.446	121,5%
21-Sept-16	30.710	675.277	15,1	22,0	45,3%	489.592	599.772	122,5%

Variación %								
21 sep 16 vs. 31 dic. 2015	20,1%	8,2%	16,4%	-9,9%	-48,4%	2,3%	81,7%	77,6%
21 sep. 16 vs. 10 dic. 2015	23,5%	8,6%	55,3%	-12,1%	-71,1%	8,3%	126,4%	109,1%

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

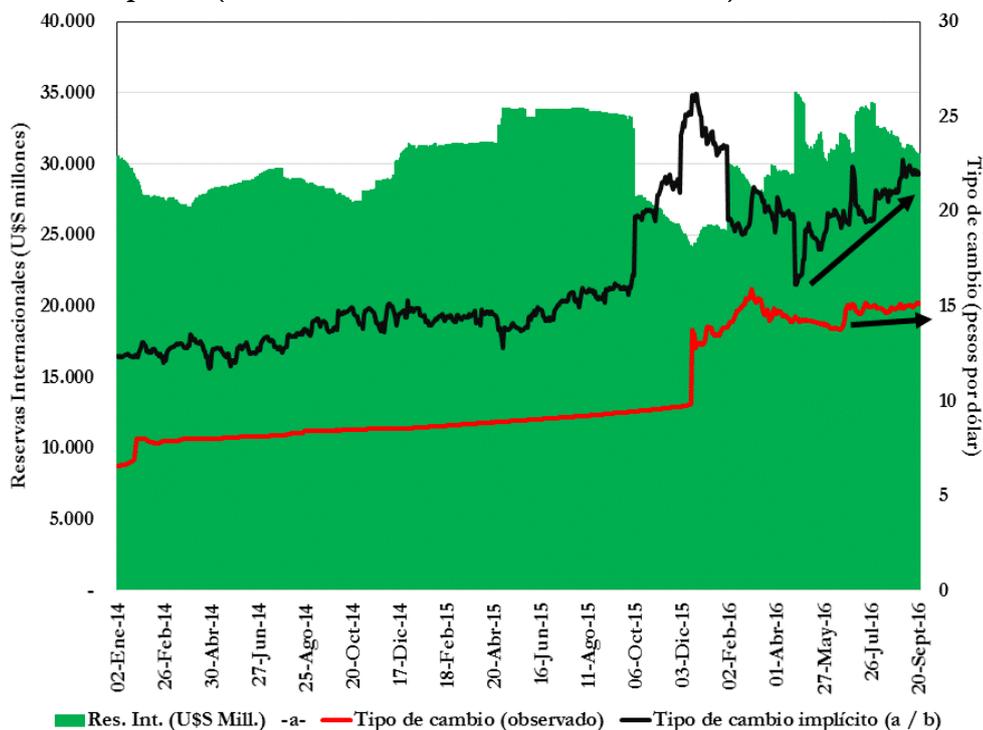
GRÁFICO 2: AGREGADOS MONETARIOS

a. Reservas internacionales del BCRA y base monetaria.



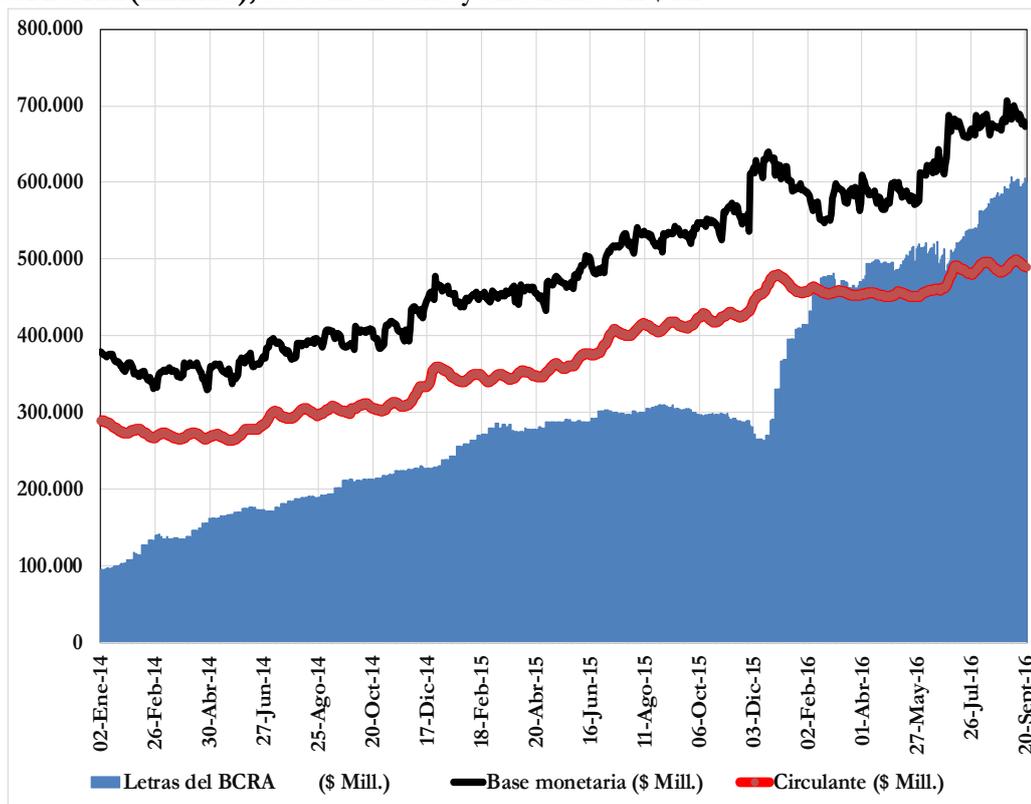
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

b. Reservas internacionales del BCRA, tipo de cambio observado y tipo de cambio implícito (base monetaria/reservas internacionales).



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

c. Letras del BCRA (LEBAC), base monetaria y circulante en \$ M



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

4. Lo que se viene: presupuesto 2017 y metas de inflación

El gobierno ha dado a conocer sus metas fiscales y monetarias para el año próximo. El Ministerio de Hacienda y Finanzas ha presentado el proyecto de Ley de Presupuesto 2017 al Congreso de la Nación, y esta semana el BCRA anunció la puesta en marcha de una modalidad de metas de inflación a partir de enero de 2017.

Para el año próximo las autoridades han previsto un gasto público total por \$ 2,36 billones, y un monto total de recursos por \$ 1,88 billones, con un resultado financiero de \$480.801 M. Los mayores incrementos de gasto presupuestado para 2017 son los de Seguridad Social, con una suba de \$ 275.208 M, Servicios de la Deuda Pública, con un incremento de \$ 60.560,3 M, y Educación y Cultura, con \$22.639,8 M adicionales.

Suponiendo que este año cerrará con una caída del PIB de 1,5%, y el próximo registraría un crecimiento de 3,5%, el proyecto de Ley asume una leve reducción del desbalance financiero de la Administración Nacional de -5,02% del PIB en 2016 a 4,93% del PIB en 2017. De acuerdo a la estimación oficial en términos brutos la deuda pública crecería por unos \$ 612.218,4 M, y se amortizaría capital de la deuda preexistente por \$ 456.921,7 M. La captación de adelantos transitorios del BCRA tendrá un tope de \$ 150.000 M, nivel levemente inferior a la cota de este año (\$ 160.000 M). Las proyecciones macroeconómicas subyacentes a los cálculos oficiales son las siguientes:

CUADRO 2: PROYECCIONES DEL PROYECTO DE LEY DE PRESUPUESTO 2017.

Variable	Niveles en \$ M (corrientes)		Var. % real	
	2016	2017	2016	2017
PIB	7.887.532	9.749.993	-1,50%	3,50%
Consumo total	6.568.384	8.117.154	-0,90%	3,50%
Inversión total	1.257.214	1.423.620	-3,50%	14,40%
Exportaciones de bienes y servicios	1.079.128	1.402.963	6,90%	7,70%
Importaciones de bienes y servicios	1.203.624	1.591.637	10,20%	9,80%
Saldo de cuenta corriente implícito	-124.496	-188.674		
Resultado financiero Adm. Nacional	-396.186	-480.801		
Resultado financiero Adm. Nacional (% PIB)	-5,02%	-4,93%		

Tipo de cambio promedio \$ / U\$S	14,99	17,92
Saldo de Cuenta Corriente en U\$S M	-8.305,27	-10.528,68
Exportaciones FOB (U\$S M)	58.326	64.278
Importaciones FOB (U\$S M)	58.972	66.144
Saldo comercial (U\$S M)	-646	-1.866
Var. % IPC (Meta Min. de Hacienda)		12%-17%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda y Finanzas.

Las metas fiscales han recibido variados comentarios, aunque es destacable que hasta los propios legisladores opositores han admitido que es la primera vez en la última década y media que se presenta una Ley de Presupuesto con supuestos creíbles. Igualmente, algunas consultoras privadas han formulado sus reparos, ante el proyectado salto en términos reales de la inversión bruta interna fija total (+14,4%) y **el pronóstico de una inflación entre 12% y 17% para el 2017 (o lo que es lo mismo, una inflación mensual promedio entre 0,9% y 1,3%).**

En línea con esas proyecciones, el 26 de septiembre el BCRA anunció la aplicación de una modalidad de metas de inflación a partir de enero próximo. Las metas hasta 2019 son las mismas que diera a conocer el Ministerio de Hacienda dos semanas antes al presentar su Proyecto de Ley de Presupuesto 2017: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018 y entre 3,5% y 6,5% para 2019. De acuerdo a lo anunciado por su titular Federico Sturzenegger, se

utilizará como indicador de inflación el IPC del INDEC de mayor alcance geográfico que se vaya publicando -el actual está por ahora limitado al Área Metropolitana Gran Buenos Aires- y **el instrumento de política será la tasa de pases a 7 días**. Las intervenciones serán semanales, publicando sus decisiones los días martes a las 17 hs. Además, el BCRA pasará a sustituir el stock de LEBAC que vaya venciendo luego de diciembre con emisiones a 1 mes, con vencimiento en el tercer miércoles de cada mes. El objetivo es reducir las 36 especies en circulación de limitada liquidez por 9 series con mayor liquidez.

El nuevo marco de política monetaria descansa sobre un compromiso con metas relativamente flexibles de inflación, limitando la política monetaria a procedimientos relativamente predecibles. **El enfoque apunta así a estabilizar expectativas de inflación y a reducir la volatilidad de las tasas de interés, y para el mediano plazo, a desacoplar las expectativas inflacionarias de las variaciones del tipo de cambio.**

La presentación, si bien ha sido en general bien recibida, deja demasiados puntos que con el correr de las semanas deberían ser aclarados. La conducción del BCRA admite que hay dominancia fiscal y que este esquema fortalece una forma de acotar de facto esa dominancia con un límite a los adelantos no muy diferente al de este año. Sin embargo, el jugador dominante (el fisco) cuando necesita fondos en exceso coloca deuda en pesos o en dólares, y estos son canjeados al BCRA. Es cierto que aumentan los activos de reservas y los pasivos de la autoridad monetaria, **pero no es claro cuál es el beneficio de acumular reservas con rendimiento anual mínimo, y pasivos como las LEBAC emitidas para absorber circulante, por las que el BCRA está pagando a sus tenedores una tasa entre 25%-27% anual.**

Los hechos muestran que desde el 2 de julio el BCRA dejó de otorgar adelantos transitorios al Tesoro, pero esa no es la única fuente de pesos para el Tesoro. **Desde esa fecha y hasta el pasado 21 de septiembre, el Tesoro recibió del BCRA \$ 70.164 M** por otras ventanillas: \$ 32.664 M por “compra” de dólares al Tesoro, obtenidos vía endeudamiento externo, y \$ 37.500 M por transferencia de utilidades de las reservas internacionales. La emisión monetaria asociada fue esterilizada vía emisión de LEBAC por \$ 70.179. La mecánica evita presiones inflacionarias presentes, pero **su éxito exige el pago de tasas reales positivas**. Ciertamente se contiene la inflación por empuje de demanda, pero al balancear riesgo y rendimiento, para no pocas entidades financieras es más preferible prestarle al BCRA vía compra de LEBACS que arriesgar fondos prestando al sector privado. **La mecánica es efectiva, pero ¿no termina entorpeciendo la baja del costo del crédito y la reactivación? ¿continuará al menos durante 2017? La conducción de la autoridad monetaria no habló de discontinuarla.**

En cuanto a la implementación, el régimen no es totalmente de “*inflation targeting*” o “metas de inflación” como se lo conoce en la literatura académica de teoría y política monetaria. Ciertamente cumple el primer requisito generalmente aceptado: el anuncio público de metas de inflación de mediano plazo, pero respecto de otros, el anuncio no es totalmente claro. Un segundo requisito es un compromiso institucional (por escrito y efectivamente restrictiva o “*binding*”, no meramente un anuncio unilateral), con la estabilidad de precios como la meta primaria de política monetaria a la cual se subordinan todas las otras. La estrategia del BCRA sería entonces más bien “pasiva” en la que las intervenciones no estarán disociadas de la necesidad de esterilizar emisión para financiar al fisco con emisión de LEBAC, y la reducción de 36 a 9 series de esta pareciera apuntar a cierta meta de control de la liquidez del sistema bancario, algo no necesariamente subordinado a una “meta” de inflación. Un tercero es una estrategia de información según la cual se dé a conocer **no sólo las variables usadas como instrumento de política, sino cómo se usaron. No se ha mencionado hasta ahora la publicación de ningún tipo de “minutas” ex post como lo hace la Reserva Federal de los Estados Unidos, que permite evaluar las decisiones de política monetaria y en base a qué fueron adoptadas.**

Tampoco se ha explicado de donde surgieron los números específicos de metas publicadas, ni cuál es el modelo analítico subyacente a dichas metas, ni a la aparente estimación de demanda de dinero que estaría utilizando el BCRA. Finalmente, respecto de la rendición de cuentas, se limitó a mencionar lo ya existente antes del anuncio: la mecánica de presentar dos informes por año al Congreso de la Nación, lo cual en principio no tiene (salvo faltas muy graves) implicancias penales para el directorio del BCRA. Se trataría, entonces, **de una prueba piloto que quizá sobre la marcha evolucione a un régimen de metas de inflación en sentido estricto.**

Sin dudas es plausible la adopción de un modo de política monetaria relativamente previsible, aunque con limitaciones. De todas formas, **daría la impresión que se tiene para el corto plazo demasiada confianza en la**

transmisión de cambios en tasas de interés a 7 días a precios de decenas de miles de bienes y servicios que se fijan en mercados sujetos a regulaciones, cambios en reglas fiscales y costos de transacción de diverso tipo. Si bien la autoridad monetaria ha reconocido que la oferta monetaria es endógena a la política fiscal, pareciera no tener en cuenta que esta última es a su vez endógena al nivel de actividad y este a la variabilidad de precios relativos, de ingresos de factores y del tipo de cambio real. Más aún, no se observa una trayectoria actual ni esperada de giro hacia el equilibrio fiscal. Si la política fiscal no está realmente “cubierta” (“*hedged*”) contra turbulencias políticas internas, o cambios en las preferencias de los grandes inversores internacionales en mercados emergentes, las necesidades de financiamiento vía emisión monetaria aumentarán, inexorablemente.

Bajo tales condiciones ¿puede el BCRA ser jugador dominante en la lucha contra la inflación? ¿Puede efectivamente reducirla a 17% anual o menos sin inducir una fuerte recesión, más que inoportuna en un año electoral? **¿Cuál es el o los modelos analíticos que realmente utiliza la autoridad monetaria para sus proyecciones de oferta y demanda de dinero, así como de inflación futura? ¿Si los tiene, por qué no los da a publicidad?** Si el objetivo es consolidar la credibilidad, no se pueden dejar estos “cabos sueltos”.

En definitiva, el BCRA ha elegido una vía en principio razonable, pero dependiente de la efectiva obtención de reputación y credibilidad **sobre la marcha**. Derrotar la inflación es una prioridad indiscutible. **Ahora bien, por qué se eligió esta estrategia y no otra, es algo que la autoridad monetaria todavía no ha explicarlo de manera completa y convincente.** Su reputación ahora dependerá ahora del acierto en ubicar la inflación en torno de las metas autoimpuestas, así como de la razonabilidad y aceptabilidad de las justificaciones de sus probables desvíos.

EL ENIGMA DE LOS BROTES VERDES

Gustavo Martin

Los datos y pronósticos para la actividad indican que la recesión finalizaría hacia fines de año, y recién en 2017 se retomaría un sendero de crecimiento. Por su parte, el tipo de cambio se encuentra presionado a la baja por el ingreso de divisas vía endeudamiento del Sector Público, cuyo déficit fiscal empezaría a disminuir recién a partir del año 2018.

1. Actividad

El 22 de septiembre, el INDEC publicó el PIB del segundo trimestre del año. Según el informe la actividad cayó 3,4% en relación con igual período del año pasado, mientras que en el primer semestre el nivel de actividad cerró con un retroceso de 1,7% contra los primeros seis meses de 2015. En términos sin estacionalidad, el PIB cayó 2,1% respecto del primer trimestre del año por lo que acumula tres trimestres de caídas consecutivas. De esta manera, la economía continúa en recesión y cayó más de lo que indicaban los guarismos del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Dicho indicador había mostrado una caída interanual de 2,8% para el segundo trimestre y había cerrado el primer semestre con una contracción del 1,3% respecto al primer semestre del año pasado.

Ahora bien, el 27 de septiembre, se publicó el EMAE corregido para que coincida con la estimación del PIB y la estimación del mes de julio. El dato para ese mes un desplome de 5,9% interanual y en una caída de 0,4% mensual sin estacionalidad mayor al -0,2% de junio. De esta manera, el estimador exhibe una continuada recesión de la actividad, que sigue cayendo.

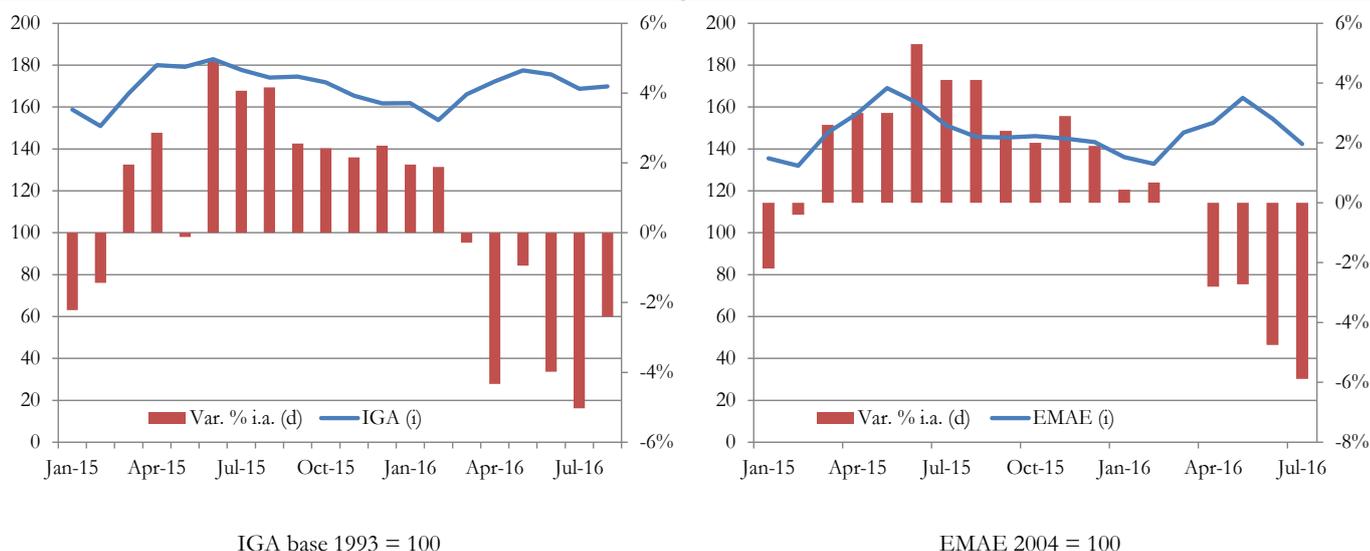
Por su parte, para algunos analistas parecen existir algunas señales que la recesión estaría tocando su fin.³ Algunos se basan en pronósticos sobre la compra de acero laminado, los despachos de cemento (que crecieron un 6,6% interanual en agosto) y las compras de asfalto (20% en agosto) más que nada a la espera de una reactivación de la obra pública.

³ Ver <http://www.lanacion.com.ar/1940922-para-los-analistas-se-ven-algunos-signos-de-reactivacion>

Asimismo, la consultora Orlando J. Ferreres (OJF) informó su indicador de actividad, el IGA, para el mes de agosto que arrojó una expansión de 0,3% sin estacionalidad respecto del mes anterior, pero con luego de caer desde febrero de manera consecutiva. Para la consultora, el mes de agosto marcaría un punto de inflexión ya que “comenzarán a operar factores expansivos como la mejora de la cosecha fina y la materialización de los proyectos de construcción públicos y privados”. No obstante, también aclara en su informe que “los cuatro últimos datos están sujetos a revisión y el último es una estimación preliminar”.

Los pronósticos relevados por el Banco Central en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), muestran que la mediana de lo esperado por los participantes es de -1,5% para el año 2016. Teniendo en cuenta la contracción de la actividad durante el primer semestre, el pronóstico implica que el segundo semestre debería contraerse 1,4% contra los primeros seis meses del año y 2,2% interanual con respecto al mismo período del año pasado.

GRÁFICO 3: ACTIVIDAD ECONÓMICA



Fuente: IICE en base a datos del INDEC y de OJF y Asoc.

Es más, según datos del PIB la actividad creció, en términos interanuales, 0,6% en el primer trimestre y cayó 3,4% en el segundo, siendo que para el tercero se anticipa una contracción de 2,3% según la mediana del REM, ello implica que en el último trimestre del año la actividad retrocedería 1,1% con respecto al mismo período del año pasado. Si se asume la misma estacionalidad que la ocurrida el año pasado, estos números implican que la actividad caería nuevamente en el tercer trimestre respecto del segundo en 1% y luego se observaría un crecimiento de 0,7% durante el cuarto trimestre respecto del anterior. De esta manera, llegaría el fin de la recesión en la actividad económica solo a fin de este año.

Por el momento son pocos los indicadores de actividad que anticipen que efectivamente haya una recuperación en ciernes. Es más, a pesar de las mejoras interanuales en los datos de ventas de autos y despachos de cementos de agosto y de las variaciones sin estacionalidad de la actividad industrial medida por el IPI de OJF para los meses de mayo a julio y del IPI FIEL de julio que luego se cae en agosto. Asimismo, respecto de la actividad de la construcción, el índice Construya arrojó un valor negativo durante el mes de agosto respecto del mes anterior cortando las subas mensuales que se observaron durante los meses de mayo a agosto. Por su parte, el ISAC del INDEC sigue mostrando variaciones interanuales cada vez más negativas.

CUADRO 3: INDICADORES DE ACTIVIDAD

Indicador	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16
Indicadores de Actividad								
EMAE (INDEC) Var. % a/a	0,4%	0,7%	0,0%	-2,8%	-2,7%	-4,8%	-5,9%	
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-0,2%	-1,0%	0,7%	-1,5%	-0,9%	-0,2%	-0,4%	
Venta de autos O Km (ADEFSA) Var. % a/a	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%	9,2%	-2,4%	11,5%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	43,6%	4,8%	16,9%	-0,3%	-0,3%	4,7%	-16,6%	21,4%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	4,6%	3,7%	0,6%	-6,4%	-0,9%	-6,8%	-7,1%	-3,1%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	4,5%	-2,2%	-1,1%	-4,1%	0,3%	0,2%	0,4%	0,3%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-2,2%	4,1%	-1,7%	-6,8%	-5,2%	-8,8%	-7,9%	-4,6%
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,4%	1,9%	-1,6%	-1,5%	-2,2%	-0,5%	1,9%	-0,8%
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-13,9%	-2,4%	-5,4%	-5,5%	2,9%	4,1%	5,6%	-6,5%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-8,0%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,7%	-20,7%	6,6%

Fuente: IICE en base a datos del INDEC, OJF y Asoc., Fiel, ADEFSA Grupo Construya y AFCP.

2. *Sector Externo*

La semana pasada, el BCRA publicó el Balance Cambiario del mes de agosto con los siguientes resultados. Los principales factores que determinaron el resultado de la Cuenta Corriente (- US\$ 10.160 M) fueron las cuentas de Servicios y Rentas. Sin embargo, no hubo movimientos destacables durante el mes de análisis.⁴

CUADRO 4: BALANCE CAMBIARIO – EN MILLONES DE US\$

	2015			2016			Var. % i.a.
	I Trim	II Trim	8 Meses	I Trim	II Trim	8 Meses	
Cuenta Corriente cambiaria	-1.831	-315	-4.008	-8	-8.570	-10.160	153 %
Balance transferencias por mercancías	1.694	3.404	5.273	3.310	2.464	6.344	20%
Servicios	-2.022	-1.654	-5.339	-2.198	-2.551	-6.312	18%
Rentas	-1.546	-2.082	-4.029	-1.194	-8.601	-10.519	161%
Otras transferencias corrientes	43	17	87	75	117	327	274%
Cuenta capital y financiera cambiaria	2.205	2.616	6.792	3.483	9.647	7.652	13%
Inversión extranjera directa	402	277	919	687	1.473	857	-7%
Formación de activos externos	-1.928	-1.118	-4.411	-3.646	-2.349	-4.515	2%
Variación de Reservas	374	2.300	2.784	3.475	1.073	2.370	-15%

Fuente: IICE en base a datos del BCRA.

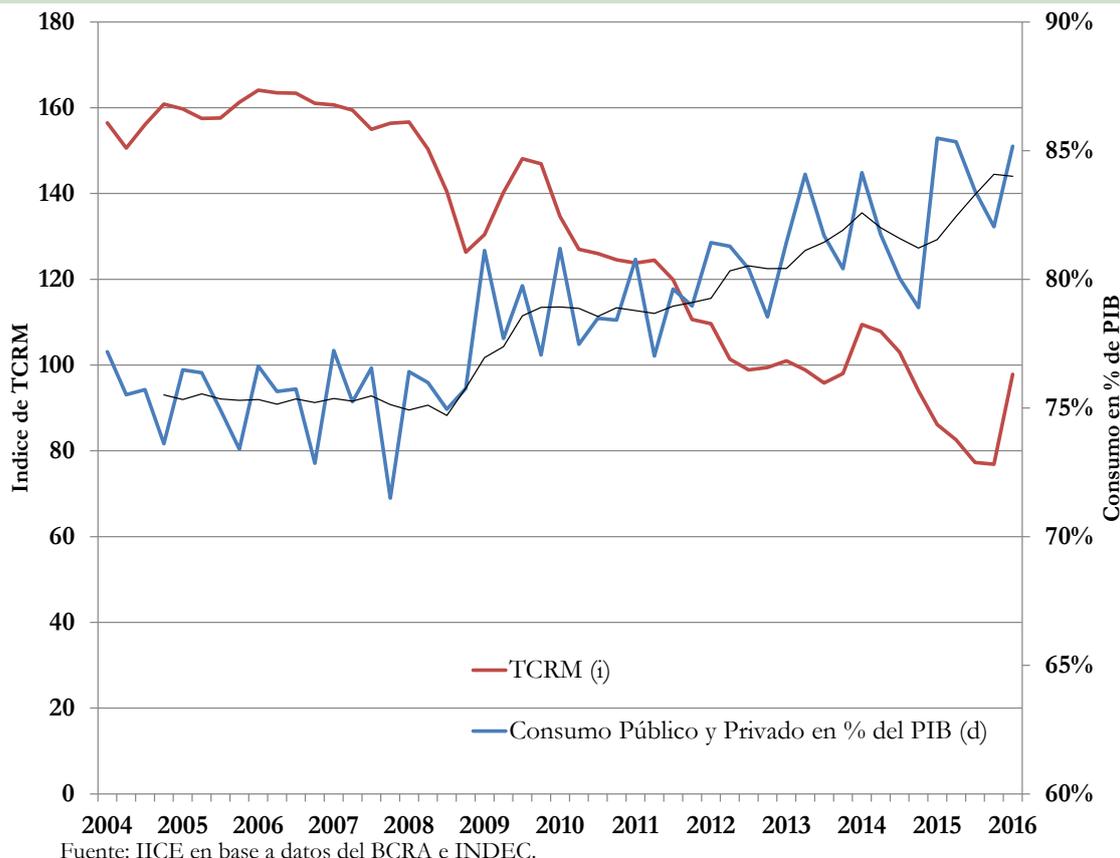
Se observa que la Cuenta Capital ha servido para financiar, al menos en parte, la deficitaria Cuenta Corriente. Sin embargo, las entradas más fuertes no provienen de las inversiones extranjeras sino más bien de endeudamiento del Sector Público que, según el informe de Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario, **acumula una entrada de US\$ 22.028 M lógicamente para financiar su déficit fiscal. Esta manera de cubrir el déficit fiscal presiona a la baja tanto al tipo de cambio nominal al real.**

⁴ Para un análisis pormenorizado de la Cuenta Corriente al segundo trimestre del año ver IEM del mes de agosto.

3. Tipo de cambio

En un ensayo de 2012, el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger junto a otros autores⁵, encontraron una fuerte conexión entre el tipo de cambio real y el ahorro y la inversión en términos del PIB. En el trabajo se demuestra que un tipo de cambio real fuerte, en el sentido de apreciado, es consistente con bajas tasas de ahorro e inversión. De esta manera, **la pregunta relevante es si el actual nivel de tipo de cambio real genera un peso apreciado (atrasado) como sugieren varios analistas⁶ o por el contrario, en un valor cercano al equilibrio y el tipo de cambio nominal es consistente con este valor.**

GRÁFICO 4: CONSUMO PÚBLICO + PRIVADO Y TCRM



Como se observa en el gráfico existe una relación inversa entre el consumo total y el tipo de cambio real. Un menor ahorro (por mayor consumo) se traduce en un tipo de cambio real más apreciado. De esta manera, un déficit fiscal crónico, se espera según el REM unos \$ 375.000 M de déficit para este año y \$ 410.000 M para el que viene, genera presión sobre el consumo público que se traduce en menor ahorro.

El efecto sobre el tipo de cambio real se genera vía un incremento relativo en el precio de los bienes no transables por encima del de los transables gracias al mayor consumo, en particular, público. De esta manera, el tipo de cambio real podría mantenerse en estos niveles y, con una expectativa de descenso de la inflación en los próximos años (41% en 2016 a 19,8% en 2017), es de esperar que presione al tipo de cambio nominal a la baja. En rigor, **dadas estas presiones que genera el tipo de cambio real, no debería esperarse una depreciación en el tipo de cambio nominal. Si bien la mediana del REM espera que el dólar cotice a \$ 16 promedio en diciembre de este año, es muy probable que se ubique en valores ligeramente inferiores a este en el rango \$ 15,7 a \$ 16.**

⁵ Gluzman, P., Levy Yeyati, E. y Sturzenegger, F. "Exchange rate undervaluation and economic growth: Diaz Alejandro (1965) revisited". Economic Letters 2012.

⁶ Ver por ejemplo "Nielsen: El Blanqueo va a inducir a un mayor atraso cambiario" <http://www.cronista.com/economiapolitica/Nielsen-El-blanqueo-va-a-inducir-a-un-mayor-atraso-cambiario-20160831-0060.html>.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESPERANDO LAS ELECCIONES EN ESTADOS UNIDOS

Héctor Rubini

La Reserva Federal mantuvo sin cambios la Tasa de Fondos Federales, a la espera de mejores indicadores económicos y de la elección presidencial del 8 de noviembre. Si bien Hillary Clinton encabeza las encuestas de opinión, Donald Trump ha progresado en los últimos dos meses, tornando incierto el resultado de los comicios. Los bancos centrales del mundo se mantienen expectantes, dado que no se espera una vigorosa reactivación de la economía mundial para el año próximo.

1. Las elecciones de los Estados Unidos y la Fed

La insistencia y la verborragia le han permitido a Donald Trump progresar rápidamente en los últimos dos meses y en las encuestas de opinión se ha ubicado bastante cerca de Hillary Rodham Clinton. **Por ahora, la candidata Demócrata sigue liderando las encuestas de opinión, pero luego de un reciente problema de salud, no muy bien aclarado, creció la imagen de Trump.**

Las ideas de este último se mantienen invariablemente focalizadas en propuestas aislacionistas, xenófobas y misóginas, bastante imprecisas en materia económica. Su ideario de política fiscal no va mucho más allá de la baja de algunos impuestos, y crear nuevas barreras al comercio y a la inmigración, además de criticar la gestión de Barack Obama. Esa prédica le ha permitido acercarse a Clinton en las encuestas, y esto ha llevado a ambos candidatos a concentrar su campaña en los estados donde las ventajas de uno u otro candidato son mínimas. Por escaso margen se observa a Donald Trump liderando las preferencias en Arizona, Nevada, Colorado, Ohio, Georgia y Carolina del Norte. Hillary Clinton, a su vez, tiene una mínima ventaja en Florida, Pennsylvania, Maine y Minnesota.

Sin definición previsible del resultado de los comicios de noviembre, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) consideró conveniente no modificar la tasa de Fondos Federales. De todas formas, en su comunicado de prensa sostuvo que los indicadores del mercado laboral del mes de julio reflejaron un fortalecimiento de la actividad económica, con cierta aceleración del crecimiento de la actividad económica y del gasto de las familias. Sin embargo, la inflación se mantiene todavía por debajo de la meta de largo plazo de 2% anual. Ante este escenario, **el FOMC mantuvo sin cambios la tasa de Fondos Federales en una estrecha banda entre 0,25% y 0,50% anual.**

La próxima reunión del FOMC será el 1º de noviembre, una semana antes de las elecciones presidenciales. Para la misma no se espera ningún aumento ni baja de la tasa de Fondos Federales, de modo que toda eventual modificación podría ser en la reunión de diciembre. Un punto a tener en cuenta es que por primera vez desde la reunión de febrero de 2011 tres presidentes de bancos de la Reserva Federal votaron en disidencia y a favor de la misma decisión: en esta ocasión a favor de ampliar el rango de variación de la tasa de Fondos Federales hacia un intervalo entre 0,25% y 0,75% anual⁷. La voz cantante de los “disidentes” es la del titular del Banco de la Reserva Federal de Boston, Eric Rosengren, quien el pasado 9 de septiembre expuso su posición contraria a la de la mayoría de sus colegas del FOMC:

*“Con el actual grado de acomodamiento (monetario) aumentan las chances de acercar la tasa de inflación núcleo a la meta del 2% de la Reserva Federal, pero también **aumenta la probabilidad de recalentar la economía.** Por lo tanto, si lo que queremos asegurar es permanecer en pleno empleo, es probable que sea apropiado un ajuste gradual (de la tasa de Fondos Federales)”⁸.*

Por ahora, entonces, **no es de esperar cambios en la tasa de Fondos Federales al menos hasta diciembre.**

⁷ Los tres que votaron en disidencia han sido Esther L. George, Loretta J. Mester y Eric Rosengren.

⁸ Ver Rosengren, E. (2016): “Exploring the Economy’s Progress and Outlook”. Presentation at the South Shore Chamber of Commerce. Quincy, Massachusetts. Sept. 9, 2016, en <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/Speeches/PDF/090916/090916text.pdf>.

2. *Los otros bancos centrales del G-4 también expectantes*

La falta de dinamismo de las economías desarrolladas y la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos siguen fortaleciendo la actitud cautelosa de los bancos centrales del llamado Grupo de los 4 o “G-4” (Estados Unidos, Unión Europea, Reino Unido y Japón).

El Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra mantienen sin cambios el sesgo expansivo de sus políticas monetarias, mientras que el 21 de septiembre el Banco de Japón modificó la instrumentación de su política monetaria. Las autoridades japonesas optaron por abandonar las metas de emisión monetaria y volver a utilizar tasas de interés instrumento de control monetario, sin abandonar la meta de inflación de 2% anual. Si bien se mantienen por ahora tasas de interés negativas para el corto plazo, el cambio fue leído en los mercados como una señal anticipatoria de que se iniciará una etapa de reversión de la expansión casi ilimitada de compra de activos y profundización de tasas de interés negativas.

La noticia fue bien recibida, pero es una incógnita a develar la reacción a mediano plazo de la intención del banco central japonés de “controlar la curva de rendimientos”, focalizándose en compraventa de bonos del Tesoro japonés a 10 años, cuyas tasas internas de retorno se encuentran levemente por encima de 0%. Inicialmente se espera una serie de ventas de títulos en cartera para absorber liquidez excedente en el sistema financiero, ya que bajo el programa de expansión cuantitativa en vigencia ha estado inyectando dinero a razón de 80 billones de yuanes por año (equivalente a U\$S 783.000 M), sin haber logrado una efectiva reactivación de la demanda agregada ni alcanzado la meta de inflación de 2% anual.

El problema fáctico que está enfrentando Japón se replica en Europa. Allí tanto el Banco Central Europeo y otros de la región han ingresado también en el terreno de las tasas de interés negativas. No sólo se carece de modelos teóricos suficientemente claros y convincentes sobre cómo podría estabilizarse y reactivarse una economía bajo tasa de interés nominales negativas. La experiencia previa es prácticamente inexistente, y las autoridades monetarias siguen mostrando una muy baja capacidad de influir o modificar las expectativas deflacionistas del sector privado. Sin coordinación efectiva con la política fiscal y otros instrumentos, tanto las autoridades monetarias como los economistas del sector privado perciben visibles limitaciones de la efectividad de las políticas de expansión permanente de la base monetaria con tasas de interés negativas. La esperada influencia sobre las curvas de rendimiento de los títulos públicos es mínima y las expectativas apáticas del sector privado se mantienen sin cambios. Un escenario así termina poniendo en riesgo la capacidad futura de los bancos centrales de responder de manera oportuna y eficiente a potenciales shocks negativos sobre la demanda agregada, al menos si no se coordinan sus políticas con las autoridades fiscales, y en algún caso quizá cediendo márgenes de independencia que por ahora no se van a modificar.

3. *Los bancos centrales de América Latina, con la inflación bajo relativo control*

En nuestra región no se esperan grandes turbulencias. En los países con crecimiento e inflación a la baja se esperan políticas monetarias algo más expansivas. Es el caso de Colombia, que en noviembre podría bajar las tasas de interés, mientras que las autoridades monetarias de Perú y Chile mantendrían sin cambios sus políticas hasta el año próximo. En el caso de Brasil, la tasa SELIC recién mostraría una sostenida baja una vez que se observe una efectiva baja de la inflación y los reales avances de las políticas de reforma estructural anunciadas por el gobierno de Temer. El Banco de México, en cambio, se espera que mantenga un sesgo más bien restrictivo y que en diciembre a más tardar aumente 25 puntos básicos su tasa de control monetario, y probablemente otros 25-50 puntos en el primer semestre del año próximo.

De todas formas, lo que preocupa, tanto en los países desarrollados como no desarrollados es la lentitud para recuperar un sendero global de crecimiento sostenido. Sin una expansión de la economía real no sólo se dificulta el abandono de tasas de interés negativas, sino que no se reactiva la demanda de dinero ni la oferta de crédito. Las perspectivas no son suficientemente alentadoras para el cierre de este año y el próximo. Si bien podría esperarse cierto retorno de capitales a los países emergentes luego de las elecciones de los Estados Unidos, probablemente haya que esperar a fines de 2017 o al año 2018 para visualizar un ciclo virtuoso de expansión mundial, tanto de la actividad económica, del comercio internacional y de los flujos de capitales a los países emergentes. Las proyecciones del sector privado que resume el siguiente cuadro muestran claramente que no hay expectativas de una vigorosa reactivación mundial al menos hasta fines de 2017.

CUADRO 5: CRECIMIENTO % DEL PIB EN EL MUNDO. PROYECCIONES 2016-2017

	Variación % PBI real	
	2016	2017
Economía mundial	2,4	2,7
Países desarrollados	1,5	1,7
Resto del mundo	3,8	4,3
Estados Unidos	1,4	1,8
Canadá	1,2	2,5
Unión Europea	1,6	1,5
Alemania	1,9	1,5
Francia	1,4	1,2
Italia	0,8	1,1
España	3,2	2,4
Reino Unido	1,9	0,9
Suecia	3,2	2,5
Noruega	0,9	1,7
Asia/Pacífico	4,6	4,5
Japón	0,7	1,1
Australia	2,9	3,1
Nueva Zelandia	3,1	2,6
Corea del Sur	2,8	2,5
Rep. Popular China	6,7	6,4
India	7,3	7,1
Indonesia	4,8	4,9
Singapur	1,4	1,0
Taiwán	1,1	2,1
Tailandia	3,3	3,0
América Latina	-0,6	2,1
Argentina	-1,5	3,5
Brasil	-3,0	1,4
Chile	1,8	2,3
Colombia	1,8	2,8
México	2,4	2,2
Perú	4,0	4,5
Otros:		
Rusia	-0,5	1,4
Turquía	3,2	3,5
Sudáfrica	0,3	0,9
Polonia	3,0	3,0
Israel	2,4	3,0

Fuente: elaboración propia en base a datos de bancos de inversión y de consultoras privadas.

BRASIL: ¿CUÁNDO TERMINARÁ LA RECESIÓN?

Eloy Aguirre

Los indicadores económicos de Brasil continúan siendo magros. Al mes de julio pasado la actividad económica cayó 9,9% interanual, aunque las proyecciones del Banco Central del Brasil indican que en 2017 dejarían de caer. El nuevo gobierno ha presentado un plan para reactivar la economía basado en la reducción del déficit fiscal a través de venta de activos, cambios en el régimen previsional y reforma laboral.

1. El Gobierno de Temer

La remoción definitiva de Dilma Rousseff de la primera magistratura del Brasil le dio al nuevo gobierno de Michel Temer la confianza de continuidad hasta el 2019. La votación en el Senado finalizó 61 votos contra 21 a favor de la destitución de Dilma Rousseff. En contraste, el Senado votó en contra de inhabilitar a Dilma para el ejercicio de cualquier cargo público en los próximos años.

En esta nueva etapa, uno de los problemas principales que enfrenta el gobierno de Temer, es el gigantesco déficit fiscal (9% del PIB en 2015), en el primer semestre de 2016 el déficit fiscal acumulado fue de USD 46.450 M y la deuda pública llegó al 42% del PIB. Para resolver el problema del déficit se pueden aplicar las siguientes medidas o combinaciones de ellas:

- i) Aumentar los impuestos presentes, no recomendable dada la crisis económica brasileña e incluso éstos se sumarían a incrementos que el gobierno anterior ya había establecido en algunos impuestos;
- ii) Adquirir deuda en el mercado local, esta medida podría aumentar la tasa de interés desincentivando inversiones del sector privado;
- iii) Contraer deuda en el mercado internacional. En Europa y Japón las tasas son negativas, EEUU presenta tasas de alrededor del 1%, en este contexto Brasil podría conseguir financiarse alrededor del 5,5% en dólares a largo plazo. Esta tasa es alta comparada con la pactada por la mayoría de los países de la región⁹ pero podría ser una alternativa viable en actual escenario internacional, aunque debería tenerse en cuenta el riesgo de apreciación de la moneda brasileña y el posible deterioro de la Cuenta Corriente. En su última emisión de julio de 2016, Brasil colocó un bono a 30 años por USD 1.500 M al 5,875%;
- iv) Conseguir financiamiento o ayuda de organismo internacionales (FMI, BID, etc), estos organismos condicionan la ayuda financiera a mejoras en indicadores económicos y fiscales;
- v) Emitir moneda con la consecuente aceleración inflacionaria. Brasil ha planteado metas de inflación que ya no podrá alcanzar este año;
- vi) Reducir el gasto público, la anterior administración y la actual ya han recortado fuertemente el presupuesto fiscal y encontraron enérgica resistencia de varios sectores a estas medidas;
- vii) Y por último vender activos del Estado, como se dice vulgarmente “vender las joyas de la abuela”, al parecer el gobierno de Temer comenzó a emprender este último camino.

Dado el contexto económico recesivo de Brasil y luego de aplicar algunas de las políticas mencionadas, el nuevo gobierno decidió implementar la venta de activos del Estado. El flamante gobierno de Michel Temer acaba de lanzar un plan de privatizaciones y concesiones de empresas del Estado. Al parecer se trata de un plan que abarca un total de 34 privatizaciones y concesiones, entre las que se encuentran licitaciones de derechos de explotación petrolera y concesiones en energía e infraestructura con el objetivo de fomentar la inversión privada. Se detallan algunos de los proyectos a privatizar y a concesionar por el nuevo gobierno:

- ✓ Cuatro aeropuertos nacionales: Florianópolis, Fortaleza, Salvador y Porto Alegre,
- ✓ Tres empresas de saneamiento ambientales: CAERD del Estado de Rondonia, CEDAE de Río de Janeiro y COSAMPA del Estado de Pará.

⁹ Con la excepción de Venezuela y Argentina.

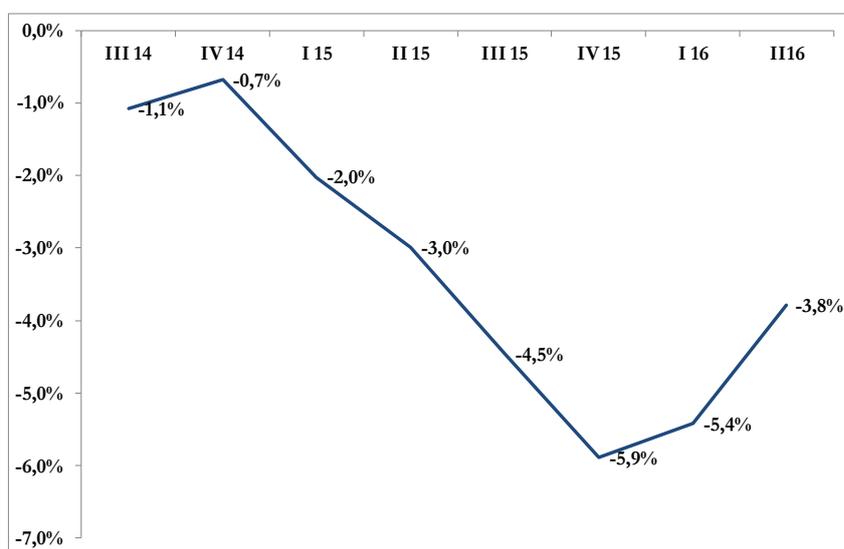
- ✓ Distribuidoras y empresas de energía: Pery, Boa Vista Energía, Son Simão, Compañía Energética de Goiás, Agro Trafo, Vuelta Grande, Compañía Energética de Alagoas, Miranda, Compañía de Energía de Piauí, Amazonas Distribuidora de Energía, Central Eléctrica Rondonia y Compañía Eléctrica del Acre.
- ✓ Privatización de la Lotería Lotex
- ✓ Concesión de tres ferrocarriles: Ferrograo, Norte-Sur y Ferrocarril de integración oeste-este
- ✓ Concesión de dos rutas: Goiás - Minas Gerais y Río Grande do Sul
- ✓ Concesión de dos puertos: Río de Janeiro y Oporto de Santarém
- ✓ Minería: Fosfato, Cobre, Carbón, Plomo y Zinc.

Además del plan de privatizaciones el gobierno de Temer impulsa una reforma laboral, uno de los cambios principales del nuevo régimen sería que los empleados podrán trabajar en más de una empresa a la vez. Incluso, una empresa podría contratar a sus empleados por horas trabajadas o por objetivos de productividad. De esta forma, un asalariado podría trabajar 12 horas por día pero con un límite máximo de 48 horas semanales ampliando la jornada laboral existente, el límite actual es de 44 horas semanales (ocho horas por día más cuatro los sábados). También se prevé una reforma previsional que busca elevar la edad jubilatoria femenina de 60 a 65 años. El objetivo de estas medidas es reducir el déficit presupuestario. En el año 2015 el déficit fiscal alcanzó el 9% del PIB y según datos del Ministerio de Finanzas de Brasil el déficit presupuestario del primer semestre de 2016 alcanzó los R\$ 158.882 M, equivalente a USD 46.457 M.

2. La marcha de la economía

La economía brasileña continúa con indicadores negativos de crecimiento, pero las magnitudes de las caídas comienzan a reducirse en algunos casos. El gráfico 5 exhibe las tasas de crecimiento interanual del PIB real trimestral desde el tercer trimestre de 2014 hasta el segundo trimestre de 2016¹⁰. En principio se puede observar que el PIB desciende en todos los trimestres de los últimos dos años. En el segundo trimestre de este año el PIB cayó 3,8% interanual, pero las caídas del cuarto trimestre de 2015 y del primer trimestre de 2016 son significativamente superiores.

GRÁFICO 5: VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB TRIMESTRAL DE BRASIL. III TRIM 2014 – II TRIM 2016



Fuente: IICE - USAL en base Banco Central do Brasil

La merma en la caída a partir del primer trimestre del 2016 indica la economía comienza a mejorar levemente. Según los datos del Banco Central do Brasil, el indicador de nivel de actividad cayó en los primeros 7 meses de 2016 un 9,9% interanual y el índice de producción industrial bajó un 8%, la disminución industrial es alta pero levemente menor a

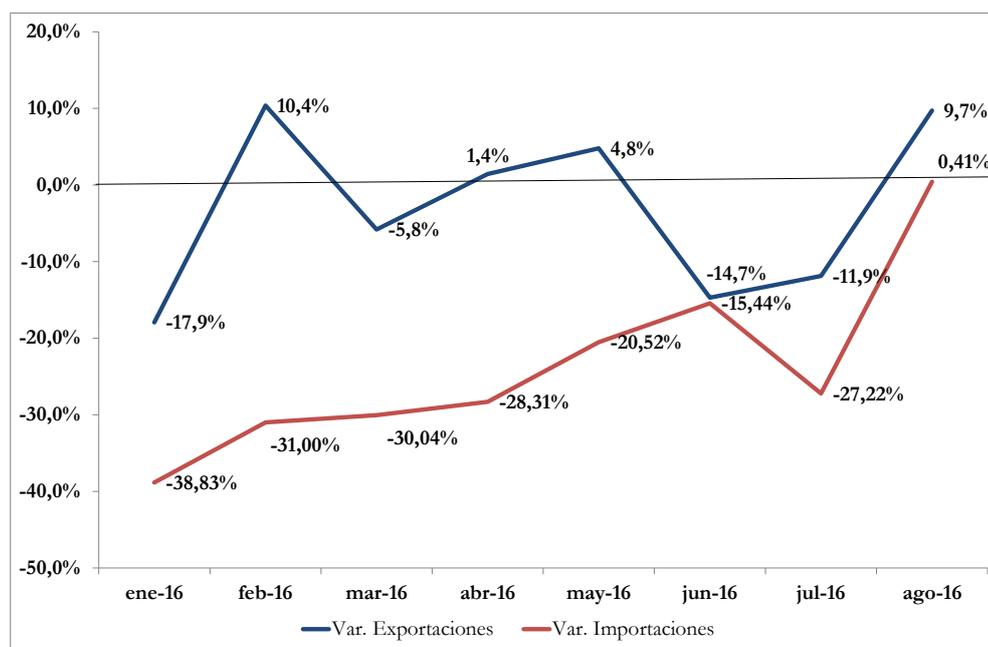
¹⁰ Último dato disponible.

la del 2015. La producción acumulada de vehículos mostró una baja interanual en el segundo trimestre de 2016 del -21%, en el primer trimestre la disminución había sido de -27%, dando muestras de mejoras.

La inversión bruta mostró una reducción interanual del 9% en el segundo trimestre del año, lo que indica una mejora respecto del primer trimestre donde la caída ascendió al 17%. El consumo cayó 4,9% interanual en el segundo trimestre de 2016, mejorando la caída de 6,3% del primer trimestre. Además, la tasa de desempleo en el segundo trimestre alcanzó el 11,3% siendo la del primer trimestre 10,9%. Esta es una de las principales preocupaciones del gobierno de Temer, la tasa de empleo no varía desde febrero de 2016.

A su vez, la inflación acumulada de los primeros ocho meses del año 2016 fue 6,1% y la variación interanual del Índice Nacional de Precios al Consumidor registrado en agosto fue 9,62%. De los rubros que componen el índice de precios el que presenta el mayor aumento en lo que va del 2016 fue Alimentos y Bebidas, 9,11%, seguido por Salud y Atención Personal con 9,05%. En el mes de agosto el mayor aumento fue en Educación, 1%, seguido por Gastos Personales, 0,96%. En lo que concierne a la confianza del consumidor, el dato es positivo ya muestra un incremento interanual del 18% en agosto y un aumento del 12,4% en lo que va del 2016.

GRÁFICO 6: VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BRASIL. ENERO-AGOSTO 2016



Fuente: IICE - USAL en base Banco Central do Brasil

En los primeros ocho meses del año las exportaciones cayeron interanualmente un 3,7%, llegando a los USD 123.595 M. En el caso de las importaciones la reducción interanual alcanzó el 24,6% y se importó un total de USD 91.206 M en los primeros ocho meses de 2016, lo que da un saldo comercial positivo de USD 32.390 M. En el año 2014 el saldo comercial fue negativo de -USD 4.044 M, en 2015 Brasil tuvo un balance comercial positivo de USD 19.673 M pero hubo una fuerte baja en las importaciones del orden del 25%. En lo que va del año 2016 el balance comercial mejora al igual que el crecimiento de las exportaciones e importaciones. El gráfico 6 muestra las variaciones interanuales de las exportaciones e importaciones en el período enero-agosto 2016. Se puede observar una pequeña mejora ya que se reducen las caídas interanuales en ambas categorías, inclusive las importaciones de agosto del año 2016 presentan un incremento interanual de 0,4% y las exportaciones del mismo período un aumento del 9,7%.

En lo concerniente al tipo de cambio nominal pasó de 4 R\$/USD a 3,26 R\$/USD en septiembre, dando como resultado una apreciación de la moneda (Real) del 19,3% en 2016. La apreciación se detuvo en julio de este año y

mantuvo niveles promedio de 3,25 R\$/USD, esto contribuyó a que en agosto crecieran las exportaciones un 9,7% interanual.

Según las últimas proyecciones del Banco Central do Brasil en su informe semanal¹¹, el PIB caería 3,15% en el 2016 y aumentaría 1,36% en 2017. Asimismo, la proyección para el tipo de cambio a fines de 2016 es de 3,30 R\$/USD y 3,45 R\$/USD para fines del año 2017. Con respecto a la inflación, se estima un incremento del 7,34% en 2016 y 5,12% para el siguiente año y con referencia a la producción industrial terminaría el año 2016 con una caída del 5,93% (enero-julio bajó 8%) y un aumento del 0,5% para el año 2017. El cuadro 6 muestra mejoras significativas de las expectativas de mercado en cuanto a los indicadores económicos brasileños.

CUADRO 6: PROYECCIONES DE INDICADORES ECONÓMICOS BRASILEÑOS PARA 2016 Y 2017.

Indicador	Semana del 17/06/2016	Semana del 22/07/2016	Semana del 19/08/2016	Semana del 16/09/2016
Crecimiento PIB 2016	-3,44%	-3,27%	-3,20%	-3,15%
Crecimiento PIB 2017	1,00%	1,10%	1,20%	1,36%
Inflación 2016	7,25%	7,21%	7,31%	7,34%
Inflación 2017	5,50%	5,29%	5,12%	5,12%
Crec. Producción Industrial 2016	-5,85%	-5,95%	-5,95%	-5,93%
Crec. Producción Industrial 2017	0,67%	0,75%	1,05%	0,50%
Balanza Comercial 2016 (U\$S M)	50.760	51.100	50.000	50.000
Balanza Comercial 2017 (U\$S M)	50.070	50.000	48.400	47.320

Fuente: IICE - USAL en base a Focus-Relatorio de Mercado del Banco Central do Brasil

3. Conclusión

El nuevo gobierno de Brasil presentó un plan con el objetivo de reactivar la economía, este plan se basa en la reducción del déficit fiscal a través de venta de activos del Estado y cambios en el sistema previsional, generar las condiciones para incrementar la inversión privada e incrementar el empleo a través de una reforma laboral. Asimismo, los indicadores económicos brasileños siguen siendo decepcionantes, pero a partir del segundo trimestre de 2016 comenzaron a reducirse las caídas. Las proyecciones indicarían que la economía de Brasil dejará de caer en el año 2017, pero la mayor incógnita es si alcanzará para generar una fuerte recuperación de mediano plazo. En definitiva, las políticas implementadas por el gobierno de Temer verán sus resultados recién en el año 2017.

Fe de erratas

En el Resumen Ejecutivo de la edición anterior se consignó erróneamente la expresión: “Las bajas tasas de desocupación informadas por el gobierno anterior habrían resultado de una **subestimación** de la Población Económica Activa”.

Debió haberse escrito: “Las bajas tasas de desocupación informadas por el gobierno anterior habrían resultado de una **sobreestimación** de la Población Económica Activa.”

¹¹ Focus - Relatório de Mercado 16/09/2016

INDICADORES

Indicador	1T 16	2T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16
Indicadores de Actividad										
EMAE (INDEC) Var. % a/a	0,3%	-3,4%	0,4%	0,7%	0,0%	-2,8%	-2,7%	-4,8%	-5,9%	
<i>Var m/ m, con estacionalidad</i>			<i>-0,2%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-0,4%</i>	
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	24,1%	-10,4%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%	9,2%	-2,4%	11,5%
<i>Var m/ m, con estacionalidad</i>	<i>12,7%</i>	<i>28,2%</i>	<i>43,6%</i>	<i>4,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-16,6%</i>	<i>21,4%</i>
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	2,8%	-4,0%	4,6%	3,7%	0,6%	-6,4%	-0,9%	-6,8%	-7,1%	-3,1%
<i>Var t/ t, m/ m, desest.</i>	<i>0,1%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>4,5%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-4,1%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,3%</i>
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	0,0%	-6,9%	-2,2%	4,1%	-1,7%	-6,8%	-5,2%	-8,8%	-7,9%	-4,6%
<i>Var t/ t, m/ m, desest.</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>1,9%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>1,9%</i>	<i>-0,8%</i>
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a			1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	
ISAC (INDEC) Var. % a/a			-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-3,6%	-20,8%	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%
<i>Var. % m/ m, t/ t, desest.</i>	<i>-20,9%</i>	<i>-19,2%</i>	<i>-13,9%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>-6,5%</i>
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-9,1%	-19,2%	-8,0%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,7%	-20,7%	6,6%
Indicadores del Sector Externo										
Exportaciones en USD	12.404	15.337	3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.752
<i>Var. % a/ a</i>	<i>2,9%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>12,0%</i>
Importaciones en USD	12.794	14.462	4.046	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.047
<i>Var. % a/ a</i>	<i>-3,4%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-10,9%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-7,1%</i>
Saldo Comercial en USD	-390	875	-185	93	-298	301	443	131	277	705
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	182,4	210,8	180,1	181,4	185,6	195,2	213,5	223,8	208,1	199,6
<i>Var. % a/ a</i>	<i>-15,7%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-18,0%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>-6,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-2,5%</i>

Indicador	1T 16	2T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16
Precios										
IPC (INDEC) Var. % m/m							4,2%	3,1%	2,0%	0,2%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>							2,7%	3,0%	1,9%	0,8%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	35,3%	43,5%	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	11,9%	13,1%	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	35,0%	44,1%	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	11,9%	14,7%	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%
Indicadores Fiscales										
Ingresos Totales Var. % a/a	42,5%	21,3%	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%	27,3%	27,9%
Ingresos Totales sin Rtas. De la Prop Var. % a/a	31,5%	24,0%	30,0%	25,7%	39,2%	23,9%	35,8%	12,3%	26,0%	26,0%
Gastos Totales Var. % a/a	27,6%	24,7%	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	16,0%	25,7%	28,9%
Expectativas de Inflación (UTDT)										
<i>Mediana</i>	28,3	26,0	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0
<i>Media</i>	30,6	31,7	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9
Confianza del Consumidor (UTDT)										
<i>Índice</i>	49,3	43,7	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6	42,8
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-14,2%	-4,3%	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	0,2%	6,8%	-6,2%
<i>Var. % a/a</i>	-3,4%	-21,1%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,3%	-18,7%	-24,7%