

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

Nº 148 AÑO 15

15 DE MARZO DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ MACRINOMICS...COMPLICADA	2
▪ EL AMARGO TRAGO DE LA INFLACIÓN	8
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ ESCENARIO GLOBAL: CON FOCO EN LA FED	11
▪ BRASIL: CRISIS CON ESPERANZA	14
NOTA ESPECIAL	
▪ IN MEMORIAM: KENNETH JOSEPH ARROW (1921-2017)	19
INDICADORES	23

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

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

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

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- El INDEC informó que el IPC creció 2,5% en el mes de febrero, superando a la mayoría de las proyecciones del sector privado y de las centrales sindicales para ese mes.

LO IMPORTANTE

- Comienza un año crucial para el Gobierno. En el primer semestre de este año deberá revertir el escenario de estanflación para aspirar a un triunfo en las elecciones primarias del próximo 13 de agosto, previas a los comicios legislativos del 22 de octubre. Dichas elecciones representan tanto un plebiscito sobre el desempeño de la administración Macri, y una definición sobre la fortaleza política del gobierno hasta diciembre de 2019.

LO QUE HAY QUE SABER

- La aceleración de la inflación y el estancamiento de la economía real han generado un aumento del pesimismo, y de la conflictividad social. Sin cambios esperables de funcionarios, ni de política económica, esta dinámica puede erosionar la credibilidad en las autoridades y reducir la probabilidad de un triunfo del oficialismo en las elecciones legislativas de este año.
- El dato de inflación de febrero (2,5% mensual) puso en jaque la credibilidad del BCRA para lograr su meta de inflación de 17% anual (techo) en diciembre de este año. La inflación estimada a través distintos indicadores privados y públicos muestra lo difícil de cumplir el objetivo, y el dilema de la autoridad monetaria entre la credibilidad de su política anti-inflacionaria y el reclamo de una mayor laxitud monetaria para no ahogar la recuperación de la actividad.
- La economía de Brasil sigue sin dar muestras claras de recuperación. Las proyecciones indican que en el mejor de los casos crecería un 1% en 2017, y algo más del 2% en 2018.
- Las iniciativas iniciales de Donald Trump, de corte proteccionista no tuvieron impacto negativo en el comercio mundial. La posible implementación de un mega plan de infraestructura en EEUU aumentaría la demanda de materias primas industriales.

LO QUE VIENE

- Continuación de las negociaciones por las subas salariales. Mientras el gobierno trata de alinear los reclamos cerca de la meta de inflación oficial del 17%, aumentan las manifestaciones y reclamos por aumentos salariales no inferiores al 25%. Incipiente crisis de liderazgo en las centrales sindicales por el desafío abierto de sectores de izquierda y la realidad social de sus representados.
- Incremento de reclamos de definiciones económicas que despejen el horizonte de la inversión y del consumo, en un contexto de debate interno en la cúpula del gobierno por los magros resultados alcanzados hasta el momento, que en la opinión pública se lee como el fracaso del enfoque y de la gestión económica del gobierno.
- Anuncios sobre una futura reforma tributaria coordinada entre Nación y Provincias bajo un clima de tensión por el aumento de gasto público, la presión tributaria al límite y el desfinanciamiento estructural del sector público, con el caso especial de la Provincia de Buenos Aires.
- Subas de tasas de interés en los Estados Unidos y probable moderación de las subas en los mercados accionarios. Aunque descontada, no se descarta mayor volatilidad en los mercados emergentes.
- Elecciones parlamentarias en Holanda, donde se espera un fuerte avance del Partido por la Libertad del ultraderechista Geert Wilders, que propugna bloquear la inmigración de musulmanes, cerrar mezquitas y la salida de Holanda de la Unión Europea.

PANORAMA DE ARGENTINA

MACRINOMICS ... COMPLICADA.

Héctor Rubini

La aceleración de la inflación y el estancamiento de la economía real han generado un aumento del pesimismo, y de la conflictividad social. Sin cambios esperables de funcionarios, ni de política económica, esta dinámica puede erosionar la credibilidad en las autoridades y reducir la probabilidad de un triunfo del oficialismo en las elecciones legislativas de este año.

*“En la Argentina la recesión ha terminado. Ya terminó...
La economía este año se va a expandir por encima del 3%, seguro”.*
Nicolás Dujovne, Ministro de Hacienda¹.

1. Elecciones y conflictividad política.

Como observamos en el IEM de febrero pasado, la campaña electoral se lanzó a fines del año pasado. El primer choque entre Cambiemos y las demás fuerzas políticas fue el debate por la reforma del Impuesto a las Ganancias, que finalmente terminará en una versión más aproximada al proyecto de Cambiemos.

Desde entonces las fuerzas opositoras al gobierno intentan tomar la iniciativa política la mano de reclamos sociales (no sólo salariales). Esto quedó en evidencia con las manifestaciones de la semana pasada de los docentes que reclaman aumentos salariales, la convocada por la CGT contra el Ministerio de la Producción, y la del Día de la Mujer -en los dos últimos casos con episodios de violencia-.

El gobierno, a su vez, sigue sin mostrar resultados exitosos en el verano que llega a su fin, lo que ha deteriorado la percepción general sobre la situación de la economía (ver Cuadro 1). A esto se ha sumado una serie de sospechas relacionadas con el otorgamiento discrecional de rutas de vuelo de cabotaje a aerolíneas “*low cost*”, las sospechas sobre una supuesta vinculación del titular de la Agencia Federal de Inteligencia, Gustavo Arribas, con el grupo brasileño Odebrecht y la investigación “Lava Jato” de Brasil, y los reclamos cruzados entre Franco Macri y el estado nacional luego de la privatización del Correo Argentino a fines de los ’90.

Si bien la Unidad de Investigaciones Financieras (UIF) no ha detectado lavado de dinero en el caso Arribas, las sospechas no se han disipado. Varios testigos espontáneos están aportando en Brasil y en Estados Unidos nueva evidencia que tarde o temprano podría complicar la suerte de no pocos empresarios y políticos de nuestro país.

En cuanto al otorgamiento de rutas de cabotaje, no se asignó por ahora ninguna a la firma Avian (sospechada de estar vinculada a la familia Macri), ni a Flybondi, que no habría presentado constancia alguna de la existencia de los aviones requeridos para operar. No son temas centrales para el público general, pero forman parte de un cúmulo de información que ha comenzado a generar cierta percepción de pérdida de control de la agenda política por parte de las autoridades.

Por otro lado, y en contradicción con la persistente prédica del flamante Ministro de Hacienda, los indicadores de la economía real indican que no hay suficiente evidencia empírica de recuperación de la actividad económica ni el empleo. Esto, naturalmente, se refleja en la percepción general del público respecto de su situación actual y en sus expectativas:

¹ Diario La Nación. Entrevista de José del Río. Buenos Aires, 27 de febrero de 2017 (<http://www.lanacion.com.ar/1988265-nicolas-dujovne-la-recesion-en-la-argentina-ha-terminado>).

CUADRO 1. ENCUESTAS SOBRE PERCEPCIÓN DEL PÚBLICO DE SITUACIÓN DEL PAÍS Y DE SU FAMILIA.

EXPECTATIVAS DE SITUACIÓN DEL PAÍS PARA EL PRÓXIMO AÑO

Encuestadora	Respuesta	% total de respuestas	Tendencia
Poliarquía	Mejorará	47,0%	En baja desde primer trimestre de 2015
	Igual	17,0%	Estable
	Empeorará	33,0%	En suba desde primer trimestre de 2015
	No sabe no contesta	3,0%	s.d.

SITUACIÓN ECONÓMICA DEL PAÍS

Encuestadora	Respuesta	% total de respuestas	Tendencia
ARESCO	Mucho mejor	36,2%	En baja desde noviembre de 2015
	Mucho peor	56,3%	En suba desde noviembre de 2015
	No sabe no contesta	7,5%	s.d.

COMO CREE QUE ESTARÁ EL PAÍS DENTRO DE UN AÑO

Encuestadora	Respuesta	% total de respuestas	Tendencia
Isonomía	Mejor	49,0%	En baja desde marzo de 2016
	Igual	17,0%	En leve suba desde mayo de 2016
	Peor	31,0%	En suba desde marzo de 2016
	No sabe no contesta	3,0%	s.d.

COMO CREE QUE ESTARÁ SU FAMILIA DENTRO DE UN AÑO

Encuestadora	Respuesta	% total de respuestas	Tendencia
Isonomía	Mejor	42,0%	En baja desde mayo de 2016
	Igual	30,0%	En leve suba desde mayo de 2016
	Peor	26,0%	En suba desde diciembre de 2015
	No sabe no contesta	2,0%	s.d.

Fuente: Elaboración propia en base a *Carlos Pagni sobre el por qué de la crisis en el gobierno de Macri*. Canal LN+, diario La Nación. Buenos Aires, 3 de marzo de 2017 (<http://lnmas.lanacion.com.ar/program/video/3b567866-918d-432e-a931-864ccc3d261a>).

Por otro lado, el último informe del **Observatorio de la Deuda Social de la Universidad Católica Argentina (UCA)** difundido el 9 de marzo indicó que **entre diciembre de 2015 y el tercer trimestre de 2016 1,5 M de personas cayó a la condición de pobres y 600.000 a la de indigentes**². Otros indicadores de dicho informe para ese período son también en extremo preocupantes:

- La ocupación plena cayó de 43% a 41,4%.
- El empleo precario descendió: de 31,9% a 30,7%.
- El subempleo inestable aumentó de 15,6% a 18%.
- De acuerdo a dicho reporte el desempleo habría aumentado de 9,4% a 9,9%.
- La tasa de pobreza aumentó de 29% a 32,9%, y la de indigencia de 5,4% a 6,9%.
- El total de pobres en el país en el 3er trimestre de 2016 era de 12,9 M de personas.
- En ese período el total de indigentes era de 2,7 M de argentinos.

Frente a esta realidad, el ministro de Hacienda Nicolás Dujovne ha realizado afirmaciones, hasta ahora poco creíbles, en el sentido de que “se está creando empleo a razón de 20.000 nuevos puestos de trabajo por mes desde el

² Personas con ingresos insuficientes para adquirir una canasta mínima de alimentos básicos.

último trimestre del año pasado”, “la recesión ha terminado” o que “este año se crecerá en torno de 3,5%”. Sin embargo, no hay evidencia firme que fundamente esas expresiones.

Parte de este *wishful thinking* aparece también en un documento de la página web de Jefatura de Gabinete, “Carta de Jefatura de Gabinete. Bases Firmes para la Economía Argentina”, del 1° de marzo pasado, donde se leen afirmaciones altamente llamativas³:

- a) Se alude al “desarrollo de una política económica que ayude a bajar el costo del capital”, pero la conducción del BCRA manifiesta casi a diario que desea incrementar las tasas de interés, mientras que por otro lado el Banco de la Nación lanza líneas de préstamos hipotecarios a 30 años a tasa subsidiada, y el presidente Macri anunció este fin de semana el relanzamiento del plan PROCREAR de créditos a tasa subsidiada para reactivar el mercado inmobiliario y la construcción de viviendas.
- b) Se sostiene que entre agosto y noviembre se crearon 62.100 nuevos puestos de trabajo, cifra que indica poco más de 15.000 por mes, no los 20.000 que habitualmente menciona Dujovne.
- c) Se afirma que en “este año -y los próximos- la desaceleración de la inflación continuará la marcha prevista por el Banco Central”, pero el IPC creció 1,9% en enero y 2,5% en febrero, en un año con subas salariales que se prevén entre 25% y 30% y con no menos de tres aumentos esperados en 2017 para el gas natural y cuatro para las tarifas eléctricas.
- d) Se repiten las metas de reducción de déficit fiscal primario publicadas por el Ministerio de Hacienda (4,2% del PIB para este año, hasta 2,2% en 2019), pero sin explicar cómo alcanzarlas.
- e) Otra llamativa afirmación es la siguiente: “a medida que se reduzca el déficit fiscal, el Gobierno buscará hacer más eficiente el sistema tributario”, ¿por consiguiente, si aumenta el déficit fiscal no habrá reforma tributaria?
- f) Se anuncia un “Acuerdo Productivo Nacional”, entre Estado y representantes de los trabajadores y de los empresarios para transformar la estructura productiva con los objetivos de aumentar el empleo y las exportaciones. No se explican los términos realizar la convocatoria, ni su “*enforcement*”. Tampoco es claro por qué no se convocó al Acuerdo Económico y Social anunciado el ex ministro Prat Gay en enero de 2016.

Ciertamente, no brinda mayor orientación que lo que se conoce a través de los medios de comunicación, generando una serie de dudas e interrogantes incómodos, pero todavía sin respuesta:

1. Si hay un firme compromiso y sendero hacia una fuerte baja de la inflación, ¿por qué promocionar préstamos indexados?
2. ¿No es incoherente proclamar incentivos a mayor inversión real cuando se promueven mayores tasas de interés desde el BCRA?
3. ¿Cómo lograría el BCRA subir tasas de interés pasivas liberando \$ 30.000 M vía reducción de encajes legales como lo hizo dos semanas atrás? ¿Es esto coherente a la baja de la tasa de corte de las LEBAC del 14 de marzo, respecto de la del mes anterior? Es cierto que superó a la del mercado secundario, pero también ocurrió eso en la licitación de febrero la había superado, de modo que el “mensaje” de que el BCRA tiene una política firmemente contractiva y definida es realmente confuso.
4. ¿Cómo reducir el déficit fiscal en una recesión sin una drástica baja del gasto público que profundice el clima recesivo ya en curso?
5. ¿Qué rubros pueden ser sujetos a ajuste, cuando el núcleo del gasto corriente es gasto social y una duplicación del gasto en capital sería quizás insuficiente para dinamizar la inversión y el empleo?
6. ¿Cómo conciliar la baja de subsidios a privatizadas, que reduciría el déficit fiscal, con la consecuente suba de tarifas que golpea a los precios de bienes no transables, impactando negativamente en el salario real y en el tipo de cambio real?
7. ¿Cómo promover la creación de empleo, cuando cada vez más sectores manufactureros perciben la “doble pinza” de caída del tipo de cambio real y liberación de importaciones?
8. ¿En qué quedó el mentado “Plan Belgrano” que iba a revivir la inversión en infraestructura desde el año pasado?

³ Ver http://www.caserosada.gob.ar/images/CartaJefatura/CartaJG_01.pdf

2. La marcha de la economía

Si bien algunos indicadores como el empleo y la actividad de la construcción mostraron un giro positivo en el último cuatrimestre del 2016, buena parte de los indicadores siguen sin mostrar signos de genuina reactivación. Por el contrario, la actividad manufacturera sigue sin mostrar signos de recuperación y en febrero de 2017 el uso de la capacidad instalada ha sido de 60,6%, inferior al de enero (63%).

A su vez, la inflación, está lejos de converger a la meta que se ha fijado el BCRA entre, 12% y 17% para 2017, como se observa en el siguiente cuadro:

CUADRO 2. INDICADORES DE LA ECONOMÍA REAL

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior
Precios	IPC C.A.B.A.	Dirección General de Estadística y Censos GCBA	Feb. 2017	Var % mensual	2,2%	1,9%
				Var% mensual anualizada	29,8%	25,3%
	IPC	INDEC	Feb. 2017	Var % mensual	2,5%	1,3%
				Var% mensual anualizada	34,5%	16,8%
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Dic. 2016	Var % mensual (sin estacionalidad)	1,6%	1,2%
				Var. % interanual	-0,3%	-2,1%
				Var % ene-dic '16 vs. ene-dic '15	-2,3%	2,7%
	PBI	INDEC	III Trim. 2016	Var. % interanual	-3,8%	3,8%
Actividad industrial	Estimador Mensual de Actividad Industrial	INDEC	Ene. 2017	Var % mensual	-1,1%	-2,3%
				Var % interanual	-1,1%	-4,6%
	Uso capacidad instalada		Feb. 2017	% uso capacidad instalada	60,6%	63,6%
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Ene. 2017	Var % mensual	-2,4%	-7,8%
				Var. interanual	-2,4%	-12,7%
	Puestos de trabajo en la Construcción	INDEC	Dic. 2016	Var % mensual	-2,3%	1,6%
				Var. interanual	-4,0%	-7,6%
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	Ene. 2017	Nivel (US\$ M)	4.234	4.587
				Ene '16 - Ene '17 (US\$ M)	58.117	57.758
				Var. % interanual	2,2%	1,7%
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	4.340	4.526
				Ene '16 - Ene '17 (US\$ M)	55.896	55.608
				Var. % interanual	-6,2%	-7,0%

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

Los números fiscales de enero, a su vez, tampoco muestran cambio visible. Los ingresos tributarios y al sistema de seguridad social siguen creciendo más rápido que los principales rubros del gasto público, manteniéndose todavía en aumento el déficit financiero del sector público no financiero:

Igualmente, es todavía prematuro para evaluar el desempeño fiscal a partir de la escisión a principios de este año del ex ministerio de Hacienda y Finanzas en uno de Hacienda y otro de Finanzas. También para considerar si la nueva metodología de exposición de las cuentas fiscales es definitiva, dado que las planillas Excel publicadas online no detallan el financiamiento bajo la línea como se vienen publicando normalmente desde hace más de dos décadas.

CUADRO 3. INDICADORES FISCALES

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Dato 1 año anterior
Indicadores fiscales	Ingresos tributarios	Ministerio de Hacienda	Ene-Feb 2017	Nivel (\$ M)	266.962	210.813
				Var. % interanual	26,6%	33,8%
	Aportes y cont. la seguridad social		Ene-Feb 2017	Nivel (\$ M)	116.673	86.644
				Var. % interanual	34,7%	30,4%
	Gasto corriente SPNF en Remuneraciones		Ene. 2017	Nivel (\$ M)	26.105	19.099
				Var. % interanual	36,7%	125,7%
	Transferencias corrientes a provincias		Ene. 2017	Nivel (\$ M)	4.995	1.653
				Var. % interanual	202,2%	-12,6%
	Déficit operativo empresas públicas		Ene. 2017	Nivel (\$ M)	2.076	2.158
				Var. % interanual	-3,8%	53,7%
	Resultado primario (nueva metodología)		Ene. 2017	Nivel (\$ M)	3.587	741
				Var. % interanual	384,1%	112,5%
	Resultado financiero (total)		Ene. 2017	Nivel (\$ M)	-5.556	-2.197
				Var. % interanual	-97,5%	62,3%

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

El mercado cambiario se mantiene estable, si bien con presión vendedora ante el ingreso de divisas por colocaciones de deuda en el exterior, como se refleja en el incremento de las reservas internacionales que en febrero superaron los U\$S 50.600 M (var. i.a.: 78,2%). Si bien se observa una incipiente contracción del circulante, de la base monetaria y de los pasivos remunerados del BCRA (Letras y Notas), sus niveles a fin de febrero todavía encuadran en una tendencia expansiva. El agregado M2, en cambio muestra un crecimiento algo más moderado, superado por los préstamos al sector privado. En el bimestre enero-febrero 2017 los préstamos al sector privado crecieron 2,4% respecto del bimestre diciembre 2016-enero 2017, duplicando el incremento observado en este último. Por consiguiente, y dados los recientes anuncios para dar mayor impulso a los préstamos a la vivienda a través de la renovación del programa PROCREAR, bien puede esperarse un mayor crecimiento de los créditos hipotecarios en los próximos meses. Aun así, no es claro que sea suficiente para impulsar una sólida reactivación antes de las elecciones primarias de agosto próximo.

CUADRO 4. INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Dato 1 año anterior
Indicadores monetarios y cambiarios	Tipo de cambio	Banco Central de la República Argentina	Feb. 2017	Pesos por dólar a fin de mes	15,45	15,58
				Var. % interanual	-0,8%	178,6%
			Ene-Feb 2017	Pesos por dólar promedio	15,8	14,2
				Var. % interanual	11,0%	65,1%
	Reservas internacionales (brutas)		Feb. 2017	Nivel (U\$S M) a fin de mes	50.608	28.399
				Var. % mensual	7,3%	-7,5%
			Ene-Feb 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	597.878	455.511
				Var. % mensual	-0,6%	-0,3%
	Circulante		Feb. 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	597.878	455.511
				Var. % mensual	-0,6%	-0,3%
			Ene-Feb 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	814.742	559.138
				Var. % mensual	-1,6%	-5,0%
	Base Monetaria		Feb. 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	814.742	559.138
				Var. % mensual	-1,6%	-5,0%
			Ene-Feb 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	45,7%	24,8%
				Var. % interanual	45,7%	24,8%
	Letras y Notas BCRA		Feb. 2017	Valor nominal (\$ M) a fin de mes	620.841	445.093
				Letras y Notas BCRA/Circulante	103,8%	97,7%
			Ene-Feb 2017	Letras y Notas BCRA/Base monet.	76,2%	79,6%
				Var. % mensual	-1,5%	9,9%
M2	Feb. 2017	Var. % interanual	39,5%	37,7%		
		Nivel (\$ M) promedio	1.258.497	999.097		
	Ene-Feb. 2017	Var. % prom. bim. móvil anterior	0,6%	-2,3%		
		Var. % interanual	26,0%	30,9%		
Préstamos al sector privado	Ene.-Feb. 2017	Nivel (\$ M) promedio del mes	1.070.596	805.083		
		Var. % mensual	2,4%	1,2%		
	Ene.-Feb. 2017	Var. % interanual	33,0%	35,5%		
		Nivel (\$ M) promedio del mes	1.070.596	805.083		

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Mientras tanto, la credibilidad en las metas de inflación del BCRA y su uso como “ancla” para los ajustes salariales es bastante débil. Los sindicatos de trabajadores y las empresas perciben que la inflación por exceso de demanda y empuje de costos se mueven en sentido ascendente. Sin embargo, el ajuste de salarios del año pasado no ha superado en la mayoría de los sindicatos a la inflación percibida. La suba de precios regulados (tarifas de luz, gas y agua, más pecios con ajuste sujeto a autorizaciones del Estado) tiene una dinámica independiente de lo que haga la autoridad monetaria, y con ajustes desfasados. La realidad de los últimos 6-7 años muestra que esto está conduciendo a una consolidación del componente inercial de la inflación, considerado irrelevante tanto por la administración anterior como por la actual.

Las actuales discusiones entre sindicatos con el Gobierno (por los trabajadores estatales), y los empresarios no son sobre indexar salarios a la inflación o no. Los sindicatos desean aumentos salariales mirando a la inflación del último año 2016, y no el “techo” de la meta de inflación del BCRA (17%) o 18%, como han sugerido algunos funcionarios.

La influencia sobre la formación de expectativas es crucial, pero sin una evidencia empírica convincente de desinflación inequívoca, se torna inviable. Los sindicatos en general están con un reclamo que es parcialmente “*backward looking*” (exigen reponer la pérdida de salario real de 2016 en torno de 7 puntos porcentuales) y “*forward looking*” (expectativa de que la inflación de 2017 sería de no menos de 22%-25% ante el impacto esperable de subas de tarifas públicas previstas para este año).

No es claro qué paritaria podrá cerrar con incrementos salariales inferiores al 20%. Si bien los acuerdos con petroleros y el que estaría por alcanzarse en el rubro automotriz empezaría a contemplar criterios de productividad, se espera una gran dispersión de subas salariales. En algunos casos ya se han alcanzado acuerdos con incrementos superiores al 30%, pero en el caso de los que hayan firmado subas inferiores a 25% queda para el resto del año la negociación de nuevas subas, sea en términos porcentual, o con suma fija, o con uno o más “bonus” de fin de año.

Dicho esto, **es claro que el componente inercial de la inflación está tan o más firme que el año pasado**, y como hemos aprendido décadas atrás, torna inviable todo intento de estabilización de manera gradualista, y sin alguna forma de acuerdo social ni de real disciplina fiscal. **Las lecciones del Plan Austral de 1985, y de la Convertibilidad de 1991 (a fin de mes se cumplen 25 años de su lanzamiento) han sido suficientemente contundentes al respecto, aun cuando siguen siendo aparentemente ignoradas por completo.**

En definitiva, **el escenario para el gobierno ahora exige un comportamiento más precautorio.** Además de los riesgos políticos asociados a las recurrentes movilizaciones en la vía pública (donde se conjuga la protesta espontánea y legítima con habituales instigadores a la violencia), se torna también riesgoso postergar ajustes inevitables en el gasto público, así como adoptarlos sin amortiguadores de sus eventuales efectos negativos. Esto se tornará más imperioso en caso de que no se logre sustituir el ingreso de divisas para inversión en activos financieros por inversión extranjera directa. Desde el frente externo sigue en ciernes el riesgo de un futuro aumento del costo (y eventual restricción cuantitativa) para la captación de deuda, de modo que **los márgenes para desviarse de un sendero de disciplina fiscal con reformas estructurales pueden estrecharse más rápido que lo esperado por buena parte del “consenso” general de estos días.**

EL AMARGO TRAGO DE LA INFLACIÓN

Gustavo Martín

El dato de inflación de febrero (2,5% mensual) puso en jaque la credibilidad del BCRA para lograr su meta de inflación de 17% anual en diciembre de este año. La inflación estimada a través distintos indicadores privados y públicos muestra lo difícil de cumplir el objetivo, pero que es posible acercarse y mantener la credibilidad de las políticas anti-inflación si se toman algunas decisiones cruciales.

1. *La amarga inflación*

El reporte de inflación de enero (1,3% mensual) significó un triunfo efímero para el gobierno que se apropió del resultado y con un solo dato daba por hecho el cumplimiento del BCRA para lograr su objetivo de 17% interanual en diciembre de este año. Tal como lo expresa la sabiduría popular, una golondrina no hace verano y apenas publicado el dato de inflación de febrero (2,5% mensual) las alarmas comenzaron a sonar. Por lo pronto el BCRA dio a entender que podría subir la tasa de interés de referencia (pases) y las de las LEBACS en caso de ser necesario. Por su parte, desde el gobierno se observa que podrían rever los distintos procesos de suba en los precios regulados y de servicios públicos.

De esta manera, tanto analistas como el público en general pusieron en duda el plan del gobierno para lograr un descenso de la inflación y las estimaciones superan en algunos casos el 20% interanual este año y el máximo estimado se ubica en 22,6% según el REM. Por su parte, de lo que no existen dudas es que la inflación seguirá siendo una obsesión para los argentinos.

2. *Teme a los idus de marzo*

En la semana del 6 al 9 de marzo se dieron a conocer los índices de inflación Congreso (IPC Congreso), de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) y del INDEC (IPC-GBA) los cuales mostraron un avance significativo del ritmo al que crece la inflación en contraste con la lectura de enero pasado.

El IPC Congreso, marcó una variación mensual de 2,1% en febrero y acumuló un 34,6% en doce meses y 3,7% en el primer bimestre. Los responsables de la difusión del informe, indicaron que la misma se debió principalmente a los incrementos en las tarifas eléctricas, peajes y en prepagas, que en rigor ya estaban acordados, es decir que las subas estuvieron en los precios regulados.

De esta manera, las principales alzas se registraron en los rubros Vivienda y Servicios Básicos cuyo incremento fue del 8,4% mensual y Atención Médica y Gastos para la Salud que se encarecieron un 3,3% respecto del mes anterior, Transporte y Comunicaciones, con un alza del 2,3 %, mientras que el rubro Alimentos y Bebidas registró una suba cercana al 1,5%.

Por su parte, la inflación medida por la ciudad de Buenos Aires, acusó una suba de 2,2% en el mes y de 35,6% respecto del año pasado, de esta manera acumula un 4,4% en lo que va del año. Según el informe publicado, los rubros que más impactaron en el índice de febrero fueron Vivienda, Agua, Electricidad y Otros Combustibles con 5,2% de suba mensual seguido por Comunicaciones con 5,1%, Salud 3,9%, Bebidas Alcohólicas y Tabaco 3,8% y Alimentos y Bebidas no alcohólicas con 2,2%. Nuevamente, el índice tuvo sus mayores incrementos en los precios regulados. Asimismo, los servicios subieron más que los bienes durante febrero a tasas de 2,9% y 1,3% mensual respectivamente.

En lo que se refiere a la inflación medida por el INDEC, el informe difundido el jueves 9 de marzo dio cuenta de un avance del 2,5% mensual en la inflación, por lo que acumula un 3,8% en el año. Dado que el INDEC aún no publica el dato de variación anual, un estimado de la misma permite suponer que esta se encontraría en torno del 33,6%. Asimismo, anualizando el dato mensual de inflación, el dato arroja un resultado de 34,5%.

Los rubros que más crecieron durante febrero fueron Vivienda y Servicios Básicos cuyos precios treparon un 8,4% en el mes de febrero, seguido por Educación con 4,0%, Otros Bienes y Servicios 3,8% y Atención Médica y Gastos para la Salud 3,3%. En el informe se declara explícitamente que los motivos de tamaños incrementos se deben a que el

“pasado 1 de febrero, el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE) aprobó un incremento de tarifas eléctricas a las distribuidoras EDENOR y EDESUR para los meses de febrero y marzo del corriente año, en el marco de las Revisiones Tarifarias Integrales de ambas empresas”; a que la Resolución N° 2371 E/2016 del Ministerio de Salud autorizó los respectivos aumentos en la medicina prepaga del mes; y a los incrementos autorizados en Peajes.⁴

3. *Quo vadis inflación (otra vez)*

Los datos ponen nuevamente en duda y a prueba las metas de inflación del Banco Central y los objetivos del gobierno en materia de reducción de subsidios. Por lo tanto, resulta necesario al menos explorar qué senderos tomará la variación de la inflación desde marzo y hasta fin de año, y cómo cerrará el 2017. En primer lugar, se plantea para todos los índices, cómo finalizaría el año si la inflación de febrero se repitiese todos los meses.

CUADRO 5: TASAS DE VARIACIÓN DEL IPC – REPETICIÓN DE VARIACIÓN

	CONGRESO	CABA	INDEC	INDEC 2*
Promedio. 2017	28,3%	28,7%	24,0%	29,6%
Diciembre 2017	27,7%	28,8%	32,9%	32,9%

Fuente: Elaboración propia en base a Congreso, Dirección de Estadísticas y Censos de CABA e INDEC
 (*) Estimación propia de enero a marzo de 2016 para completar los datos faltantes.

Claramente, en este escenario resulta imposible lograr las metas de inflación planteadas por el BCRA no obstante la inflación sería al menos unos 7 puntos menor a la del cierre en 2016. Si bien la inflación en términos anuales continuaría en descenso, **el daño reputacional** impediría al gobierno mantenerse en su sendero de correcciones graduales y lo obligaría a tomar acciones más concretas y creíbles de ajuste. En segundo lugar, se busca determinar a qué tasa promedio mensual deberían incrementarse cada uno de estos índices para alcanzar el objetivo del BCRA de alcanzar un 17% de inflación interanual para diciembre de este año.

CUADRO 6: TASAS DE VARIACIÓN DEL IPC – ALCANCE DE OBJETIVO BCRA

	CONGRESO	CABA	INDEC	INDEC 2
Promedio mensual mar-dic 17	1,22%	1,18%	1,20%	1,20%
Promedio. 2017	23,0%	22,9%	16,6%	21,9%
Diciembre 2017	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Congreso, Dirección de Estadísticas y Censos de CABA e INDEC
 (*) Estimación propia de enero a marzo de 2016 para completar los datos faltantes.

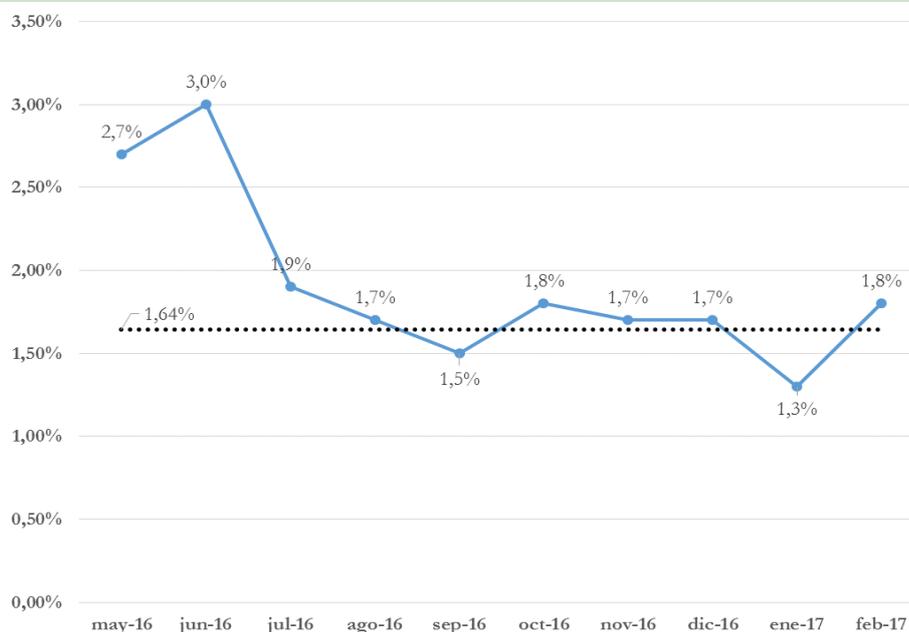
Las estimaciones indican que la inflación mensual no debe ser superior al 1,22% mensual en promedio para que el BCRA alcance su meta. A todas luces no parecería un objetivo imposible de alcanzar, no obstante, la autoridad monetaria y el Gobierno tendrán que coordinar acciones. Ello en virtud de que varios ministerios y dependencias del gobierno se encuentran en plena fase de realizar incrementos sobre las tarifas de servicios públicos que impactan en al menos 1 punto porcentual en la variación mensual del índice de inflación. En rigor, los próximos aumentos en tarifas cierto se darán en abril y octubre de este año sobre el precio del gas. Los incrementos en energía aún están por definirse.

De esta manera, sería prudente para el gobierno coordinar con el BCRA los próximos aumentos que autorice de modo que en promedio la inflación mensual promedio **no supere el 1,22%**. Cabe destacar que el BCRA no especificó si el objetivo es sobre la inflación total o la inflación núcleo (que representa el 69,9% del total de la canasta considerada). Esta última, promedió en enero y febrero un 1,6% mensual, pero muestra un considerable descenso desde que comenzó

⁴ Resolución N° 228/2017 de la Dirección de Vialidad dependiente del Ministerio de Transporte (Autopistas de Acceso Oeste y Acceso Norte), Resolución N° 79/2017 del Ministerio de Infraestructura y Servicios Públicos de la Provincia de Buenos Aires (Autopista Buenos Aires – La Plata) y Decreto 72/2017 del Poder Ejecutivo, Área Jefe de Gobierno (Autopistas 25 de Mayo; Perito Moreno; Autopista Illia/Retiro II/Sarmiento/Salguero y Peaje Alberti - AUSA)

a publicarse y promedia 1,64% desde agosto del año pasado en que comenzó a estabilizarse. En definitiva, tanto el gobierno como el BCRA tienen una difícil tarea por delante si han de cumplir con su objetivo de inflación para este año.

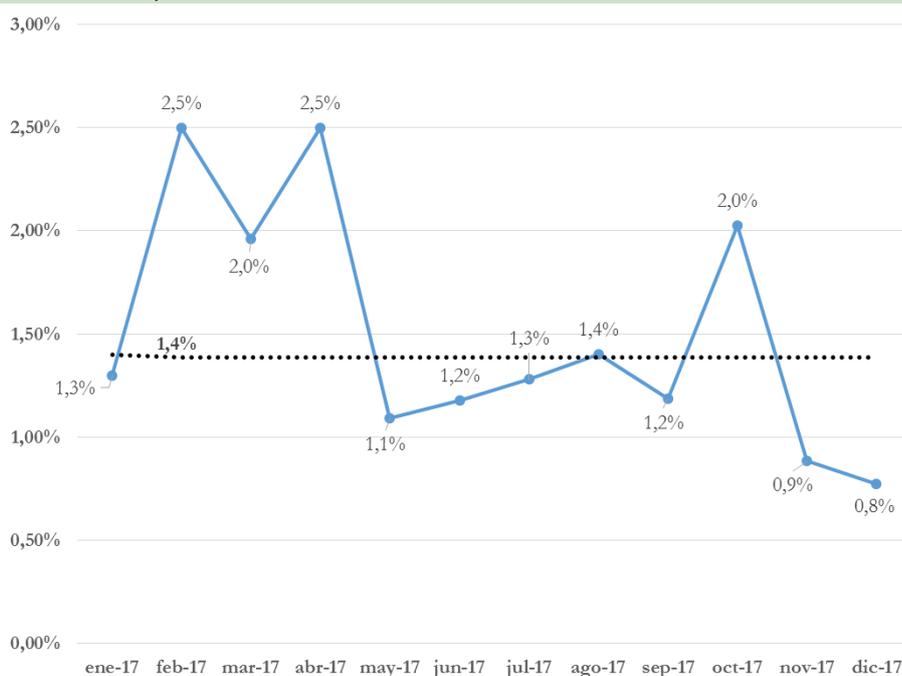
GRÁFICO 1: IPC NÚCLEO



Fuente: INDEC

Un sendero posible para la inflación mensual promedio, incluyendo ajustes de tarifas en abril y octubre, se encontraría en torno del 1,4%. A este ritmo, la inflación anual estaría en 18,7% y diciembre cerraría en 19,6% interanual. Este escenario sería un alivio para el gobierno: si bien el BCRA no estaría cumpliendo su objetivo, la credibilidad no se vería tan afectada y se habrán podido realizar algunos ajustes que alivien al fisco.

GRÁFICO 2: IPC PROMEDIO 1,4% -SIMULACIÓN HASTA DICIEMBRE DE 2017



Fuente: Elaboración propia

4. En suma...

Tanto el BCRA tienen un desafío por delante, que no es únicamente lograr que baje la tasa a la cual se incrementan los precios, sino también hacerlo de forma creíble y con el menor daño colateral posible. Mantener un ritmo bajo de tasa de inflación sin una política fiscal más disciplinada y menos gradualista, será en última instancia un gran logro del gobierno. De todos modos, excepto que se produzcan eventos disruptivos en lo que queda del año, tales como negociaciones paritarias que deriven en inflación (alta probabilidad), subas de tarifas más acentuadas por medidas preventivas de los empresarios (mediana probabilidad), mal manejo de las reducciones en los subsidios (mediana probabilidad) o fuerte devaluación imprevista (baja probabilidad), existen chances para que la inflación baje a niveles más acordes con un sendero de estabilización de la misma. Solo resta que el propio gobierno sepa aprovechar la situación.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: CON FOCO EN LA FED

Héctor Rubini

El escenario global no muestra perturbaciones económicas. El giro de los EE. UU. ha sido bien recibido por los mercados financieros, aunque empiezan a aparecer advertencias sobre una dinámica calificable como “burbuja”. También sobre el giro de parte del electorado europeo hacia políticos con propuestas nacionalistas que podrían poner en riesgo el futuro institucional de la Unión Europea.

1. Estados Unidos

El pasado 8 de marzo el Informe Nacional sobre Empleo del Instituto *ADP* y *Moody's Analytics* indicó un incremento del sector privado por 298.000 nuevos puestos de trabajo. Este aumento ha sido el mayor desde diciembre de 2015 y superó los pronósticos de consenso en torno de los 190.000 nuevos empleos. A su vez, el 10 de marzo el *Bureau of Labor Service* informó que en febrero se registró la creación de 235.000 nuevos empleos no rurales, con un descenso de la tasa de desempleo de 4,9% en enero a 4,7% en febrero. Esto fue celebrado por la nueva administración, que entiende que está en el rumbo correcto, pero es parte de un ciclo iniciado en 2016, y que refuta (al igual que otros indicadores) las afirmaciones de Trump sobre el estado desastroso en que supuestamente había quedado la economía tras los dos mandatos de Barack Obama.

Por otro lado, esto es un nuevo signo que torna ya inminente que el Comité de Mercado Abierto de la Fed. aumente tasa de Fondos Federales en esta semana, del rango entre 0,50 % y 0,75% anual a 0,75% y 1,0% anual. La dinámica de la inflación también justifica esa medida. La Fed tiene una meta de inflación de 2% anual, medida con el *Price Index for Personal Consumption* (PCE). En enero este índice, sin estacionalidad, tuvo un incremento mensual de 0,4%, **el mayor registrado desde abril de 2011 y que duplicó al de diciembre de 2016, 0,2%**. La suba promedio mensual para el trimestre noviembre 2016 – enero 2017 fue 0,22%, que anualizado resulta en una inflación de **2,7%**, superando a la meta oficial.

Los mercados esperan tres incrementos de la tasa de Fondos Federales, hasta un rango entre 1,0% y 1,25%. Si bien esto viene siendo descontado por los inversores en bonos y acciones, también cobraron cierta repercusión algunas advertencias sobre la tendencia alcista de los índices bursátiles en los últimos meses. El economista Robert Shiller - Premio Nobel de Economía 2013- ha advertido que los anuncios de baja de impuestos de Trump han sido casi los únicos a los que le han prestado atención los principales traders de Wall Street. En su opinión, esta lectura selectiva de la información está generando una suerte de **burbuja alcista insostenible en el largo plazo**, dado que no hay fundamentos micro ni macroeconómicos que justifiquen la euforia bursátil actual, aun cuando admite que las acciones están en promedio un 30% más baratas que durante el máximo alcanzado en la burbuja de las “*punto com*” de principios de la década pasada.

En cuanto a las perspectivas de apreciación del dólar, por ahora se mantienen sin cambios, dado que los pequeños aumentos esperables para las tasas de interés atraerán capitales a los Estados Unidos, contribuyendo al

fortalecimiento del dólar. Japón y al de la Unión Europea podrían cerrar 2017 con mayor crecimiento del PIB que en 2016, y sus bancos centrales siguen con una política monetaria expansiva, aunque no se descartan subas en sus tasas de control monetario para la segunda mitad de este año. Esto debilitaría para entonces el exceso de demanda de dólares de carácter especulativo.

Los precios de los commodities, y en particular del petróleo, acusaron una baja fundamentalmente por el aumento de stocks en inventario, y el descubrimiento de importantes reservas en el norte de Alaska. Por consiguiente, se mantiene sin cambios el atractivo de las acciones y los derivados para los inversores de menos aversión al riesgo, y de los títulos públicos para los más conservadores.

Mirando hacia el mediano plazo, la Reserva Federal estará en el centro de la escena, ya que la credibilidad de sus mensajes y políticas dependerá en buena medida de qué grado de independencia le permitirá tener el presidente Trump. **En el próximo año y medio vence el mandato de 5 miembros del Consejo de la Reserva Federal, incluido el de su titular, Janet Yellen.** Ya desde enero viene sonando fuerte el ex banquero y ex titular del Cato Institute, John Allison. El mismo, al igual que Trump se ha manifestado en contra de la Ley Dodd-Frank que eliminó la desregulación de 1999 que incubó en parte el “virus” para la crisis financiera de 2008-09. Esto reabriría las puertas para abusos de todo tipo con operaciones con hipotecas, su securitización, y los derivados sobre estos activos securitizados, lo que **significar ir en contra de las recomendaciones macroprudenciales (Basilea III) del G-20.**

Mientras tanto, Donald Trump sigue focalizado cumplir con sus promesas electorales, reafirmadas en su reciente discurso ante el Congreso: desmantelamiento del “Obamacare”, desregulación de algunos mercados, expansión fiscal focalizada en obras de infraestructura y un importante salto del gasto militar, y un recetario mercantilista con varios instrumentos: cierre selectivo a importaciones, restricciones migratorias, compra nacional y contratar estadounidenses, más bien que extranjeros. Si algo por ahora no descuentan los mercados bursátiles, pero si asoma en los análisis económicos y políticos de esta administración, es el advenimiento de un mundo con restricciones comerciales y migratorias, acuerdos preferenciales de comercio, y un riesgo de baja en el comercio mundial que tendrá impacto negativo en todo el mundo.

2. Unión Europea

En este bloque la arena política es la principal fuente de inquietud. Para las elecciones parlamentarias de esta semana en Holanda, las encuestas descuentan un final cabeza a cabeza entre el Partido Popular por la Libertad y la Democracia, del primer ministro **Mark Rutte**, y el ultraderechista Partido de la Libertad, liderado por **Geert Wilders**. Este último está propugnando la prohibición a la inmigración de musulmanes, prohibir la venta del Corán en Holanda, cerrar mezquitas, y abandonar el euro y la Unión Europea.

En general se espera un fuerte aumento de legisladores del partido de Wilders, lo que complicaría al oficialismo el cierre de alianzas en el Parlamento para contar con al menos 76 legisladores, que es el piso para disponer de mayoría propia. Esto que otorgaría una renovada dosis de aliento a los partidos de ultraderecha que se preparan para las elecciones en Francia⁵. Un eventual triunfo de Marine Le Pen tal vez pudiera reavivar el populismo de derecha para las elecciones en Alemania⁶. En este último país no tendrían altas chances al menos hasta ahora, dado que el descenso en las encuestas de opinión la Unión Demócrata Cristiana de la canciller Ángela Merkel se viene reflejando en un firme ascenso del Partido Social Demócrata liderado por el actual Ministro de Relaciones Exteriores, Sigmar Gabriel.

En el caso francés no parece ya factible una alianza entre el partido Socialista y el partido Verde, mientras que el partido Republicano enfrentó una crisis interna por acusaciones de uso indebido de fondos públicos contra su titular François Fillon. Esto generó una suerte de rebelión interna contra Fillon por quienes proponían como candidato al ex primer ministro Alain Juppé. Frente a este escenario, es altamente difícil pronosticar el resultado de la elección presidencial. Algunas encuestas siguen mostrando como ganadora a Le Pen, pero otras la ubican en tercer lugar.

⁵ Francia tendrá su elección presidencial el 23 de abril. En caso de ir a un ballottage, se realizará el 7 de mayo. Luego se celebrarán las elecciones parlamentarias el 11 y el 18 de junio.

⁶ Alemania celebra sus elecciones parlamentarias el próximo 24 de septiembre.

Por ahora estos ruidos políticos afectan a la política monetaria de la eurozona. La semana pasada el titular del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, dejó en claro que no se perciben riesgos de corto plazo, ni razones para abandonar el sesgo expansivo de la política monetaria. Respecto de los indicadores macroeconómicos, el BCE espera una tasa de inflación de 1,7% para 2017, con un progresivo aumento de los salarios de 1,3% este año a 1,9% en 2019, con una gradual reducción del desempleo. Al menos en el corto plazo no se esperan grandes progresos. En el caso de Alemania **las exportaciones crecieron 2,7% mensual en enero, pero los pedidos de la industria cayeron un 7,4%**.

3. *Asia*

a. *República Popular China.*

El gobierno chino ha anunciado sus metas macroeconómicas para este año ante el Congreso Nacional del Pueblo, sin sorpresas, y con la habitual “ambigüedad constructiva”. Básicamente, **una meta de crecimiento del PIB para 2017 “alrededor del 6,5%”**, revisando así para abajo la presentada el año pasado “entre 6,5% y 7%”, y **la revisión hacia arriba de la meta de creación de nuevos empleos urbanos de 10 a 11 millones para el trienio 2016-2018**. A su vez, se mantuvo sin cambios la meta de déficit fiscal de 3% del PIB, pero con un aumento de la cuota de emisión de nueva deuda por **800.000 M de yuanes (equivalente a medio punto de PIB)**.

b. *Corea del Sur*

Se observa por quinto mes consecutivo un muy alentador crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, predomina la inquietud por las recurrentes amenazas militares de Corea del Norte, y la **confirmación de la Corte Constitucional de la destitución de la presidente Park Geun-hye** que había aprobado el Parlamento en diciembre pasado. Park, y su amiga y confidente Choi Soon-sil, apodada “*Rasputina*” por la prensa coreana, están acusadas de los delitos de coacción y abuso de poder por la creación de dos fundaciones con dinero público, utilizadas para extorsionar a grupos empresarios. Park también está acusada de violar la ley al permitir la filtración de documentos confidenciales a su amiga, y permitirle interferir en cuestiones de Estado. **La decisión obliga a celebrar elecciones presidenciales en 60 días. Se espera que se confirme la fecha de los comicios presidenciales para el martes 9 de mayo.**

Corea del Norte, a su vez reanudó el lanzamiento de misiles en proximidad de Japón, luego del fuerte descontento de la República Popular China con el despliegue del escudo de defensa misilística THAAD por los Estados Unidos para Corea del Sur. A manera de represalia, la República Popular China lanzó una prohibición, vigente desde hoy, a los tours a Corea del Sur que organicen agencias de viaje, lo que significará un daño a los ingresos por turismo en este país que podrían llegar hasta **1,4 p.p. de PIB**. También se esperan nuevas medidas del gobierno chino contra las exportaciones de origen coreano, lo cual es uno de los mayores temores en Seúl: **poco más del 20% de las exportaciones de Corea del Sur tienen como destino la República Popular China**, aunque no serían fáciles de instrumentar en el corto plazo. De todas formas, aún sin que se apliquen estas medidas, **se espera una baja del crecimiento del PIB coreano, de 2,7% en 2016 a 2,4% en este año.**

c. *Japón*

Para la reunión de esta semana del Comité de Política Monetaria no se esperan cambios en la tasa corta de control monetario (-0,1%), ni tampoco en el rendimiento de los bonos largos del gobierno, a 10 años (en torno de 0%), aun cuando la inflación se mantiene en torno de 0% desde diciembre. Las encuestas sobre confianza de los consumidores siguen mostrando caídas en enero y febrero, y en general **prevalecen las expectativas deflacionarias**.

Aun así, el crecimiento del PIB en el 4° trimestre de 2016 fue revisado hacia arriba, de 1,0% a 1,2% trimestral, ajustado por estacionalidad. También **se revisó fuertemente hacia arriba el crecimiento del gasto en bienes de capital, de 3,4% a 8,4% trimestral**. Con estos indicadores, y a pesar de la apatía de los consumidores y cierta esperable baja del gasto público, para ese trimestre se espera un crecimiento del PIB de al menos 1% trimestral. Es probable que ese enfriamiento del consumo se revierta a partir de este mes, dado que la tendencia de los ingresos totales de los asalariados registró en enero un crecimiento interanual de 0,8%, el más alto de los últimos 10 años. De todas formas, su impacto en el consumo se observará de manera gradual, y sólo si se mantiene en el largo plazo esta reacción positiva de los ingresos de los trabajadores.

BRASIL CRISIS CON ESPERANZA

Eloy Aguirre

La segunda semana de marzo se dio a conocer el dato de crecimiento del PIB de Brasil, confirmando una caída del 3,6% que sumado a la baja del 3,8% del 2015 muestran una contracción económica mayor al 7,5% en dos años. En la actualidad la mayoría de las variaciones de los indicadores de la economía son negativas. El gobierno proyecta un crecimiento del PIB para 2017 del 1%, mientras que la mayoría de las consultoras y el mercado son más cautelosos estimando un 0,5% en 2017 y 2,4% para 2018.

El pasado 7 de marzo se conoció el dato de crecimiento del PIB de Brasil del año 2016, confirmando una reducción del 3,6%. En el año 2015 la economía brasileña había caído 3,8%, sumado al dato oficial de 2016 da como resultado una disminución del PIB de más del 7,5% en dos años, lo que deja a Brasil atravesando la peor recesión económica en décadas. Esta situación influyó naturalmente en el rechazo popular al gobierno de Dilma Rousseff y que consecuentemente muestra una adhesión al gobierno de Michel Temer de solamente el 10,3% de la población⁷.

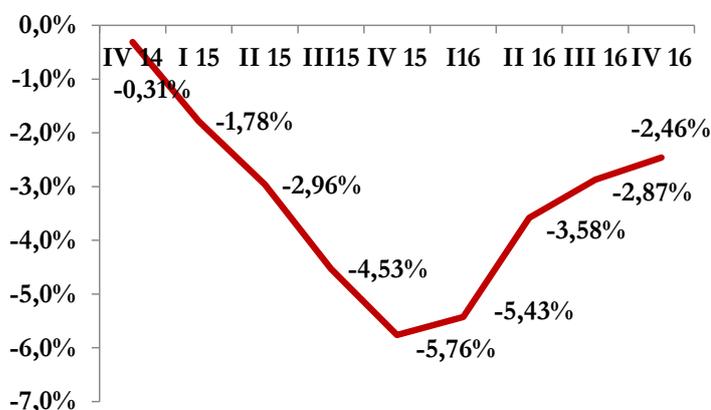
Dada esta situación el gobierno centra su plan económico en la reducción de las cuentas fiscales y la atracción de inversiones extranjeras a través de sistema de concesiones y acuerdos públicos privados. La inversión extranjera directa se redujo un 11,5% en el 2015, pero fue uno de los pocos indicadores (relacionados con la inversión) que aumentó en el año 2016, un 5,6% y alcanzó los U\$S 78.900 millones.

En cuanto a las cuentas fiscales, el déficit fiscal bajó de 8,6% del PIB en 2015 a 7,6% del PIB en 2016, pero la reducción se debió a menores pagos de deuda e intereses. El déficit primario aumentó en 2016 y alcanzó 2,5% del producto bruto. Las políticas de reducción del gasto del nuevo gobierno no impactaron todavía en una reducción del déficit primario. A esto se agrega el deterioro institucional y la debilidad del gobierno de Temer. Al parecer algunos condenados por el caso “Lava Jato” están brindando información que podría involucrar al nuevo presidente a cambio de reducción de penas. El Supremo Tribunal Federal aprobó y homologó 77 delaciones premiadas⁸ de ejecutivos condenados de la empresa Odebrecht, esto podría complicar institucionalmente la situación del gobierno brasileño.

1. Economía Real

El gráfico siguiente se exhibe la variación interanual del PIB desde el cuarto trimestre de 2014 hasta el cuarto trimestre de 2016. Se pueden ver todos porcentajes negativos, nueve trimestres consecutivos de disminución interanual del PIB. Igualmente, existe una reducción de la caída en los últimos trimestres, que se pueden tomar como mejora dentro de un contexto recesivo.

GRÁFICO 3: CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB. IV TRIMESTRE 2014 – IV TRIMESTRE 2016



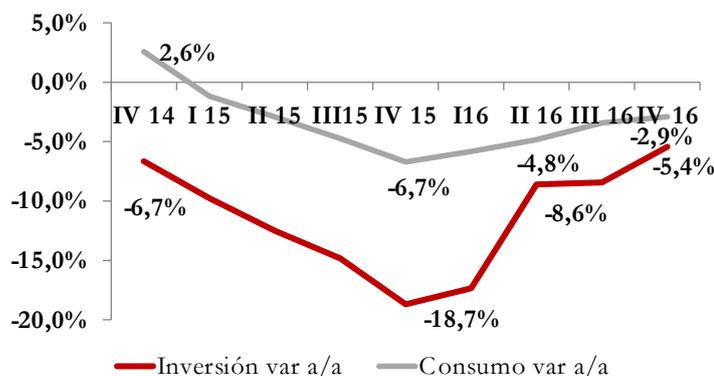
Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

⁷ En octubre de 2016 la adhesión al gobierno de Temer era del 14,6%.

⁸ Mecanismo por el cual un detenido declara a cambio de un acuerdo con el Estado.

El gráfico siguiente se puede observar la reducción interanual de la inversión, en este caso se puede ver una caída mucho mayor al consumo, con las consecuencias que tiene en la economía la reducción del stock de capital junto con la falta de inversión. En 4° trimestre de 2015 la inversión bruta llegó a caer 18,7%.

GRÁFICO 4: CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA INVERSIÓN BRUTA. IV TRIMESTRE 2014 A IV TRIMESTRE 2016

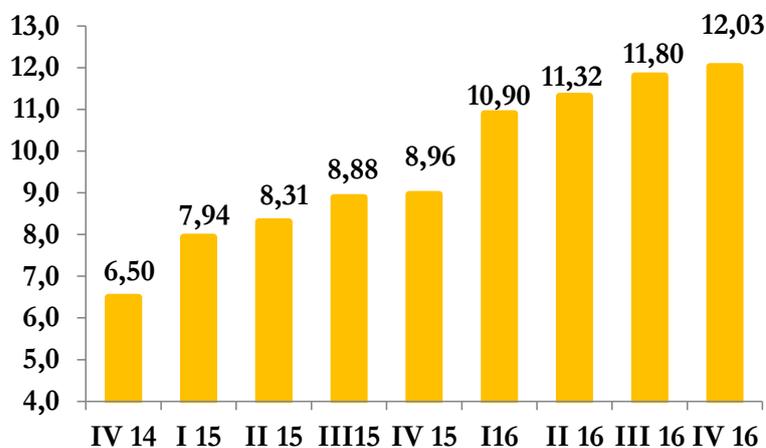


Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

En los principales indicadores económicos la tendencia es a la baja. En el tercer trimestre de 2016 la producción industrial cayó 5,6% i.a., mientras que en el cuarto trimestre de 2016 la reducción fue del 4,3% y en enero de 2017 se exhibe una caída de 0,6% i.a.. Además, la producción de vehículos cayó 22,8% en 2015 y 11,2% en 2016, y la producción de insumos para la construcción descendió 12,5% en 2015 y 5,9% en 2016. Estos datos coinciden con el de la caída de la inversión, pero, podrían anteceder a una mejora en la tendencia de largo plazo a partir de este año.

La inflación brasileña durante 2015 fue 10,5% y se redujo a 6,2% en 2016, debido en parte a la crisis económica y a que el Banco Central redujo la tasa de interés de referencia, Selic, de 14,25% en 2016 gradualmente a 12,25% en febrero de 2017. Durante el 2016 el índice de ventas minoristas cayó 4,8%, las ventas en hipermercados-supermercados disminuyeron un 3% y en comercios de indumentaria y calzado la reducción alcanzó el 8,7%. En el caso de la tasa de desempleo, se encuentra en niveles records alcanzando el 12% en el cuarto trimestre de 2016 y mostrando una tendencia creciente todos los trimestres. Según el Instituto Brasileño de Estadísticas, IBGE, unos 13 M de trabajadores brasileños buscan y no encuentran empleo y en el año 2016 se perdieron 1,3 M de empleos formales. Asimismo, el empleo industrial cayó 6,3% en 2015 y 8% en 2016. Esta situación es la que más preocupa al gobierno brasileño: el presupuesto para seguro de desempleo pasó de R\$ 47.495 M en 2015 a R\$ 56.024 M en 2016 incrementándose un 18%.

GRÁFICO 5: TASA DE DESEMPLEO. IV TRIMESTRE 2014 – IV TRIMESTRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

2. Sector Externo

El comercio exterior no fue una excepción a la recesión generalizada y también se redujo considerablemente. En 2013 la suma de exportaciones e importaciones brasileñas alcanzaban los U\$S 481.781 M y en 2016 la misma suma fue U\$S 322.837 M. El cuadro siguiente se muestra el comercio exterior total de Brasil desde el 2013 hasta el primer bimestre de 2017. Se puede ver también una fuerte reducción de las importaciones en 2016 que permitió un superávit comercial de U\$S 47.723 millones.

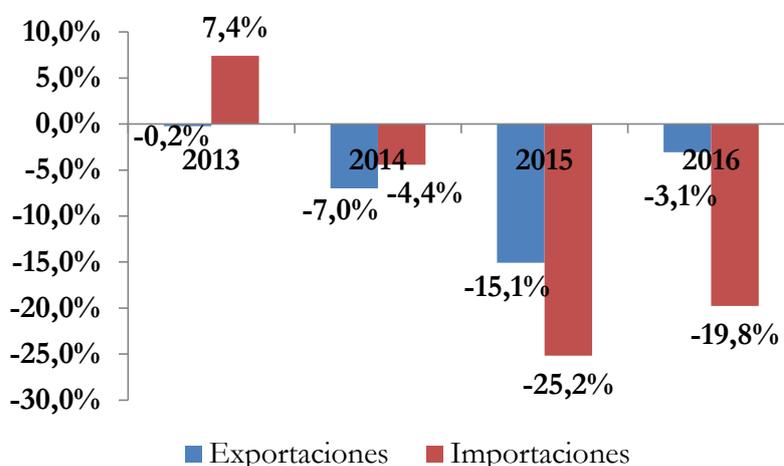
CUADRO 7: COMERCIO EXTERIOR DE BRASIL. 2013 - 2017

Años	Exportaciones U\$S millones	Importaciones U\$S millones	Balanza Comercial U\$S millones
2013	242.034	239.748	2.286
2014	225.101	229.145	-4.044
2015	191.134	171.461	19.673
2016	185.280	137.557	47.723
Ene-Feb 2017	30.383	23.099	7.285

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

Asimismo, las importaciones cayeron más que las exportaciones debido a la recesión económica, caída de la inversión y a la depreciación del Real brasileño durante 2015 (50%) y el primer trimestre de 2016 (6,4%) que superó los \$R 4 por dólar. Durante el segundo semestre de 2016 y principios de 2017 el Real se apreció alcanzando los \$R 3,15 por dólar en marzo de 2017.

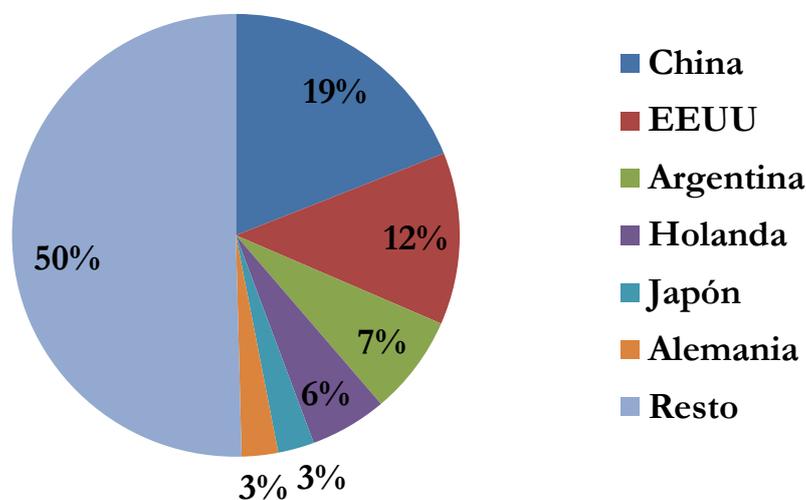
GRÁFICO 6: VARIACIÓN DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES. 2013 – 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

El principal destino de las exportaciones brasileñas en 2016 fue China con U\$S 35.138 M, seguido por EEUU con U\$S 23.277 M y en tercer lugar Argentina con U\$S 13.420 M. Las exportaciones hacia China fueron en mayor medida productos primarios y manufacturas de origen agropecuario. La mayoría de las importaciones de Brasil provienen de EEUU, U\$S 24.070 M y de China U\$S 23.364 M. En tercer lugar, aparece Alemania con U\$S 9.129 M y en cuarto lugar Argentina con U\$S 9.085 M.

GRÁFICO 7: DESTINO DE LAS EXPORTACIONES DE BRASIL 2016



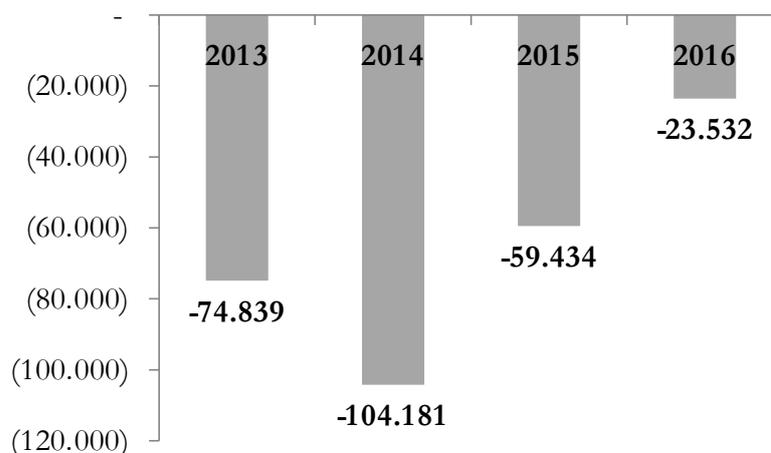
Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

El déficit de cuenta corriente brasileño se redujo considerablemente en 2016, debido a la disminución de las importaciones y a la caída progresiva de la inversión. En el gráfico 8 se presenta el déficit de cuenta corriente entre los años 2013-2016 y en el gráfico 9 la evolución del tipo de cambio (\$R/U\$) desde el 2013 hasta marzo del 2017.

En el año 2014 el déficit de cuenta corriente alcanzó los U\$S 104.181 M mientras el real brasileño se depreciaba, en el año 2015 la moneda local se deprecia fuertemente, crecen las exportaciones y el déficit de cuenta corriente se reduce a -U\$S 59.434 M.

En el año 2016 continuó la reducción del déficit de cuenta corriente alcanzando los U\$S 23.532 junto con un fuerte deterioro de las importaciones y una marcada apreciación del real. La apreciación del Real continuó en 2017 y en la segunda semana de marzo cotizó en \$R 3,19 por dólar.

GRÁFICO 8: DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE. 2013 - 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO. 2013 – MARZO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

3. Mercado financiero y proyecciones

El mercado financiero brasileño se muestra positivo, a pesar de la recesión económica en el 2016 el Bovespa aumentó 39% y en lo que va del 2017 creció un 8%. Esto indica que existe desde el sector financiero altas expectativas de recuperación. Además, la inversión extranjera directa creció 11% en 2016 en un contexto económico recesivo. Según el último informe de relevamiento del Banco Central de Brasil “Focus – Relatorio”⁹ sobre expectativas de la economía brasileña, las proyecciones sobre el crecimiento económico para el 2017 son de 0,5% y 2,4% para el año 2018. Además, se proyecta un 4,36% de inflación, un crecimiento de la producción industrial del 1,09% y un tipo de cambio de \$R 3,3 por dólar. Estas expectativas indican que se espera una leve recuperación de la economía brasileña para el año 2017 y un crecimiento más sostenido para el 2018.

En síntesis, **la economía brasileña continúa en recesión**, pero existen expectativas favorables que indican una muy moderada recuperación durante 2017. Los indicadores que más preocupan al gobierno son el **crecimiento del desempleo** y el creciente **déficit fiscal** primario. Las próximas medidas económicas del gobierno estarían orientadas a que el sector privado genere mayor cantidad de empleos y reducir el déficit fiscal, medidas cuyos resultados son, en este contexto, totalmente inciertos.

⁹ Focus-Relatorio 3 de marzo 2017. El informe se compone de un relevamiento sobre expectativas de consultoras privadas

NOTA ESPECIAL

KENNETH J. ARROW (1921-2017)

Héctor Rubini

El pasado 21 de febrero, falleció Kenneth Joseph Arrow, uno de los más influyentes (quizás el más influyente) economistas contemporáneos y ganador a los 51 años del Premio Nobel de Economía en 1972. Según Robert Aumann, Premio Nobel de Economía 2005, “*es uno de los gigantes de la teoría económica del siglo XX. Más aún, pienso que en la segunda mitad del siglo XX, ha tenido más impacto que cualquier otro*”.

Probablemente se haya quedado corta esta descripción. Arrow no sólo ha formulado contribuciones originales e influyentes, en toda su carrera profesional, sino que ha cambiado o redireccionado el pensamiento económico en todos los campos por donde eligió escribir *papers* o libros. Desde bastante antes de su deceso se lo ha considerado como uno de los últimos grandes economistas que dejaron una huella irreversible. Es innegable que **por donde “pasó” Arrow con sus publicaciones, nada volvió a ser lo mismo que antes**, y desde hace antes de haber ganado el Premio Nobel se lo ha considerado como uno de los más brillantes economistas no sólo del siglo XX, sino de toda la historia.

Nacido en 1921 en Nueva York, Arrow se graduó en matemáticas a los 20 años en el City College de Nueva York. Luego pasó a la Universidad de Columbia para estudiar estadística, donde percibió cuál sería su “nicho”, a partir de haber cursado economía matemática con Harold Hotelling. Si bien terminó la maestría en economía en 1941, se integró a la Fuerza Aérea estadounidense en la 2ª Guerra Mundial, como especialista en cuestiones meteorológicas hasta 1946. En ese año se incorpora nuevamente a la Universidad de Columbia. Desde 1947 trabajó durante varios veranos investigador asociado a la Comisión Cowles de Investigación en Economía en la Universidad de Chicago, donde fortaleció su formación bajo la guía de prominentes economistas como Tjalling Koopmans y Jacob Marshak, y fue ayudante de cátedra. A partir de 1948 trabajó durante varios veranos como consultor de la RAND Corporation en Santa Mónica, California, en lo que el describió posteriormente como los días vertiginosos de la emergente teoría de los juegos y de la programación matemática”. Luego se doctoró en economía en la Universidad de Columbia en 1951.

En ese año cobró rápida fama con la publicación de su libro “Social Choice and Individual Values”, donde además de ampliar temas tratados en su tesis doctoral, tutorada por Albert Hart, explicó su famoso teorema conocido como de la “imposibilidad de Arrow” o “Paradoja de Arrow”. El mismo establece que cuando el público elige tres o más alternativas¹⁰, ningún sistema de elección obtiene un ordenamiento colectivo de preferencias a partir de la información revelada de las preferencias individuales, cumpliendo algunos criterios específicos. Este problema ya había sido objeto de estudio de Jean Charles de Borda en 1781, el Marqués de Condorcet en 1785, Charles Dodgson en 1844 y Duncan Black en 1948, entre otros. Arrow logró establecer lo siguiente: a) el ordenamiento colectivo coherente con las preferencias individuales debe satisfacer ciertos requerimientos coherentes con la racionalidad individual y la libertad de elección, y b) que es lógicamente imposible la satisfacción simultánea de esos requisitos. Los mismos son:

- a) *No-Dictatoriedad*, las preferencias sociales no deben replicar estrictamente la de un solo individuo.
- b) *Dominio Irrestricto o Universalidad*: la agregación de utilidades en una función de utilidad social debe permitir ordenar las preferencias de la sociedad y proveer el mismo ordenamiento mientras no cambien las preferencias individuales.
- c) *Independencia de Alternativas Irrelevantes*: la comparación y ordenamiento social entre dos alternativas dadas depende sólo de las preferencias individuales sobre ese par de alternativas. Los cambios en preferencias sobre otras alternativas no las afectan
- d) *Monotonidad o asociación positiva con entre valores individuales y sociales*: sin un individuo cambia sus preferencias por una opción dada, entonces el orden social de preferencias debería responder promoviendo también esa opción o no cambiando, pero nunca ubicándola en una posición inferior a las otras. Un individuo entonces no debería sentirse peor, si esa opción pasa a ser más preferida.

¹⁰ Esas alternativas pueden ser candidatos para una elección, esquemas de redistribución de la renta, proyectos de inversión, exigencias de calificación para determinados empleos en una sociedad, etc.

e) *No imposición, o soberanía individual*: cada posible ordenamiento social de preferencias debería ser obtenible para algún conjunto de ordenamientos individuales de preferencias.

Posteriormente en una nueva edición de su libro, en 1963, reemplazó estos dos últimos criterios por otro llamado de “*eficiencia débil de Pareto*” o *unanimidad*: si cada individuo prefiere una opción a otra, entonces debe obtenerse un orden social de preferencias, no un ciclo indefinido de ordenamientos, como el sugerido inicialmente por Condorcet¹¹. Desde entonces, su nombre pasó a ser referencia obligatoria para la literatura sobre elección pública, economía del bienestar, economía política y filosofía política.

En 1954, publicó con Gerard Debreu (Premio Nobel de Economía 1983) el trabajo “Existencia de un equilibrio para una economía competitiva” donde sentaron las bases axiomáticas y supuestos para especificar las condiciones suficientes para que un conjunto de precios puede asegurar que las ofertas y demandas se igualen para cada mercancía en una economía. Este aporte fue fundamental para la teoría del equilibrio general competitivo. A su vez los llamados “Arrow securities” y la fijación de precios de bienes contingentes a estados de la naturaleza se han consolidado como un elemento fundamental para modelos de fijación de precios de activos financieros y sus extensiones, tanto en la teoría de las finanzas, como en teoría macroeconómica. En palabras del citado Aumann, “*su teoría del valor y de la formación de los precios fue realmente un elemento fundamental para la economía. Es el ABC de la economía y de la teoría económica*”.

Su progreso como investigador mostraba un sólido e inusual dominio de los principios fundamentales de la matemática y sus aplicaciones a la economía. Sus publicaciones contribuyeron a desarrollar y explicar teoremas en determinados problemas de teoría económica que previamente no habían sido analizados o en algunos casos ni siquiera descubiertos previamente. Esto le permitió ser uno de los pioneros en diversos tópicos que han sido hasta ahora ineludibles en diversos campos de la teoría económica. Los problemas de asimetría informativa en el mercado de la salud aparecen ya en su trabajo de 1963 “Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care”. Como luego afirmara su cuñado, Paul Samuelson, en 1972, “la economía de los seguros, de la salud, de las pruebas con drogas... nunca volvería a ser la misma después de los aportes de Arrow”. Sus publicaciones también dejaron otras huellas: a) la acumulación de nuevas ideas, innovación y el aprendizaje por la experiencia (“learning by doing”) y su impacto en la dinámica de la inversión y en el crecimiento económico, b) la aversión al riesgo, concepto aplicado a las finanzas y a cuestiones de ciclo económico y crecimiento de largo plazo, que resume el comportamiento humano frente a eventos inciertos y no controlables; c) la economía de la información, con un tratamiento analítico de cómo la información y los sistemas informativos afectan al funcionamiento de una economía. A él se debe, además, la introducción en teoría microeconómica de la llamada función de producción CES, de los conceptos de riesgo moral y selección adversa, y de las medidas de aversión al riesgo.

Arrow fue profesor en Stanford entre 1949 y 1968. En los años '50 y '60 tomó fuerte impulso el seminario conjunto de economía matemática de los departamentos de economía de Stanford y Berkeley. En el primero descollaban Arrow, Herbert Scarf e Hirofumi Uzawa, y en el segundo, Gerard Debreu, Roy Radner, Peter Diamond y Daniel MacFadden. Fue profesor visitante del Instituto de Estudios Avanzados de Viena en los veranos de 1964 y 1971, y en el Churchill College de Cambridge en 1963-64 y en 1970, donde colaboró con Frank Hahn en la preparación de su libro *Análisis General Competitivo*. Luego pasó a trabajar en Harvard entre 1968 y 1979, y nuevamente en Stanford desde entonces hasta jubilarse en 1991. Desde entonces dictó cursos cortos en varias universidades europeas y en el Santa Fe Institute de Nueva México.

Recibió decenas de premios, distinciones y doctorados honoris causa. Por sus hallazgos, además, en el año 1957 recibió la medalla John Bates Clark de la American Economic Association, otorgada a economistas menores de 40 años. En 1956 fue presidente de la Econometric Society, en 1963 del Institute of Management Sciences y en 1972 de la *American Economic Association*. Además, integró el Comité de Asesores Económicos del presidente John Kennedy¹², y el Panel Intergubernamental sobre Cambio Climático.

¹¹ Es lo que se conoce habitualmente como la “paradoja de la votación”. La viabilidad de la obtención de un orden social de preferencias agregando las de los individuos había recibido una fuerte crítica en 1954 por parte de James Buchanan, premio Nobel de Economía 1986 (Buchanan, J., 1954, “Social Choice, Democracy, and Free Markets”, *Journal of Political Economy*, 62: 114–123).

¹² En ese Consejo, dirigido por Walter Heller, trabajó junto a James Tobin (Premio Nobel de Economía 1981) y Robert Solow (Premio Nobel de Economía 1987).

En 1972 compartió el Premio Nobel de Economía con John Hicks, siendo así el más joven en recibir ese galardón (51 años) hasta la actualidad. En su caso, la distinción fue por sus contribuciones a la economía del bienestar y a la teoría del equilibrio general. En su carrera, además fue mentor de estudiantes que luego también obtuvieron el Premio Nobel de Economía, como John C. Harsanyi, Eric S. Maskin, Roger B. Myerson, A. Michael Spence y Joseph E. Stiglitz. Además, en 2006 recibió la Medalla Nacional de Ciencias.

Sus aportes se caracterizaron por una potente base matemática y lógica, y han sido fundamentales en la adopción general del lenguaje matemático en todos los campos de la teoría económica. Su influencia se percibe en trabajos y libros que en el último medio siglo han permitido profundizar el conocimiento en campos tan diversos como el análisis de los ciclos económicos, la política monetaria, comercio internacional, finanzas, evaluación de políticas públicas, economía de la salud, crecimiento económico y economía urbana. Fue sin duda, alguna, una mente más que brillante, y su obra seguirá siendo una fuente de inspiración por mucho tiempo para generaciones de economistas. Algunas de sus contribuciones han sido las siguientes:

- 1949a. On the use of winds in flight planning. *Journal of Meteorology* 6, 150–59.
- 1949b. (With D. Blackwell and M. A. Girshick.) Bayes and Minimax Solutions of sequential Decision Problems. *Econometrica* 17, 213–44S.
- 1951a. Social Choice and Individual Values. New York: Wiley.
- 1951b. An Extension of the Basic Theorems of Classical Welfare Economics. In *Proceedings of the Second Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, ed. J. Neyman. Berkeley and Los Angeles: University of California
1953. Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques. *Econometrie. Colloques Internationaux du Centre National de la Recherche Scientifique* 11, 41–7. En inglés: The role of securities in the optimal allocation of risk-bearing”, *Review of Economic Studies* 31 (1964), 91–6.
1954. (With G. Debreu) Existence of Equilibrium for a Competitive Economy. *Econometrica* 22, 265–90.
- 1958a. (With L. Hurwicz and H. Uzawa.) *Studies in Linear and Non-Linear Programming*. Stanford: Stanford University Press.
- 1958b. (With L. Hurwicz.) On the Stability of the Competitive Equilibrium. *Econometrica* 26, 522–52.
1959. (With H. Block and L. Hurwicz.) On the Stability of the Competitive Equilibrium, II. *Econometrica* 27, 82–109.
1961. (With H. Chenery, B. Minhas and R. Solow.) Capital-Labor Substitution and Economic Efficiency. *Review of Economics and Statistics* 43, 225–50.
1962. The Economic Implications of Learning by Doing. *Review of Economic Studies* 29, 155–73.
1963. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. *American Economic Review* 53(5): 941-973.
- 1965a. *Aspects of the Theory of Risk-Bearing*. Helsinki: Yrjö Jahnssonin säätiö.
- 1965b. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care: Reply (The Implications of Transaction Costs and Adjustment Lags). *American Economic Review* 55, 154–8.
1970. (With M. Kurz.) *Public Investment, the Rate of Return, and Optimal Fiscal Policy*. Baltimore and London: The Johns Hopkins University Press.
- 1971a. (With F. Hahn.) *General Competitive Analysis*. San Francisco: Holden-Day; Edinburgh: Oliver & Boyd.
- 1971b. *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. Chicago: Markham; Amsterdam and London: North-Holland.
1973. The Theory of Discrimination. In *Discrimination in Labor Markets*, ed. O. Ashenfelter and A. Rees. Princeton: Princeton University Press.
1974. Limited Knowledge and Economic Analysis. *American Economic Review* 64(1): 1-10.
- 1983a. *Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Volume 1: Social Choice and Justice*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- 1983b. *Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Volume 2: General Equilibrium*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- 1984a. *Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Volume 3: Individual Choice under Certainty and Uncertainty*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- 1984b. *Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Volume 4: The Economics of Information*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- 1985a. *Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Volume 5: Production and Capital*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- 1985b. *Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Volume 6: Applied Economics*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.

1991. The Origins of the Impossibility Theorem. *History of Mathematical Programming*, ed. J. Leenstra, A. Rinnooy Kan and A. Schrijver. Amsterdam, New York, Oxford, Tokyo: CWI Amsterdam, North-Holland.
2004. (with Claire Panosian, and Helen Gelband), *Saving Lives, Buying Time: Economics and Malaria Drugs in an Age of Resistance*. Washington, D.C.: National Academy Press
2007. Global Climate Change: A Challenge to Policy. *Economist's Voice*, June: 1-5.
- 2016 (with L. Kamran Bilir and Alan Sorensen), Information and Innovation Diffusion: The Case of Pharmaceuticals in the United States. *Preliminary*. University of Wisconsin-Madison.

INDICADORES

Indicador	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17
Indicadores de Actividad														
EMAe (INDEC) Var. % a/a	0,8%	0,9%	0,1%	-3,1%	-2,9%	-4,9%	-5,7%	-2,0%	-3,7%	-4,4%	-1,4%	-0,3%	n/d	n/d
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	0,0%	-1,6%	1,1%	-1,6%	-0,6%	-0,3%	0,1%	0,4%	-0,6%	0,5%	1,4%	1,6%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	46,3%	17,8%	15,0%	30,5%	13,3%	3,2%	-6,3%	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	5,8%	26,6%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	26,7%	3,9%	16,9%	-0,3%	-0,3%	4,7%	-16,6%	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	24,4%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	4,4%	4,0%	0,7%	-7,1%	-2,9%	-10,0%	-8,1%	-6,8%	-5,9%	-8,6%	-1,4%	-0,4%	n/d	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	5,6%	-1,8%	-1,2%	-4,7%	-1,1%	-0,1%	1,8%	-1,9%	-0,2%	-0,3%	3,0%	1,9%	n/d	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-2,2%	4,2%	-1,7%	-6,7%	-5,9%	-9,2%	-8,6%	-4,1%	-8,2%	-7,1%	-2,1%	-1,0%	3,9%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,2%	1,4%	-1,5%	-1,9%	-1,7%	-0,8%	1,6%	0,4%	-2,8%	2,4%	1,6%	1,8%	0,9%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	-6,9%	8,2%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-13,9%	-2,4%	-5,4%	-5,5%	2,9%	4,4%	5,6%	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-9,0%	-6,8%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-8,7%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,5%	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,9%	1,8%	0,8%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	4.587	n/d
<i>Var. % a/a</i>	1,5%	6,5%	0,9%	-8,4%	2,7%	-12,9%	-10,8%	12,2%	-2,4%	-6,3%	20,8%	34,0%	33,9%	n/d
Importaciones en USD	4.046	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	4.526	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-3,6%	1,0%	-6,6%	-10,7%	-1,8%	-10,9%	-17,3%	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	0,2%	n/d
Saldo Comercial en USD	-185	93	-298	301	443	131	277	705	361	-114	115	65	61	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	180,1	181,4	185,6	195,2	213,5	223,8	208,1	199,7	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-18,0%	-16,3%	-12,7%	-6,2%	4,3%	7,2%	-4,8%	-2,5%	2,1%	1,0%	6,3%	8,5%	13,2%	n/d

Indicador	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17
Precios														
IPC (INDEC) Var. % m/m					4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%
Núcleo Var. % m/m					2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%
Var. % t/t, m/m	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%
Var. % t/t, m/m	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%
Indicadores Fiscales														
Ingresos Totales Var. % a/a	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%	12,8%	52,3%	41,1%	13,4%	26,8%	92,6%	40,0%	n/d
Ingresos Totales sin Rtas. De la Prop Var. %	30,3%	26,1%	39,9%	24,5%	36,9%	12,3%	23,2%	28,3%	31,0%	24,2%	51,7%	105,3%	38,4%	n/d
Gastos Totales Var. % a/a	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	34,6%	32,9%	39,4%	36,4%	56,8%	33,2%	76,2%	37,9%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
Mediana	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0
Media	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	29,2	31,2
Confianza del Consumidor (UTDT)														
Índice	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	44,5	40,7
Var. % t/t, m/m	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	0,2%	6,8%	-6,6%	1,6%	6,3%	-4,6%	95,4%	1,3%	-8,5%
Var. % a/a	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,3%	-18,7%	-24,7%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	72,8%	-19,0%	-10,8%