

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

Nº 157 AÑO 15

13 DE DICIEMBRE DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en  
este número:

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

## CONTENIDOS

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>PANORAMA DE ARGENTINA</b>	
▪ <b>HACIA DOS AÑOS DIFÍCILES</b>	<b>2</b>
▪ <b>BROTES ROTOS</b>	<b>8</b>
<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>	
▪ <b>FIN DE AÑO POSITIVO PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL</b>	<b>11</b>
<b>INDICADORES</b>	<b>17</b>

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

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

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

## RESUMEN EJECUTIVO

### EL DATO DEL MES

- **Inflación.** El IPC Nacional subió 1,4% en noviembre (21% acumulado anual). La expectativa general es de una inflación en torno de 2,5%, de modo que la inflación de 2017 sería de 24%, superando la meta oficial para este año entre 12% y 17%.

### LO IMPORTANTE

- **Cumbre de la OMC.** La XI Cumbre Ministerial de la OMC cierra hoy en Buenos Aires sin avances concretos para remover trabas al comercio agrícola, eliminar subsidios a la pesca, y definir reglas para el comercio electrónico. En particular, el representante de los Estados Unidos, Robert Lightizer se ha opuesto a toda mención a favor del multilateralismo o a desalentar el proteccionismo.

### LO QUE HAY QUE SABER

- **Desequilibrios fundamentales.** La administración Macri parece dispuesta a mantener sin cambios las políticas económicas en curso. Sin embargo, las mismas conducen a crecientes desequilibrios en las cuentas fiscales y externas. Si no se corrigen a partir del próximo año, reaparecerán varios factores de riesgo de muy difícil control.
- **La recuperación de la actividad sigue su curso.** Los indicadores de los últimos seis meses indican que la actividad económica sigue en recuperación. Sin embargo, todavía carece del vigor suficiente como para un despegue, o el inicio de una trayectoria de mayor crecimiento en el largo plazo.
- **Buen fin de año para la economía mundial.** En EE.UU. la reforma tributaria avanza hacia su aprobación. En Europa, se anunció un principio de acuerdo por el Brexit entre el Reino Unido y la Unión Europea. A su vez, los datos económicos de EE.UU., la Eurozona y China, indican que la economía global continuará creciendo en el año próximo.

### LO QUE VIENE

- **Aprobación de varios los proyectos de reforma del Gobierno.** Se espera que en este mes el Congreso de la Nación aprueben al menos los proyectos de reforma tributaria y previsional, y el acuerdo fiscal entre el Gobierno Nacional y las administraciones provinciales.
- **Suba de la inflación en diciembre.** La inflación para este mes (IPC Nacional) sería de al menos 2,4%, de modo que 2017 cerrará con una inflación en torno de 24%, superando así a la meta para este año del BCRA, entre 12% y 17% para todo el año.
- **Ballotage en Chile el próximo domingo.** Las encuestas muestran un empate técnico entre los candidatos presidente Sebastián Piñera y Alejandro Guillier.
- **Llega Jerome Powell a la Fed:** el nuevo titular de la Reserva Federal asumirá en lugar de Janet Yellen el próximo 4 de febrero. La actual titular de la autoridad monetaria de EE.UU. dejará la entidad, a pesar de que podía continuar como miembro de la Junta de Gobernadores hasta el año 2024.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### HACIA DOS AÑOS DIFÍCILES

*Héctor Rubini*

**La administración Macri parece dispuesta a mantener sin cambios las políticas económicas en curso. Sin embargo, las mismas conducen a crecientes desequilibrios en las cuentas fiscales y externas. Si no se corrigen a partir del próximo año, reaparecerán varios factores de riesgo de muy difícil control.**

*a. Diciembre complicado.*

Las última tres semanas han sido un hervidero. No ha tenido recepción entusiasta el envío de reformas legales del Poder Ejecutivo a múltiples marcos regulatorios que analizamos en el IEM de noviembre pasado, y otras pendientes de meses atrás: legislación laboral, previsional, tributaria, relaciones fiscales con las provincias, ajustes por inflación, mercado de capitales, ministerio público fiscal y Presupuesto 2018. Todas se encuentran en estado de negociación y algunas tienen o bien media sanción en una de las Cámaras del Congreso, o dictamen a favor de alguna versión específica a ser debatida en el recinto legislativo.

El paquete de las reformas recientes tiene como eje principal los acuerdos con las provincias, la reforma tributaria y la laboral. Ambas apuntan a reducir el costo para las empresas a partir de 2020, siendo general la opinión de que en el corto plazo incrementa la presión tributaria sobre las personas. En cuanto a la reforma previsional, el oficialismo logró dictamen de mayoría en una sesión entre golpes e insultos del proyecto que modificaría la actual fórmula de indexación de jubilaciones, reduciendo a partir del próximo trimestre el ajuste de las jubilaciones. Si bien razonablemente apunta a un ajuste según la evolución de la inflación y de los salarios, incluiría a los pagos correspondientes a este trimestre y el próximo. Esto ha sido percibido por la oposición como una quita a los ingresos de beneficiarios de jubilaciones, pensiones y otros beneficios de la ANSeS para financiar las burocracias de los gobiernos provinciales. Según algunos cálculos de especialistas previsionales se trataría de una transferencia de ingresos de jubilados y pensionados a las burocracias provinciales entre \$ 80.000 y \$ 100.000 millones. Dada la pérdida de acceso a medicamentos gratuitos para la mayoría de jubilados y pensionados desde los primeros meses de este año, el proyecto es percibido como una Ley que va a licuar parcialmente el beneficio otorgado por la “Reparación Histórica”<sup>1</sup>. Por otro lado, se observa un continuo aumento de gasto superfluo e ineficiente en el Estado, lo cual torna además en extremo irritante a dicho proyecto. A nadie extraña, por cierto, que la euforia y apoyo al Gobierno observado en las elecciones legislativas de octubre, haya quedado definitivamente en el olvido.

Más allá, de consideraciones valorativas, en las últimas semanas se observa una visible contradicción entre discursos e iniciativas políticas:

a) el ministro de Hacienda se muestra crítico con la existencia de impuestos distorsivos, pero su proyecto de reforma no ataca a fondo el problema. Si bien hay reducción gradual de alícuotas a futuro, no deroga los Impuestos Internos, mantiene el gravamen del 15% sobre la venta de acciones de firma que no cotizan en Bolsa, y se habría incluido en el nuevo impuesto a la renta financiera **la extensión de dicho tributo a las tenencias de Letras del BCRA (LEBAC) de personas no residentes;**

b) tanto desde la cartera laboral, como del resto del Poder Ejecutivo se ha insistido con un discurso de la mejora en los procesos de selección de recursos humanos en la Administración Pública, pero ha tenido pésima repercusión la decisión contradictoria con dicho discurso el nombramiento de una hermana del Ministro de Trabajo como directora del Banco de la Nación Argentina;

c) mientras en una causa judicial se acusa al ex secretario de Comercio Guillermo Moreno por la intervención al INDEC y manipulación de índices que habría perjudicado a tenedores de bonos indexados por CER (IPC), abogados del

<sup>1</sup> Además, va a gatillar el inicio de una nueva serie de juicios contra el Estado. Ver Rubini, H. (2017): “Dos años difíciles: los que pasaron y los que vienen”, *Diario El Economista*, 11 de dic. de 2017, pág. 7, y Torino, M. (2017): “El Gobierno se prepara para enfrentar nuevos juicios por la reforma previsional”, *Diario El Cronista Comercial*, 13 de dic. de 2017, pág. 4.

Ministerio de Hacienda han negado tal cosa en otra causa, beneficiando al ex funcionario y generando nuevas dudas sobre la calidad de las estadísticas oficiales;

d) la conducción de los organismos de supervisión financiera parecía abrazar una política “market friendly”, previsible y de igualdad de condiciones para los participantes del mercado. Sin embargo, eso pareció quedar desmentido (al menos parcialmente) en al menos dos casos: a) la decisión sorpresiva de obligar a las compañías de seguros a dejar de comprar LEBACs y a desprenderse de sus tenencias gradualmente hasta marzo próximo, y b) el probable otorgamiento de un crédito de \$ 4.000 millones a la empresa Mercado Libre, que administra la plataforma MercadoCrédito, que al no estar bajo la normativa prudencial del BCRA, es percibida por no pocos bancos como un competidor desleal;

e) el discurso del Poder Ejecutivo, y en particular del ministerio de Hacienda, muestra cierta satisfacción con un crecimiento interanual de los ingresos fiscales que supera, al menos, el crecimiento del gasto primario, como fruto de una política gradual y previsible. Sin embargo, no compensa el fuerte aumento del pago de intereses de la deuda y ayer el Poder Ejecutivo emitió el **Decreto 1013/2017 que frente al aumento no previsto de los ingresos fiscales en \$66.775 M, incrementa el gasto público nacional en unos \$ 222.000 millones; por otro lado, se mantendría sin cambios en la Ley de Presupuesto de 2018 el artículo que obliga al Banco de la Nación Argentina a transferir \$ 20.000 M al Tesoro;**

f) el BCRA sigue sosteniendo explícita o implícitamente que no está subordinado al fisco, que no hay “dominancia fiscal”, pero la realidad indica otra cosa. La emisión bruta con destino al Tesoro hasta el 7 de diciembre de 2016 había sido de \$ 314.074 M, y sobre ese total \$ 159.997 M fueron transferencias de utilidades y adelantos transitorios. En 2017, hasta el 7 de diciembre pasado la emisión para financiar al Tesoro fue de **\$ 411.671 M (+ 31,1% i.a.), y el subtotal de transferencias de utilidades y adelantos transitorios fue de \$ 150.000 M (- 6,2%);**

g) el caso puntual de la aplicación de EE.UU. de un elevado arancel a la importación de biodiesel argentino se percibió como un golpe a una actividad exportadora relevante, pero el Gobierno pasó a aplicar una retención de 8% a la exportación de biodiesel, en lugar del sistema de retenciones móviles (pagaba 0% hasta este mes)<sup>2</sup>.

Si bien todavía el Gobierno cuenta con encuestas de opinión favorables, encuentra una resistencia esperable para sus propuestas de reformas. Aun cuando se aprueben con mínimos cambios, no tendrán impacto significativo en el nivel de actividad ni en las expectativas, al menos en los próximos dos años. Daría la impresión de que tal vez deba pensar en un segundo paquete de nuevas reformas, más simples, convincentes, y coherentes con un sendero de estabilidad y crecimiento.

*b. Escenario actual: hechos estilizados y alertas anticipadas.*

Los dos años bajo el actual Gobierno, y en particular su triunfo electoral en octubre pasado, han frenado todo potencial avance del populismo y autoritarismo de la administración anterior. Sin embargo, la realidad indica que no han sido suficientes los progresos para retornar a un sendero de estabilidad con crecimiento económico vigoroso y sostenible. En buena medida por la herencia recibida de la gestión anterior, la cual no fue debidamente explicada a la población. En cierta medida, nada despreciable, por la estrategia de políticas macroeconómicas, cuyos “cambios” son percibidos por algunos como aceptablemente gradualista, por otros como demasiado gradualista, y otros como insuficiente o inefectiva.

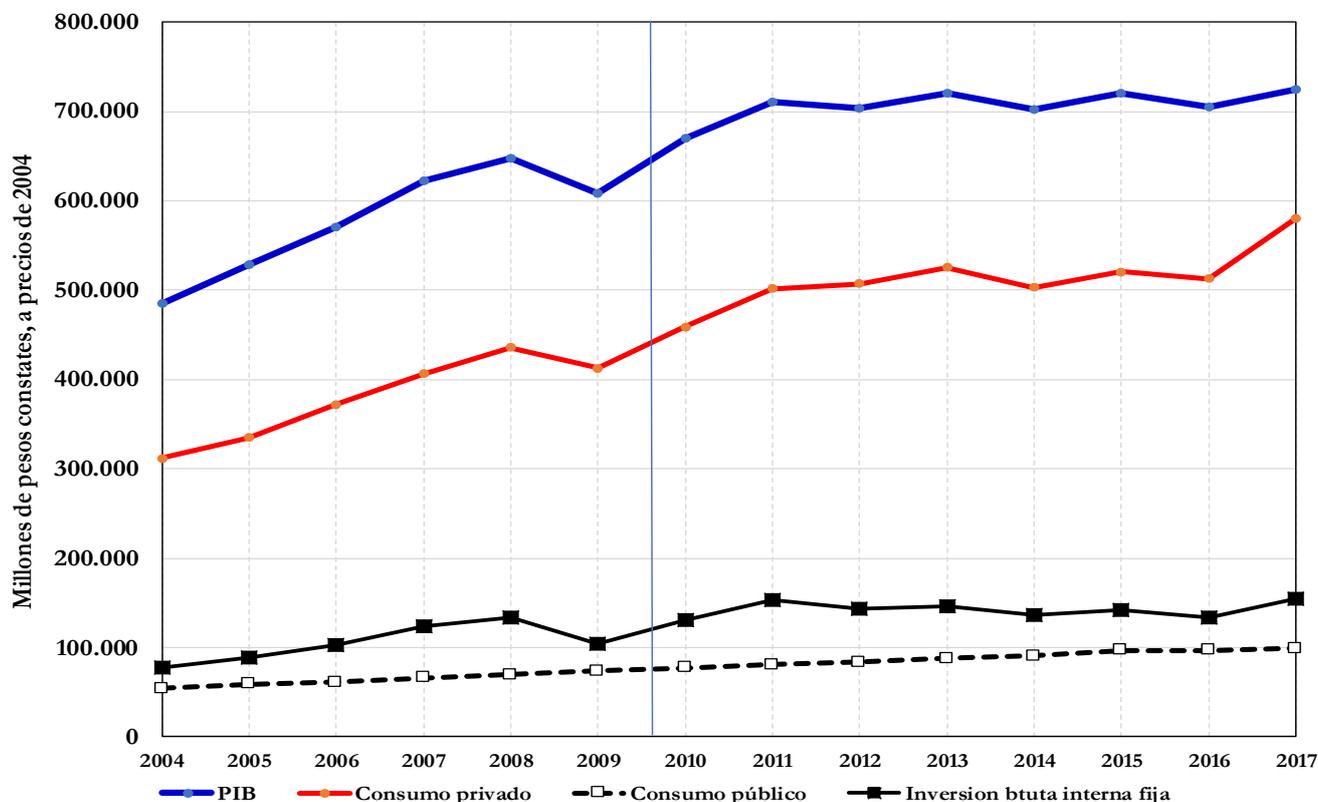
Desde principios del año pasado se apostó fuertemente a atraer inversores del exterior, pero el cambio de autoridades no fue suficiente. La seguridad jurídica, y el potencial retorno de gobiernos populistas parecen pesar más que las inconsistencias macroeconómicas que en principio seguirían sin corrección hasta fines de 2019. En el escenario interno, sin embargo, siguen intactas e insatisfechas las demandas sociales de diciembre de 2015: menos gasto público en burocracia ineficiente, menor presión tributaria, inflación más baja, tipo de cambio real alto y competitivo, y menor costo financiero. Los hechos hasta ahora muestran un progreso demasiado modesto. Los datos para el período 2004-2017 no permite identificar el cambio de gobierno de 2015 con un cambio estructural en la economía argentina:

**a) La economía prácticamente no crece desde 2011.** Además, la tasa de crecimiento del consumo, en particular sigue siendo superior a la del Producto Interno Bruto (PIB), mientras la inversión sigue lenta en reaccionar. De

<sup>2</sup> El objetivo es reducir el diferencial con la retención que paga el grano de soja (27%). Podía haberse reducido la retención sobre el grano, pero se optó por la otra alternativa, lo cual sugiere escasez de fondos para financiar el gasto público.

hecho, la tasa de inversión (Inversión bruta interna fija/PIB) fue de 17,5% entre 2004 y 2011, y de 15,4% entre 2012 y 2017.

**GRÁFICO 1: PIB, CONSUMO E INVERSIÓN (A PRECIOS DE 2004)**



Fuente: INDEC

b) **La demanda crece más que la oferta** entre 2005 y 2011 la inversión bruta interna fija creció más que el PIB, pero entre 2012 y 2015 su tasa de crecimiento anual promedio fue negativa. En ese período el componente de la demanda agregada que más creció fue el consumo del sector público. Para 2016-2017 la inversión se recupera significativamente, pero **la variable que más crece es el consumo privado**. La tasa de crecimiento del PIB, a su vez, no logra aún cerrar un período de al menos dos años con crecimiento anual promedio igual o mayor a 0,5%

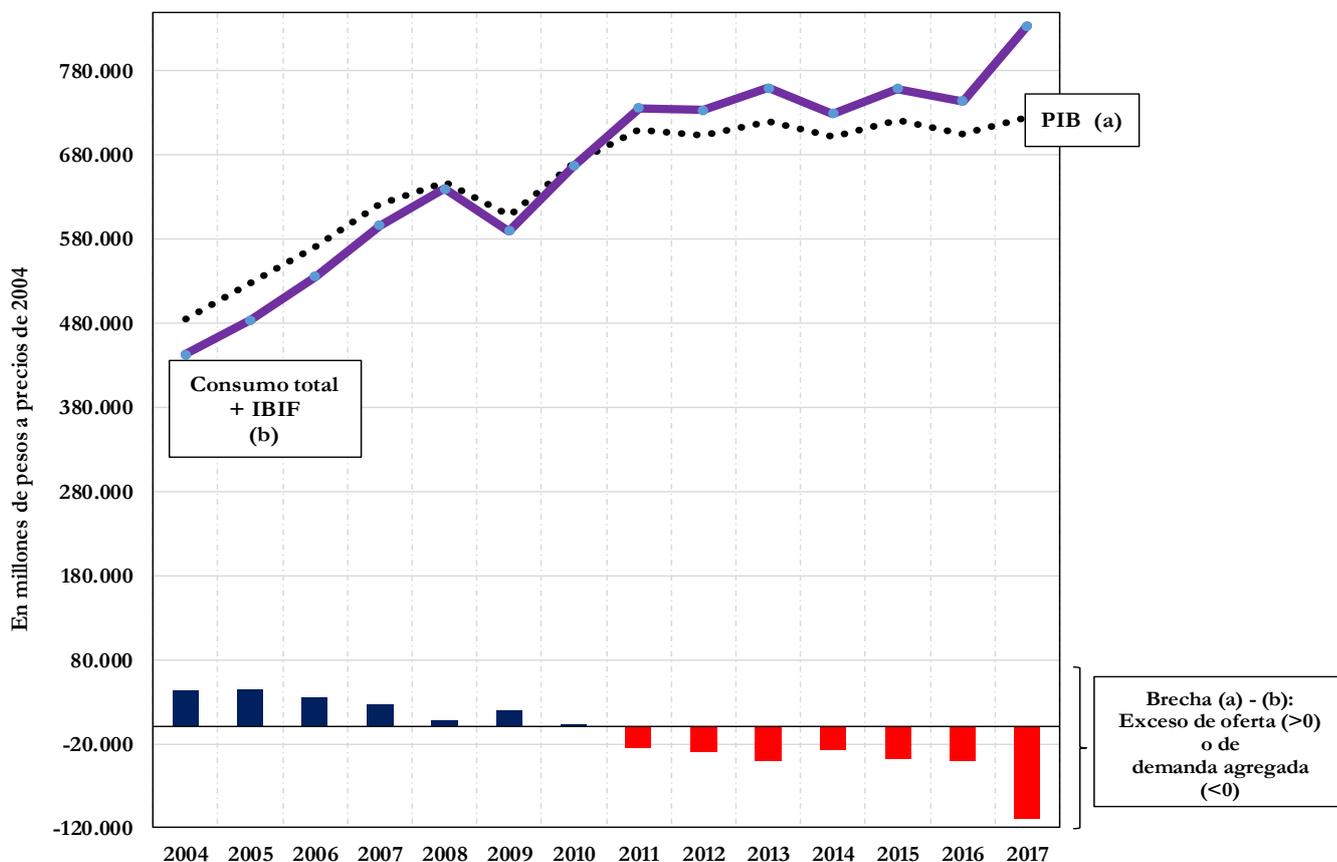
**CUADRO 1: TASAS DE CRECIMIENTO REAL PROMEDIO ANUAL -PIB, CONSUMO E INVERSIÓN-**

Agregados económicos	2005-2011	2012-2015	2016-2017
PIB	5,7%	0,4%	0,3%
Consumo privado (a)	7,2%	1,0%	5,8%
Consumo público (b)	6,0%	4,5%	1,2%
Consumo total (a) + (b)	7,0%	1,5%	5,1%
Inversión bruta interna fija	11,5%	-1,9%	5,2%

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, y estimación propia para 2017.

El resultado obvio, es una presión inflacionaria estructural, fruto de una expansión más rápida de la demanda interna que de la oferta agregada. Esto torna inevitable la necesidad de reformas estructurales profundas para conciliar la moderación del consumo, con el estímulo a la inversión y la innovación, y la recuperación de mayores tasas de crecimiento anual del Producto Interno Bruto (PIB). Caso contrario, no habrá reversión de los problemas de pobreza y marginalidad que afectan a no menos de un tercio de la población, sino tampoco a las dificultades para recuperar competitividad y bajar la inflación de manera permanente:

GRÁFICO 2: OFERTA Y DEMANDA AGREGADA (A PRECIOS DE 2004)



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, y estimación propia para 2017.

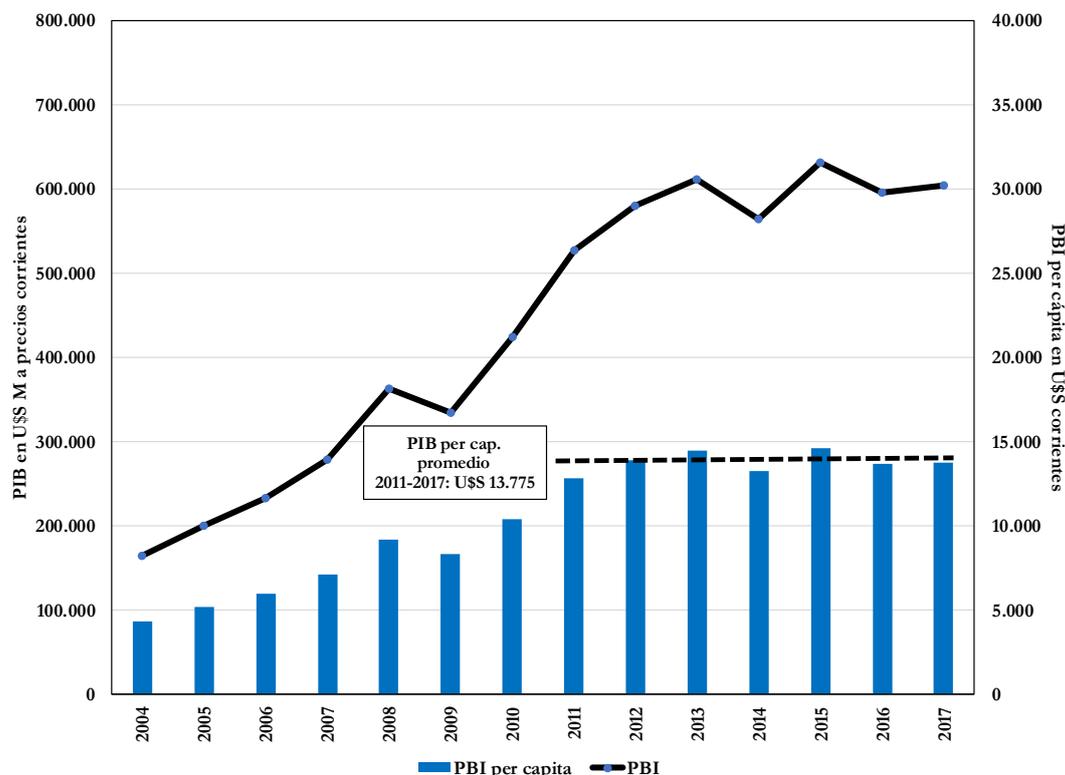
c) **Estancamiento del ingreso promedio por habitante:** si se consideran los datos de PIB y PIB per cápita, en dólares y a precios corrientes, resulta que el nivel de ambas variables fue creciendo a tasas cada vez menores, también desde el año 2011.

El siguiente gráfico muestra un fenómeno también preocupante: desde 2011 el PIB por habitante se encuentra prácticamente estancado. El promedio entre 2011 y 2017 es de U\$S 13.775. Los datos oficiales indican que en 2016 el PIB per cápita fue de U\$S 13.670 y en 2017 cerraría en U\$S 13.732, en ambos casos por debajo del promedio para el período 2011-2017.

Esto podría mejorar en caso de tener éxito un mínimo de reformas estructurales, junto con un programa efectivo de rápida desinflación. Sin embargo, la inflación no parece converger a las metas oficiales y el paquete de reformas tendría efectos positivos (en caso de tener éxito) recién para la próxima década).

Si bien es prematuro hablar de década perdida en cuanto a la mejora del PIB per cápita, de mantenerse esta tendencia hasta 2020, se agravarán los problemas de marginalidad, pobreza e indigencia que siguen sin solución efectiva a la vista.

GRÁFICO 3: PIB Y PIB PER CÁPITA (EN U\$S CORRIENTES)



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, y estimación propia para 2017.

d) **Se profundizan los déficit gemelos:** como es de esperar, en una economía abierta, el exceso de gasto se refleja en más compras que producción y ventas también hacia el resto del mundo.

Por el lado fiscal, no se observa moderación ni reversión a la suba del gasto. La Secretaría de Hacienda estaba mostrando una saludable desaceleración de la suba del gasto primario desde el segundo trimestre de este año.

Sin embargo, el aumento del gasto del Decreto citado previamente no sería necesariamente la última sorpresa de este mes. Pero aun sin nuevos cambios en lo que resta del año, el exceso de demanda agregada no se va a revertir. Desde una perspectiva dinámica, desde 2009 se observa un desbalance fiscal permanente. Desde 2015 la suma del “rojo” del Sector Público No Financiero, las administraciones provinciales y el resultado cuasifiscal del BCRA, ha adquirido magnitudes que **pueden tornarse muy difíciles de corregir:**

CUADRO 2: RESULTADO FISCAL ANUAL EN % DEL PIB

Indicadores fiscales	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultado fiscal Nación	2,40%	1,62%	1,62%	1,07%	0,55%	-1,83%	-1,75%	-2,48%	-3,20%	-3,70%	-4,99%	-3,73%	-5,39%	-5,93%
Resultado fiscal pcias.*	0,99%	0,37%	0,09%	-0,06%	-0,43%	-0,83%	0,40%	-0,73%	-1,09%	-0,28%	-0,07%	-0,84%	-0,94%	-0,28%
Res fiscal Nación + pcias.* (a)	3,39%	1,99%	1,71%	1,00%	0,13%	-2,66%	-1,35%	-3,21%	-4,29%	-3,97%	-5,06%	-4,57%	-6,33%	-6,22%
Resultado LEBAC BCRA (i)	-0,01%	-0,19%	-0,30%	-0,61%	-0,51%	-0,13%	-0,41%	-0,13%	-0,38%	-0,14%	-0,34%	-1,85%	-1,85%	-2,06%
Resultado Pases BCRA (i)	1,14%	0,33%	-0,81%	0,19%	0,49%	-0,06%	0,39%	-0,06%	0,09%	-0,30%	0,59%	-0,10%	0,55%	-0,22%
Cuasifiscal BCRA (i) + (ii) = (b)	1,13%	0,13%	-1,12%	-0,42%	-0,02%	-0,19%	-0,02%	-0,19%	-0,29%	-0,44%	0,24%	-1,95%	-1,30%	-2,27%
Total (prelim.) (a) + (b)	4,52%	2,12%	0,59%	0,59%	0,11%	-2,85%	-1,37%	-3,40%	-4,58%	-4,41%	-4,82%	-6,53%	-7,63%	-8,49%

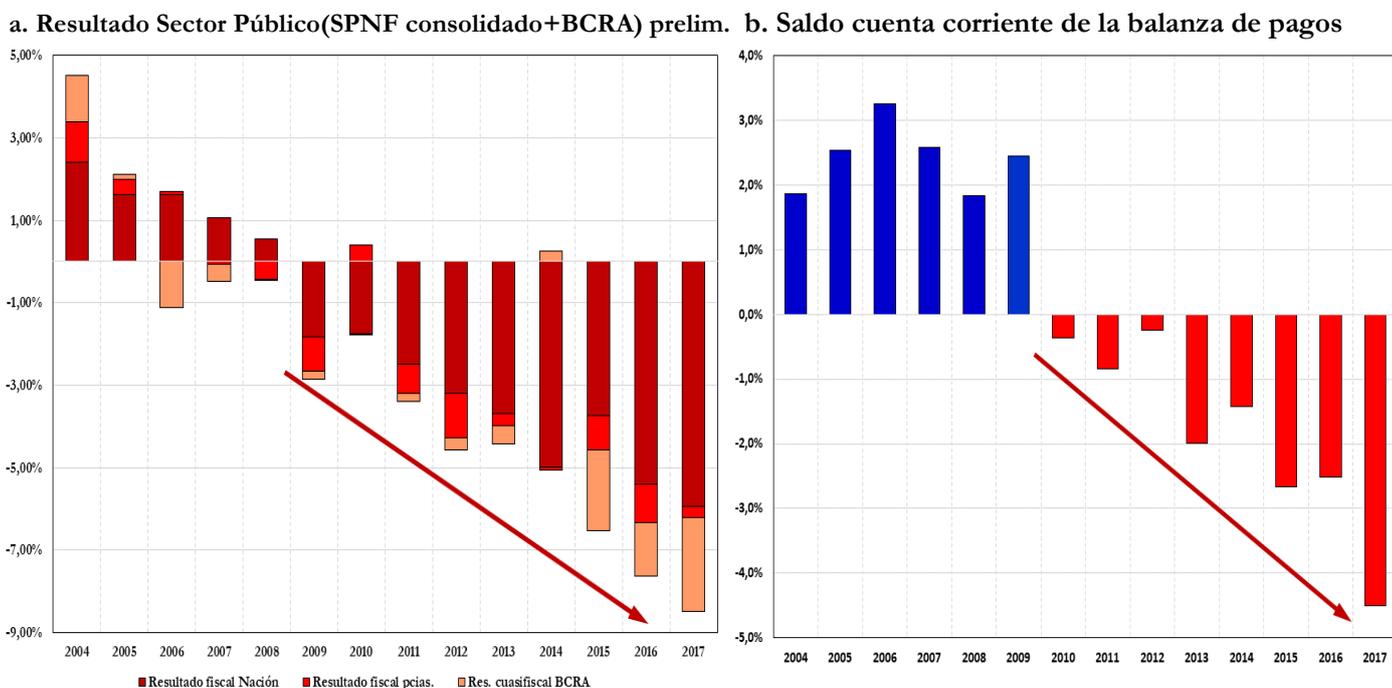
\* La estimación del resultado fiscal de los gobiernos provinciales de 2016 y 2017 es preliminar.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Hacienda, Ministerio del Interior, BCRA y contadurías de gobiernos provinciales.

Los datos de las administraciones provinciales son parciales, dado que no se contó con el cierre definitivo de las cuentas de 2016 para 6 jurisdicciones. **De confirmarse algunas estimaciones privadas, es probable que el déficit consolidado fiscal y cuasifiscal de 2016 supere el 9,5% del PIB, y el de 2017, se encuentre entre 10% y 11% del PIB.** La fuente fundamental de financiamiento ha dejado de ser la emisión monetaria. Ahora es el endeudamiento externo. El ingreso de dólares al BCRA genera emisión monetaria que este, a su vez, absorbe emitiendo LEBAC, lo cual mantiene las tasas interbancarias de corto plazo en 28,75% anual. Dada las bajas tasas del exterior y la estabilidad del tipo de cambio, la ganancia por endeudarse en dólares en países desarrollados e invertir esos fondos en LEBAC ha generado un ingreso de capitales adicional. Se estima que en conjunto superaría los U\$S 42.000 M, lo cual presiona a la baja a la cotización del dólar.

La recuperación del tipo de cambio **real** exige, una baja en la inflación, pero fundamentalmente una reversión de este exceso neto de gasto público. Su presión sobre la demanda agregada, y su impacto en el consumo privado explican tanto el sesgo inflacionario que el BCRA sólo no puede corregir manejando una tasa interbancaria a 7 días, sino también un persistente saldo negativo en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Este último cerraría este año en tono de U\$S 28.500 M, un **4,5% del PIB**. Ciertamente, la persistencia de “déficits gemelos” no hace más que generar incertidumbre y aversión al riesgo, al menos mientras no se revierta la tendencia de los últimos años:

#### GRÁFICO 4: LOS DÉFICIT GEMELOS DE ARGENTINA EN % DEL PIB



Fuente: elaboración en base a datos de Ministerio de Hacienda, Ministerio del Interior, BCRA, contadurías de gobiernos provinciales e INDEC.

Frente a esta evidencia, las autoridades deberán evaluar seriamente la viabilidad futura de la estrategia monetaria y fiscal en curso, así como la posibilidad de un segundo paquete de reformas, con impacto estructural más claro y a más corto plazo. Si algo resulta claro es que la “foto” del escenario actual forma parte de una “película” dinámica que es a todas luces insostenible, y que en poco se diferencian de casos de crisis macroeconómicas altamente costosas<sup>3</sup>. Obviamente, el primer paso es el de reconocer la realidad, y admitir los costos inevitables, de cambiar. Algo que probablemente en muchos aspectos significará el abandono definitivo del “gradualismo” de 2016-2017. **Al igual que para la cura de enfermedades, cuanto antes se actúe, menores serán los costos a pagar en el futuro.**

<sup>3</sup> Ver, por caso, Milesi-Ferretti, G.M. y A. Razin (1999): “Current Account Deficits and Capital Flows in East Asia and Latin America: Are the Early Nineties Different from the Early Eighties?”, en *Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues* (NBER-EASE vol.7), Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, editors. University of Chicago Press. Cap. 3, págs.. 57-107.

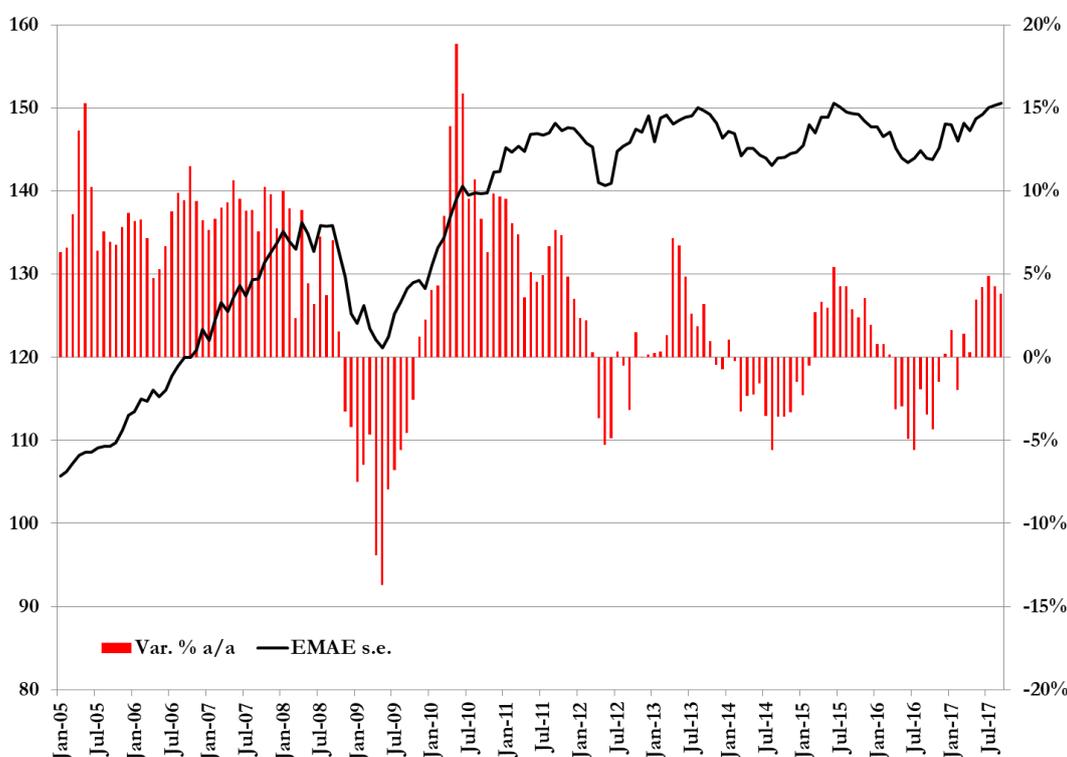
## BROTOS ROTOS

*Gustavo Martín*

**Según los indicadores de los últimos seis meses, la actividad económica sigue en recuperación, pero aún no se vislumbra que la misma adquiera el vigor suficiente como para un despegue, o el inicio de una trayectoria de mayor crecimiento en el largo plazo.**

Los datos de actividad económica del INDEC en septiembre mostraron una nueva desaceleración del ritmo de crecimiento en el mes. Ya en agosto la variación mensual sin estacionalidad había caído de 0,6% en julio a 0,1% y durante septiembre apenas avanzó un 0,1%. Si bien en términos interanuales la tasa de crecimiento parece ser la de una recuperación (marcó 3,8% interanual en septiembre), una inspección visual al gráfico muestra que por el momento los brotes verdes se quedaron en brotes. Los avances no son muy significativos y para nada se parecen a los observados en 2005 a 2007 o 2009 a 2011.

### GRÁFICO 5: ACTIVIDAD ECONÓMICA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Si el indicador de actividad siguiera mostrando crecimiento a este último ritmo mensual durante el cuarto trimestre del año, la economía terminaría un 2,7% por encima de 2016. Si en cambio se acelerase al ritmo promedio de mayo – septiembre de este año (período en que la variación mensual sin estacionalidad se mantuvo positiva), entonces crecería 2,9% respecto del año pasado.

La importancia del ritmo de crecimiento del último trimestre radica en que dará el pie para cómo podría desempeñarse el año que viene. La diferencia que durante 2018 se crezca al ritmo promedio mencionado o a la tasa que lo hizo durante septiembre es de 3 puntos porcentuales. Por lo tanto, no resulta menor que el gobierno articule medidas que permitan a la actividad desenvolverse de manera tal que a economía pase de esta fase de recuperación a una de crecimiento. Por el momento, los datos no parecen indicar que este esté sucediendo.

Los datos de actividad muestran lo siguiente:

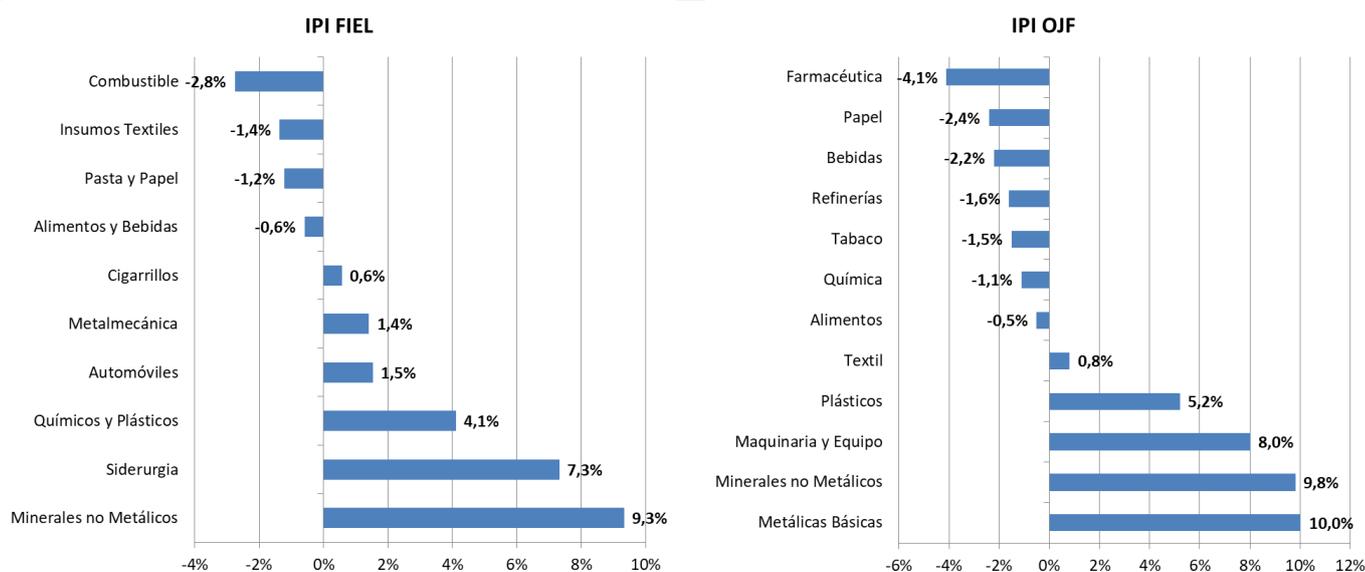
**CUADRO 3: INDICADORES DE ACTIVIDAD**

Indicador	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17
<b>Indicadores de Actividad</b>						
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	4,2%	4,9%	4,3%	3,8%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,4%	0,6%	0,2%	0,1%	n/d	n/d
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%
<b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>	4,2%	4,5%	5,6%	3,8%	5,3%	n/d
<i>Var m/m, desest.</i>	-0,3%	0,6%	-0,3%	0,1%	1,0%	n/d
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	5,1%	6,0%	3,3%	5,5%	2,7%	n/d
<i>Var m/m, desest.</i>	0,3%	1,7%	-1,7%	1,1%	-2,7%	n/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	n/d
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	n/d
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%
<i>Var m/m, desest.</i>	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	16,9%	18,8%	18,8%	12,4%	23,2%	15,4%

Fuente: elaboración propia en base a INDEC, ADEFA, Orlando Ferreres, FIEL, Grupo Construya y AFCP

1. Si bien las ventas de autos indican una fuerte recuperación en términos interanuales, durante los últimos cinco meses ha sido más bien volátil con caídas de hasta 9,3% respecto del mes anterior. Asimismo, cabe desatacar que la proporción de autos importados en las ventas aumentó significativamente durante este año con lo cual el indicador estaría reflejando más la mejora en el consumo que en la producción.
2. Los indicadores de producción industrial muestran una seguidilla de 5 meses de crecimiento interanual ininterrumpido. Sin embargo, en términos mensuales sin estacionalidad todavía se observan datos negativos. Asimismo, los indicadores de FIEL y Orlando Ferreres muestran información distinta a nivel mensual, si bien esto se debe a las muestras que toman cada uno, se esperaría un mayor número de coincidencias, al menos direccionales. Es más, en cuanto a los indicadores sectoriales también se observan diferencias importantes.

**GRÁFICO 6: INDICADORES DE PRODUCCIÓN, VAR. % I.A. ENE - OCT**



Fuente: elaboración propia en base a Orlando Ferreres y FIEL

3. En lo que se refiere al sector de la construcción tanto el ISAC del INDEC como el indicador del Grupo Construya, muestran datos de crecimiento compatibles con una reactivación del sector. No obstante, se destaca que, según la encuesta realizada por el INDEC, 40% de las empresas dedicadas a la obra pública entienden que entre noviembre de este año y enero del que viene son los nuevos planes de obra pública los que estimularán el crecimiento sólo el 19% cree que es por mejoras en la actividad económica; y entre aquellas empresas dedicadas a las obras privadas, 29% supone que será por crecimiento económico y 22% que gracias a nuevos planes de obra pública. En suma, el sector de la construcción necesita del Estado para seguir creciendo.

En cuanto a los datos de comercio exterior, estos muestran una vigorosa recuperación de las importaciones. El déficit comercial acumulado alcanza los US\$ 6.115 millones a octubre de este año. No obstante, la mayor parte de las importaciones (44% de las mismas) en lo que va del año, son en suministros industriales (25% del total de importaciones) y en piezas y accesorios para bienes de capital (21%), lo que implica que el sector productivo está recuperando capital y existe confianza en que la actividad económica no entraría en recesión al menos en el mediano plazo.

#### CUADRO 4: INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO

Indicador	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17
<b>Indicadores del Sector Externo</b>					
<b>Exportaciones en USD</b>	<b>5.134</b>	<b>5.241</b>	<b>5.228</b>	<b>5.198</b>	<b>5.241</b>
<i>Var. % a/a</i>	-2,5%	5,5%	-9,2%	3,1%	10,8%
<b>Importaciones en USD</b>	<b>5.898</b>	<b>6.039</b>	<b>6.311</b>	<b>5.963</b>	<b>6.196</b>
<i>Var. % a/a</i>	14,9%	29,9%	24,9%	24,2%	29,5%
<b>Saldo Comercial en USD</b>	<b>-764</b>	<b>-798</b>	<b>-1.083</b>	<b>-765</b>	<b>-955</b>
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	<b>195,4</b>	<b>205,6</b>	<b>196,3</b>	<b>198,1</b>	<b>201,0</b>
<i>Var. % a/a</i>	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%	1,5%

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA

En lo que respecta a las exportaciones, las cantidades vendidas a otros países apenas crecieron un 0,7% en los primeros diez meses del año con respecto al mismo período de 2016. En particular, sólo se incrementaron las cantidades de las manufacturas de origen industrial en 12%, el resto de los rubros muestran caídas en las cantidades exportadas. En este sentido, si bien las importaciones estarían indicando una mejora de los sectores productivos de bienes, la menor actividad exportadora sugiere que aún quedan sectores rezagados en la economía que dificultan su recuperación definitiva

#### CUADRO 5: VARIACIONES EN LAS CANTIDADES DEL COMERCIO EXTERIOR

	Ene-Oct 2017		
	Valor	Precio	Cantidad
<b><u>Exportaciones</u></b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>
Productos Primarios	-7,0	-0,1	-6,9
Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)	-0,9	0,1	-1,0
Manufacturas de Origen Industrial (MOI)	12,6	0,5	12,0
Combustibles y Energía	18,7	24,4	-4,6
<b><u>Importaciones</u></b>	<b>18,9</b>	<b>6,0</b>	<b>12,0</b>
Bienes de Capital	25,2	7,0	17,0
Bienes Intermedios	13,8	9,1	4,3
Combustibles y Lubricantes	9,7	17,7	-6,8
Piezas y Accesorios para Bienes de Capital	12,1	-0,7	12,9
Bienes de Consumo	20,4	3,2	16,7
Vehículos Automotores de pasajeros	45,9	3,4	43,9
Resto	43,7	--	--

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

## FIN DE AÑO POSITIVO PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL

Jorge Viñas

**La economía global termina el año 2017 con novedades relevantes en el frente político. En EE.UU., la reforma tributaria que estuvo trabada todo el año en el Congreso, avanza finalmente hacia su aprobación. En Europa, se acaba de anunciar un principio de acuerdo por el Brexit entre el Reino Unido y la Unión Europea. En el frente económico, los datos más recientes en EE.UU., la Eurozona y China, apuntan a que la expansión global continuará el año próximo.**

### 1. EE.UU.

Finalmente, el Senado de EE.UU. destrabó las negociaciones y consiguió aprobar el proyecto de reforma tributaria<sup>4</sup>. De esta forma, el Presidente Trump quedó a un paso de obtener el primer avance concreto en materia de las reformas que planteó en su plataforma electoral e intentó impulsar desde que asumió en enero, hasta ahora sin éxito. Pero todavía no puede cantar victoria. Debido a que el proyecto aprobado por el Senado presenta diferencias con el que obtuvo sanción en la Cámara de Representantes, actualmente se está negociando la reconciliación de ambas versiones, requisito indispensable antes de que la ley pueda ser promulgada. Es cierto que las diferencias no parecen insalvables, por lo que la probabilidad de que el proyecto de ley sea aprobado definitivamente en las próximas semanas, y entre en vigencia en 2018, es elevada.

En términos resumidos, la reforma tributaria contiene tres grandes capítulos<sup>5</sup>. El primero trata la reducción de las alícuotas del impuesto a las ganancias a las personas físicas (la alícuota máxima baja de 39,6% a 38,5%), parcialmente compensada por limitaciones a las deducciones y exenciones vigentes hasta ahora. Las reducciones impositivas no son permanentes sino que caducan en 2025.

El segundo capítulo trata la reducción del impuesto a las ganancias de las corporaciones, del 35% vigente al 20%<sup>6</sup> a partir de 2019, así como otros beneficios como el aumento de la amortización acelerada por la compra de activos al 100% y la extensión de su vigencia de 2018 a 2022. Estos beneficios también son parcialmente compensados por reducción o eliminación de diversas deducciones aplicables a la fecha.

El tercer capítulo trata sobre la imposición a las ganancias de las multinacionales fuera de EE.UU., buscando dos metas: 1) incentivar la repatriación de las ganancias de las empresas estadounidenses obtenidas en el exterior, exceptuando del impuesto a las ganancias sobre los dividendos repatriados, y 2) reducir la erosión de la base imponible del impuesto a las ganancias corporativas, vía el traslado artificial de la asignación de beneficios fuera de EE.UU. por parte de las multinacionales, estableciendo un impuesto mínimo sobre ciertas transacciones internacionales entre partes relacionadas.

El objetivo central de la reforma es que con los cambios impositivos aumenten los incentivos a trabajar, a invertir y a producir dentro de los EE.UU., impulsando así un crecimiento económico más vigoroso, la creación de empleos en mayor cantidad y calidad, y un aumento de los salarios reales. Si se cumplen las premisas de la reforma, parte de su elevado costo fiscal, en términos de pérdida de ingresos tributarios, debería recuperarse vía un aumento de la recaudación de impuestos derivada del mayor ritmo de actividad económica.

Según el *Joint Committee on Taxation* (JCT)<sup>7</sup>, el organismo del Congreso encargado del análisis, evaluación y seguimiento de la reforma, el costo fiscal del proyecto aprobado por el Senado asciende a 1,4 billones de dólares acumulados a lo largo de los próximos 10 años. Pero computando los efectos macroeconómicos adicionales derivados de

<sup>4</sup> La denominación oficial del proyecto de ley es: “*Tax Cuts and Jobs Act*” (Ley de Rebaja de Impuestos y Empleos).

<sup>5</sup> En realidad, el proyecto contiene un cuarto capítulo de menor relevancia destinado a las entidades exentas.

<sup>6</sup> Uno de los puntos centrales de la negociación por la reconciliación de ambos proyectos pasa por la restitución de la deducción de los pagos del impuesto a las ganancias a nivel de los estados, para el impuesto federal a las ganancias de las personas físicas. Una de las alternativas para compensar la pérdida de ingresos generada por esta medida con una menor reducción del impuesto a las ganancias corporativas al 22% en lugar de al 20%.

<sup>7</sup> Comité Conjunto para temas Tributarios. Para una información más detallada sobre el contenido y el alcance de la reforma tributaria, referirse a la página web del JCT: <https://www.jct.gov/>

la aplicación de diversos modelos econométricos, el JCT estima que se pueden recuperar 0,4 billones de dólares en los próximos 10 años, por lo que el incremento neto del déficit fiscal ascendería a alrededor de 1,0 billón de dólares en el período 2018-2027 (véase el Cuadro 6).

#### CUADRO 6: IMPACTO FISCAL DE LA REFORMA TRIBUTARIA

En miles de millones de dólares

Año	Pérdida estimada de ingresos por el efecto directo de la reforma	Efecto adicional por efecto de la reforma sobre actividad económica	Impacto fiscal neto
2018	-38,4	9,9	-28,5
2019	-224,5	35,7	-188,8
2020	-246,9	39,8	-207,1
2021	-217,5	41,5	-176
2022	-198,6	42,6	-156
2023	-167	50,3	-116,7
2024	-140,7	55,1	-85,6
2025	-145,1	56,1	-89
2026	-64,2	38,8	-25,4
2027	30,6	37,7	68,3
2018-22	-926,3	238	-756,8
<b>2018-27</b>	<b>-1414,2</b>	<b>407,5</b>	<b>-1006,7</b>

Fuente: Joint Committee on Taxation

Los resultados de la mejora de recaudación por mayor actividad económica dependen crucialmente de los parámetros y elasticidades con que se configura cada modelo, por lo que los resultados pueden diferir ampliamente de un modelo a otro<sup>8</sup>. Un aspecto clave de la divergencia de resultados se centra en torno a la “equivalencia ricardiana”, es decir, que los agentes económicos tomen la reducción de impuestos simplemente como un diferimiento temporal, y por lo tanto no lo consideren como un aumento del ingreso disponible, en cuyo caso se neutraliza el potencial efecto expansivo sobre la actividad económica.

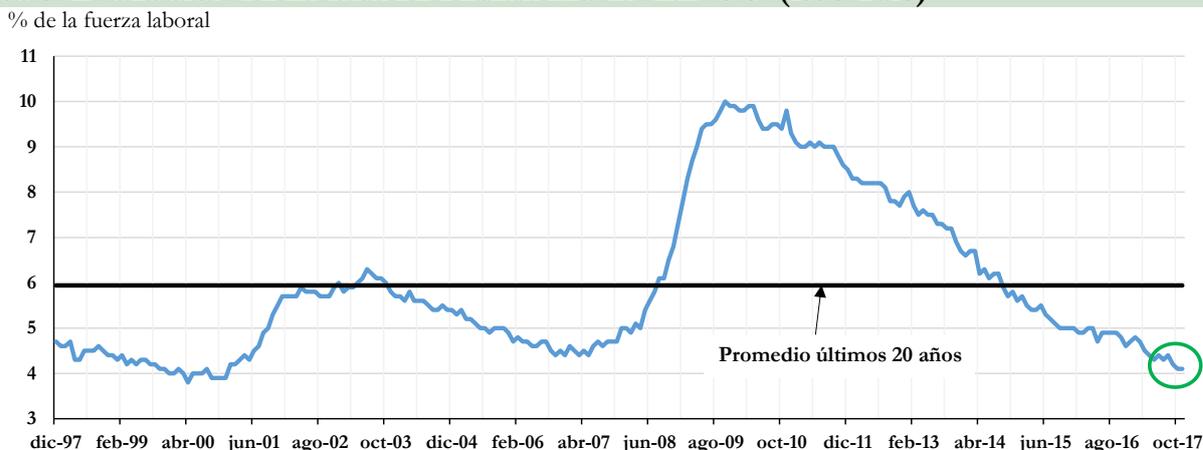
Aun concediendo que las reducciones impositivas afectan las decisiones de los agentes económicos en el corto plazo, y por lo tanto tienen un efecto expansivo sobre la actividad económica, corresponde cuestionarse sobre la conveniencia y oportunidad de la reforma tributaria, teniendo en cuenta potenciales efectos colaterales no deseados.

La economía de EE.UU. parece estar operando muy cerca del pleno empleo, como se verá en detalle a continuación, por lo que el estímulo adicional de una reducción tributaria podría alimentar presiones inflacionarias. La combinación de una inflación creciente con el mayor déficit fiscal obligaría a la Fed a acelerar el proceso de suba de tasas de interés, derivando en tasas de interés de mercado más elevadas y un mayor costo financiero para las empresas. El mayor nivel de tasas de interés en EE.UU. puede a su vez aumentar el diferencial respecto a las tasas de interés en el resto del mundo, lo que presionaría hacia una apreciación del dólar, deteriorando la competitividad de las empresas estadounidenses. De esta forma, tasas de interés más altas y un dólar más apreciado compensarían en buena parte la mejora de las ganancias corporativas generada por la reducción de impuestos.

El reporte de empleo de noviembre, publicado el último viernes, apunta a consolidar la presunción de que la economía de EE.UU. se encuentra en torno al pleno empleo. En noviembre se crearon 228.000 nuevos empleos no agrícolas, superando las estimaciones de consenso de 190.000 según Bloomberg, y ubicándose claramente por encima del promedio de 167.000 del último año. Además, la tasa de desempleo se mantuvo en el 4,1% alcanzado el mes anterior, que constituye el mínimo del actual ciclo expansivo iniciado a fines de 2009, y el nivel más bajo desde el año 2000 (véase el Gráfico 7). Este nivel se compara contra las estimaciones de la tasa natural de desempleo, que en su mayoría se ubican próximas al 5%.

<sup>8</sup> El JCT busca morigerar este problema promediando los resultados de 3 modelos econométricos diferentes.

**GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO EN EE. UU. (1997-2017)**



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, la caída del desempleo por debajo del nivel estimado de la tasa natural, por el momento continua sin generar presiones salariales. En efecto, los ingresos promedio por hora, el componente salarial del reporte de empleo, registró en noviembre una variación interanual del 2,5%, marcando una ligera recuperación tras la caída del mes anterior, pero todavía por debajo del promedio de 2,65%. La falta de reacción del salario promedio ante la caída del desempleo es objeto de un debate cada vez más intenso. De un lado, están los que consideran que se trata de un fenómeno transitorio, por lo que más temprano que tarde el bajo nivel de desempleo empezará a repercutir en mayores salarios<sup>9</sup>. Del otro lado, están los que consideran que se trata de un cambio estructural, derivado principalmente del efecto del avance tecnológico sobre la demanda laboral de las empresas.

Por el momento, la combinación de creación de empleo sostenida, bajo desempleo e inflación moderada que presenta la economía de EE.UU., sigue apuntalando el optimismo de los mercados financieros. Esto, sumado a las perspectivas de mayores ganancias corporativas derivadas de la reforma tributaria, impulsó a los principales índices de acciones de EE.UU. a nuevos cierres máximos históricos el viernes 8 de diciembre. El índice S&P500 cerró en 2.651,50 puntos, acumulando una suba del 18,4% en lo que va del año 2017.

En este contexto, la Fed celebró entre ayer y hoy la última reunión del año, en la que subió la tasa de Fondos Federales 0,25 puntos básicos (p.b.) a un rango de 1,25-1,50%. Pero lo más interesante será las pistas que dará sobre la trayectoria de tasas en 2018<sup>10</sup>. Las proyecciones previas de los miembros de la Fed señalizaban ya tres subas adicionales en 2018. Está por verse si el avance de la reforma tributaria en el Congreso y la fortaleza que continúa evidenciando el mercado laboral alteran dichas proyecciones. Algunos analistas están esperando cuatro subas de tasas para 2018.

2. Eurozona

La economía de la Eurozona sigue mostrando un desempeño muy satisfactorio, sosteniendo un ritmo de crecimiento superior a los pronósticos. Esto está llevando a una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento tanto para el año 2017 como para 2018. En el tercer trimestre de 2017, registró un crecimiento del PIB del 2,4% anualizado respecto al trimestre anterior, 2,6% en términos interanuales.

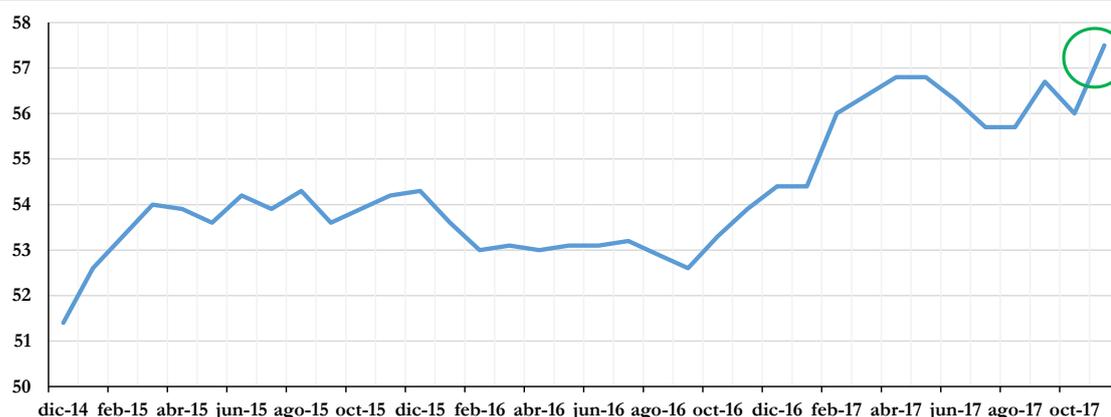
En el tercer trimestre el crecimiento estuvo liderado por la inversión en activos fijos, que registró un incremento del 4,3% anualizado, mientras que el consumo privado y el gasto público, registraron variaciones más moderadas, 1,3% y 1,0% respectivamente. El sector externo aportó 0,3 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento trimestral, producto de exportaciones que se expandieron 4,7% anualizado, frente a un 4,5% de las importaciones.

<sup>9</sup> En este último grupo sobresale Gary Cohn, Director del Consejo Económico Nacional de la Casa Blanca, que el último viernes declaró “A medida que la economía siga creciendo y traigamos más negocios de vuelta a EE.UU., crearemos más competencia por el trabajo, por lo que veremos mayor crecimiento de salarios en el próximo ciclo”.

<sup>10</sup> Probablemente para mayores detalles habrá que esperar hasta febrero cuando asuma la presidencia Jerome Powell, recientemente designado por Trump y a punto de ser confirmado por el Senado.

Para el cuarto trimestre las perspectivas siguen siendo favorables, a partir de lo que refleja las encuestas de actividad como el PMI Composite, que abarca tanto a los sectores industriales como los de servicios, que en noviembre alcanzó un nuevo máximo de 57,5 (véase el Gráfico 8). De esta forma, las estimaciones de consenso según Bloomberg señalan que el año 2017 cerrará con un crecimiento del 2,3%, mientras que para 2019, las proyecciones se ubican en 1,9%. Para tener una idea de la magnitud de la mejora que ha experimentado la economía de la Eurozona, a principios de 2017 las proyecciones para 2017 y 2018 se ubicaban en 1,4% y 1,5% respectivamente.

### GRÁFICO 8: ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI COMPOSITE EN LA EUROZONA – EVOLUCIÓN MENSUAL



Nota: El nivel de índice 50 marca la división entre expansión y contracción de la actividad económica.

Fuente: Bloomberg

Esta mejora se ve también reflejada en el continuo descenso de la tasa de desempleo, que en octubre registró un nuevo mínimo para el ciclo actual de 8,8%, una décima por debajo del mes anterior y un punto porcentual entero respecto a un año atrás. Sin embargo, la inflación por el momento sigue sin repuntar. La última medición de la inflación minorista, correspondiente al adelanto de noviembre, se ubicó en 1,5%, prácticamente sin cambios desde agosto, mientras que la inflación subyacente se ubicó en 0,9%, igual que el mes anterior, muy lejos del 2,0% que es la meta del BCE. Por ello, el BCE ya anunció en octubre que seguirá con su programa de recompra de activos hasta septiembre de 2018, y que no comenzará a subir tasas hasta bastante después de ese momento, lo que se espera que no sea antes de mediados de 2019. Para la reunión del BCE de la semana próxima no se espera ningún cambio relevante.

En relación a las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido por el Brexit, en la última semana se produjo un avance muy importante, al alcanzarse un principio de acuerdo<sup>11</sup> sobre temas cruciales que hasta ahora estaban trabando todos los intentos de progreso hacia un “divorcio amigable”. Según al gobierno británico, el acuerdo incluye un pago compensatorio del Reino Unido a la Unión Europea por entre 40.000 y 45.000 millones de euros. Además, el acuerdo también abarca el mantenimiento de fronteras abiertas entre Irlanda del Norte, miembro del Reino Unido, y la República de Irlanda, miembro de la Unión Europea, así como garantías para los ciudadanos europeos en el Reino Unido y para los ciudadanos británicos en la Unión Europea.

Este acuerdo trae alivio, especialmente para el gobierno británico de Theresa May que estaba bajo mucha presión desde el ala más conservadora de su partido, aunque se considera como el primer paso en un largo camino que todavía presenta arduas negociaciones por delante. Los próximos pasos involucrarán los términos del período de transición hasta la separación definitiva y luego los acuerdos que regularán las relaciones comerciales una vez que se alcance el punto final. Las posibilidades de que haya trabas y marcha atrás en ese proceso son considerables, pero el principio de acuerdo alcanzado la semana pasada contribuye a reducir la incertidumbre en el corto plazo.

También en Alemania las noticias políticas son más alentadoras. Los social-demócratas, que hasta ahora se habían negado a conformar una gran coalición de gobierno liderada por Angela Merkel y los demócratas cristianos, cambiaron su postura y anunciaron que están abiertos a formar parte nuevamente del gobierno de Merkel. Las negociaciones entre demócratas cristianos y social-demócratas para el acuerdo definitivo pueden llevar hasta bien entrado

<sup>11</sup> El Presidente de la Comisión Europea Jean-Claude Juncker anunció que se había alcanzado “suficiente progreso” en las negociaciones.

el primer trimestre de 2018. Pero el riesgo de que la imposibilidad de Merkel de formar gobierno obligue a un nuevo llamado a elecciones que termine beneficiando a la extrema derecha, ha disminuido significativamente.

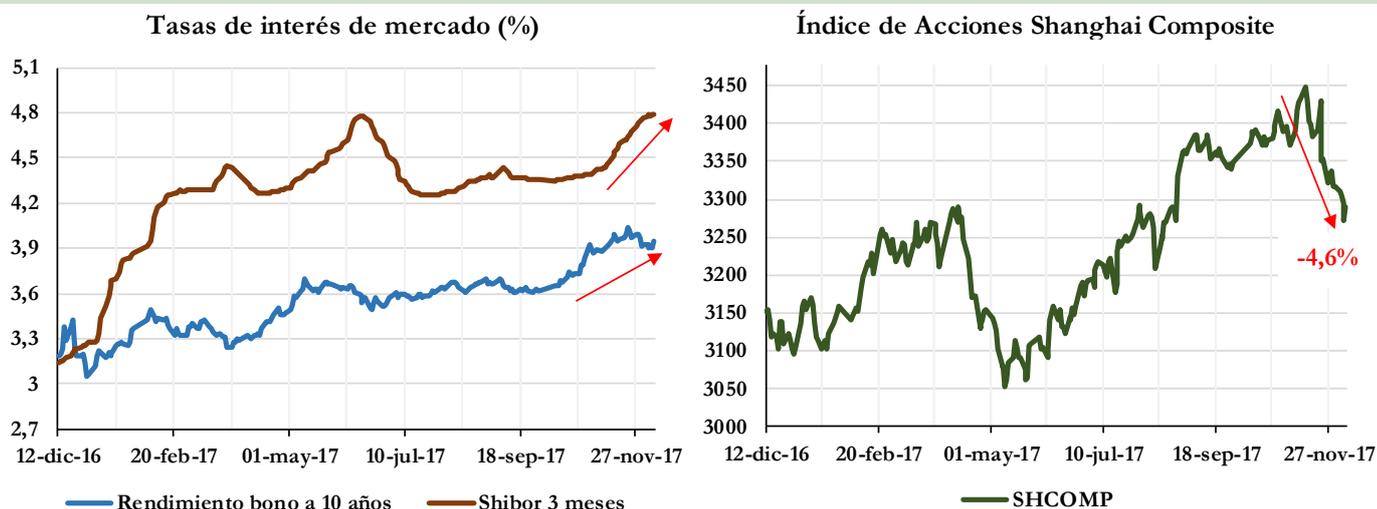
Finalmente, en Cataluña se aproximan las elecciones parlamentarias previstas para el 21 de diciembre. Los últimos sondeos<sup>12</sup> apuntan a que los partidos nacionalistas, ahora denominados “soberanistas”, no alcanzarían el 50% de los escaños por primera vez desde 1984. Los tres partidos que componen esta franja sumarían 45%, 3 puntos menos que hace dos años. Una característica distintiva de esta elección sería el nivel record de participación que podría alcanzar, que ascendería al 82%. Esto está en línea con la percepción de que la opción secesionista está perdiendo terreno entre la opinión pública catalana. A esta altura, todo apunta a que las probabilidades de que la secesión catalana se termine concretando son bajas.

### 3. China

La economía de China y sus autoridades siguen emitiendo señales mixtas. Por un lado, el renovado énfasis de las autoridades en atacar los excesos financieros con el fin de reducir los riesgos latentes en este frente, genera temor de que afecte negativamente la actividad económica. Por otro lado, los datos más recientes de comercio exterior, las encuestas de actividad PMI y la inflación minorista de noviembre, por el momento no anticipan un deterioro preocupante.

El renovado foco del gobierno de Xi en desbaratar los excesos financieros que persisten en la economía china, tras el fuerte respaldo a su gestión que recibió en el último Congreso del Partido Comunista, se puso de manifiesto en la reducción de la liquidez en el sistema financiero que llevó a cabo el Banco Popular de China (BPCH). Esto se vio reflejado en una fuerte suba de las tasas de interés de mercado. La tasa interbancaria (SHIBOR) a 3 meses aumentó cerca de 40 p.b. desde principios de noviembre, volviendo al 8 de diciembre a los máximos del año de 4,80% alcanzados en junio. El rendimiento del bono del gobierno a 10 años subió a fines de noviembre al 4,04%, el nivel más alto desde el año 2014. Esta suba abrupta de las tasas de interés de mercado impactó negativamente en la Bolsa de Shanghai, cuyo índice principal, el Shanghai Composite (SHCOMP), desde mediados de noviembre acumula una caída del 4,6%, retrocediendo a los niveles de fines de agosto.

**GRÁFICO 9: DESEMPEÑO RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DE CHINA.**



Fuente: Bloomberg

Si bien el BPCH salió a avisar que va a garantizar una adecuada provisión de liquidez para el sistema financiero en las semanas siempre complicadas que anteceden al Año Nuevo Chino, que se en esta oportunidad se celebra el 16 de febrero de 2018, por el momento no ha alcanzado para calmar los temores de que la autoridad monetaria ha adoptado un sesgo contractivo, que podría intensificarse el año próximo con subas en las tasas de referencia de préstamos y depósito a

<sup>12</sup> Sondeo de GAD3 para La Vanguardia realizado entre los días 4 y 7 de diciembre. En Internet: <http://www.lavanguardia.com/politica/20171210/433537109661/encuesta-la-vanguardia-soberanismo-aleja-mayoria-absoluta-elecciones-21d-catalunya.html>

---

un año. Dichas tasas de referencia, actualmente en 1,5% la de depósito y en 4,35% la de préstamo, han quedado muy por debajo de las tasas de mercado.

Por el momento, la economía real no muestra señales de verse afectada por los vaivenes financieros. Las cifras mensuales de comercio exterior, que siempre son tomadas como un termómetro de la situación económica por la incidencia que todavía tiene el sector externo en el PIB y por ser los primeros datos “duros” de actividad mensual que se publican a principios del mes siguiente, mostraron en noviembre una fuerte expansión. En efecto, las exportaciones registraron un incremento interanual del 12,3%, mientras que las importaciones se expandieron 17,7%, en ambos casos con una aceleración respecto al mes anterior.

Por otra parte, la encuesta de actividad PMI Compuesto elaborada por Caixin, que abarca industria y servicios, mostró una recuperación en noviembre a 51,6, tras dos meses consecutivos de baja que la llevó en octubre a 51, el mínimo del último año. En materia de inflación también había cierta inquietud, ya que en caso de que la inflación minorista empiece a reflejar el sesgo alcista que vienen mostrando los precios al por mayor podría obligar al BPCCH a adoptar una postura contractiva más agresiva. Sin embargo, la inflación minorista registró en noviembre una variación interanual del 1,7%, por debajo del 1,9% del mes anterior y del 1,8% esperado por el consenso según Bloomberg.

Por el momento las estimaciones de crecimiento del PIB según el consenso de Bloomberg han permanecido estables, en 6,8% para 2017 y 6,4% para 2018. Ya se preveía una desaceleración moderada para 2018 y hasta ahora no parece haber razones para revisar esa previsión. La publicación esperada para la semana próxima de los datos mensuales de noviembre de producción industrial, ventas minoristas e inversión fija interna servirán para terminar de delinear las estimaciones del cuarto trimestre de 2017, y afinar las expectativas para 2018.

**INDICADORES**

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

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17
<b>Indicadores de Actividad</b>											
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	1,6%	-2,0%	1,4%	0,3%	3,5%	4,2%	4,9%	4,3%	3,8%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,0%	-1,3%	1,4%	-0,5%	0,9%	0,4%	0,6%	0,2%	0,1%	n/d	n/d
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%
<b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>	-2,8%	-7,4%	0,9%	0,1%	5,1%	4,2%	4,5%	5,6%	3,8%	5,3%	n/d
<i>Var m/m, desest.</i>	-0,8%	-2,2%	3,4%	-2,2%	1,3%	-0,3%	0,6%	-0,3%	0,1%	1,0%	n/d
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	4,0%	-9,3%	-0,6%	-2,8%	5,6%	5,1%	6,0%	3,3%	5,5%	2,7%	n/d
<i>Var m/m, desest.</i>	-1,2%	0,1%	-0,6%	0,4%	1,5%	0,3%	1,7%	-1,7%	1,1%	-2,7%	n/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	n/d
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	n/d
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	0,0%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%
<i>Var m/m, desest.</i>	-12,6%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	0,0%	-8,7%	28,7%	10,7%	8,7%	16,9%	18,8%	18,8%	12,4%	23,2%	15,4%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>											
<b>Exportaciones en USD</b>	4.252	3.881	4.537	4.829	5.415	5.134	5.241	5.228	5.198	5.241	n/d
<i>Var. % a/a</i>	9,7%	-6,3%	2,6%	2,2%	1,3%	-2,5%	5,5%	-9,2%	3,1%	10,8%	n/d
<b>Importaciones en USD</b>	4.340	3.939	5.468	4.973	6.057	5.898	6.039	6.311	5.963	6.196	n/d
<i>Var. % a/a</i>	7,1%	-2,4%	15,9%	12,4%	23,5%	14,9%	29,9%	24,9%	24,2%	29,5%	n/d
<b>Saldo Comercial en USD</b>	-88	-58	-931	-144	-642	-764	-798	-1.083	-765	-955	n/d
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	203,9	204,7	198,6	193,6	195,5	195,4	205,6	196,3	198,1	201,0	n/d
<i>Var. % a/a</i>	13,2%	12,9%	7,0%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%	1,5%	n/d