

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

Nº 158 AÑO 16

15 DE FEBRERO DE 2018

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en  
este número:

Eloy Aguirre

Héctor Rubini

Eliana Scialabba

Jorge Viñas

## CONTENIDOS

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>PANORAMA DE ARGENTINA</b>	
▪ <b>POLÍTICA Y ECONOMÍA EN UN VERANO AGITADO</b>	<b>2</b>
▪ <b>SECTOR EXTERNO: CADA VEZ MÁS "ROJO"</b>	<b>8</b>
<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>	
▪ <b>TEMBLOR EN LOS MERCADOS FINANCIEROS: CAUSAS Y SECUELAS</b>	<b>12</b>
▪ <b>BRASIL CONSOLIDA SU RECUPERACIÓN</b>	<b>17</b>
<b>INDICADORES</b>	<b>22</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

- **El dólar.** La cotización del dólar mostró desde fin de diciembre una tendencia alcista, hasta superar los \$20. Se espera que se estabilice en valores algo inferiores en los próximos 2-3 meses, a medida que ingresen divisas por la cosecha de granos y oleaginosas.

### LO IMPORTANTE

- **La inflación.** El IPC aumentó 3,1% en diciembre. La suba de los precios regulados más el cambio en las metas oficiales de inflación han generado un aumento en las expectativas de inflación para este año, en torno del 20%.

### LO QUE HAY QUE SABER

- **Nuevo escenario económico y social.** La suba del tipo de cambio y de la inflación han reavivado las dudas sobre la sustentabilidad de la política económica en curso, y fortalecido la pérdida de credibilidad provocada por el cambio en las metas oficiales de inflación. A esto se suma una creciente conflictividad social, ante la percepción de caída del ingreso disponible por las recientes subas de precios, y cuestiones judiciales y financieras que afectan, directa o indirectamente, a sindicatos importantes y sus dirigentes.
- **Balanza comercial.** El déficit comercial se profundizó en 2017 debido a la recuperación del nivel de actividad, la apertura comercial y el atraso cambiario. Igualmente, el comportamiento de los indicadores es heterogéneo por tipo de bienes y países.
- **Fuertes bajas en los mercados internacionales.** La abrupta corrección de los mercados financieros a principios de febrero no anticipa una crisis económica a gran escala, pero genera dudas sobre las perspectivas favorables que se proyectaban para la economía global en 2018, abriendo un período de mayor incertidumbre y volatilidad.
- **Brasil, con expectativas favorables.** La economía brasileña comienza a recuperarse. En el tercer trimestre de 2017 el PIB aumentó 1,4% interanual y las tasas de crecimiento esperadas para 2018 y 2019 son de 2,7% y 3,0% respectivamente. Se espera que el gobierno de Temer intente aprobar la reforma previsional y continúe reduciendo el déficit fiscal.

### LO QUE VIENE

- **Protestas contra el Gobierno.** El líder del sindicato de camioneros Hugo Moyano ha convocado a una marcha para el próximo 22 de febrero en contra de las políticas laborales y económicas de la administración Macri. La mayoría de los líderes sindicales no participará de la protesta, aunque sí movimientos sociales y agrupaciones de izquierda. Esto se refleja en los acuerdos y en los recurrentes conflictos de unos y otros en las negociaciones paritarias en curso, en las que el gobierno está logrando objetivos no triviales para el corto plazo que, de continuar, dan algo de oxígeno a la política de lucha contra la inflación.
- **Aumento de precios.** Se esperan nuevas subas de precios estacionales y regulados para febrero y marzo.
- **Mercosur-Unión Europea:** el 19 de febrero se inicia en Asunción una reunión para tratar de cerrar acuerdos comerciales entre ambos bloques.
- **Venezuela:** se agrava la crisis económica y social en ese país. Se esperan nuevas sanciones económicas contra el régimen de Nicolás Maduro, quien ha adelantado las elecciones presidenciales para el próximo 22 de abril.

## PANORAMA DE ARGENTINA

### POLÍTICA Y ECONOMÍA EN UN VERANO AGITADO

*Héctor Rubini*

**La suba del tipo de cambio y de la inflación han reavivado las dudas sobre la sustentabilidad de la política económica en curso, y fortaleciendo la pérdida de credibilidad generada por el cambio en las metas oficiales de inflación. A esto se suma una creciente conflictividad social, ante la percepción de caída del ingreso disponible por las recientes subas de precios.**

*a. Contexto político complicado*

Contra lo esperado por las autoridades, **la aprobación de las leyes de reformas de diciembre pasado inició una etapa con signos de creciente desaprobación a la gestión del Gobierno.**

El Poder Ejecutivo logró que el Congreso apruebe la reforma tributaria, el pacto fiscal con los gobiernos provinciales y la indexación por IPC de jubilaciones y pensiones. Esta última se postergó para la semana previa a Navidad con crecientes expresiones en contra por varias razones: a) se percibió como un ardid para ahorrar fondos cuando la recaudación previsional crecía más que la inflación b) se reconoció que la reforma genera un excedente para fundear al menos en 2018 el acuerdo de transferencia de fondos a la provincia de Buenos Aires de las demás provincias por el Fondo del Conurbano, y c) el apuro (casi de shock) para aprobar este proyecto de reforma en menos de 45 días. El levantamiento de las medidas de seguridad para la cumbre de la OMC, más la orden de una jueza local contra el uso de armas por parte de la policía local favorecieron el desarrollo de los incidentes del 18 de diciembre a metros del Congreso Nacional, hasta ahora los peores que se recuerden desde diciembre de 2001.

**Las imágenes de esa jornada pusieron en duda la capacidad efectiva de las autoridades para prevenir y de disuadir manifestantes violentos.** A esto siguió una serie de eventos que han conducido a la caída de la imagen del Gobierno en prácticamente todas las encuestas de opinión:

a) El anuncio del 28/12/17 de un **aumento de las metas oficiales de inflación a 15% para este año, 10% para 2019 y 5% para 2020.**

b) La **suba del precio del dólar** estadounidense durante enero y lo que va de febrero, reflejo de la **percepción general de que la lucha contra la inflación sería menos prioritaria para las autoridades que preservar el nivel de actividad.**

c) El aumento desde enero **de tarifas públicas, precios de combustibles, impuestos de varias provincias, tasas municipales y precios regulados**, impulsando la inflación esperada hacia el 2% mensual, al menos **hasta abril o mayo próximo.**

d) El dictado del **Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) 27/2018 del 10/01/2018** de desburocratización del Estado, que básicamente se ha leído como un instrumento de despidos en la Administración Central, más bien que de reducción del “costo argentino”. Significa, además un ahorro fiscal irrelevante: \$ 1.500 M (unos U\$S 75 M).

e) El llamado **“caso Triaca”**: luego de la denuncia de una ex empleada doméstica del Ministro de Trabajo Jorge Triaca se supo que no tenía contrato de trabajo y junto a otras 50 personas fue nombrada delegada interventora en el Sindicato de Obreros Marítimos Unidos (SOMU). Si bien el Ministro continúa en su cargo, el 31/01/18 el Poder Ejecutivo dictó el **Decreto 93/2018** que prohíbe designaciones de familiares de ministros hasta segundo grado de consanguinidad, y ordena su desvinculación de las personas al 28 de febrero próximo. El Gobierno de la Provincia de Buenos Aires emitió el Decreto 61/2018 que extiende esa prohibición a todos los entes de la administración provincial.

f) Los signos de crecientes protestas en la vía pública. **Según la consultora Diagnóstico Político, en enero de este año se registraron 347 piquetes en todo el país, un 75% más que en enero del año pasado<sup>1</sup>.**

g) **Nuevas complicaciones para miembros del Gabinete y allegados.** La AFIP desbarató una red de empleados que vendía información de contribuyentes violando la legislación sobre secreto fiscal, y en el marco de esas actuaciones estaría complicado un familiar del presidente del club Boca Jrs, de visible amistad con el presidente Macri. También se han conocido denuncias periodísticas sobre el aparente ocultamiento de información a la Oficina Anticorrupción del ministro de Finanzas Luis Caputo sobre su participación en sociedades offshore hasta el año 2015.

*b. Tensión con sindicalistas y puja distributiva*

Las denuncias y revelaciones de fortunas de varios sindicalistas han alterado los ánimos de varios líderes gremiales. Esto impulsó al titular del sindicato de camioneros, Hugo Moyano, a convocar una marcha contra el Gobierno para el 21 de febrero. Sin embargo, la mayoría de sus colegas de otros gremios han rehusado participar de la misma.

Probablemente esto responda a la pésima recepción que han tenido varias expresiones recientes de quienes parecen desear ahora un final abrupto y anticipado de la actual administración. El titular del sindicato de gastronómicos, **Luis Barrionuevo** advirtió al Gobierno que quienes atacan a los gremios “*le muerden la cola al león y terminan mal*”. **Moyano** sostuvo que “*les queda poco tiempo*” porque “*este gobierno está fracasando y no tiene respuesta*”. A su vez, el titular del sindicato de bancarios, **Sergio Palazzo** se expresó en estos términos: “*¿Aguantan un mes o dos meses sin bancos? Se les incendia el país*”. A su vez, el ex juez de la Corte Suprema Eugenio Zaffaroni, manifestó lo siguiente: “*¿Que se vayan antes? Sí, que se vayan en 2019, si llegan a 2019*”.

Hasta ahora no sería más que amenazas sin sustento, pero que no han pasado desapercibidas. **Los diversos partidos opositores enfrentan una visible crisis de liderazgo y de organización con miras a las elecciones presidenciales de 2019.** Mientras tanto, el Ejecutivo enfrentará serias dificultades para aprobar (y sin cambios) el proyecto de ley de reforma laboral. En el caso del Decreto de Necesidad y Urgencia 27/18, el oficialismo logró dictamen favorable en la Comisión Bicameral de Trámite Legislativo, pero se presentará en la Cámara de Diputados en tres proyectos de ley. Las mismas no serán de fácil aprobación debido a varios aspectos controversiales:

- a) autoriza a la ANSeS a crear fideicomisos, financieros o no, y a alquilar títulos y acciones en general,
- b) crea una nueva empresa estatal, Empresa Argentina de Navegación Aérea Sociedad del Estado para prestar servicios de navegación aérea,
- c) habilita la circulación en rutas de los llamados “bitrenes” (camiones con más de un acoplado),
- d) habilita embargos a cuentas sueldo de trabajadores,
- e) simplifica la reglamentación de fondos fiduciarios para financiamiento de PYMEs, medios de pagos electrónicos e inclusión financiera,
- f) deroga el art. 10 de la Ley 26.940 de Promoción del Trabajo Registrado y Prevención del Fraude Laboral, que pasaba a incluir a los empleadores que obstruyeran inspecciones de trabajo, en un Registro de Empresarios con Sanciones Laborales (REPSAL) hasta la fecha de pago de la sanción más otros 180 días,
- g) reduce de 90 a 30 días la permanencia en dicho registro para empleadores con “imposibilidad fáctica o jurídica de cumplir con la regularización de la conducta que generó la sanción”.

<sup>1</sup> Ver Marcó del Pont, T. y B. Pallaro (2018): “Más de 1.000 piquetes: por qué enero es un problema para Mauricio Macri desde que asumió”. *Diario La Nación*, 8 de febrero de 2018 <https://www.lanacion.com.ar/2107613-mas-de-1000-piquetes-por-que-enero-es-un-problema-para-mauricio-macri-desde-que-asumio>

Estos dos últimos aspectos han sido interpretados por los legisladores opositores como una modificación por Decreto del régimen legal relacionado con el combate al empleo en negro, y ha generado incomodidad en los líderes sindicales. La misma se suma al rechazo a la intención del Gobierno de promover ajustes salariales en torno de la nueva meta de inflación del 15%. En general se esperan acuerdos en torno del 20%, más una “cláusula gatillo” de ajuste adicional si la inflación ex post supera las subas acordadas para los ingresos de los trabajadores. Según datos del Ministerio de Trabajo, en 2017 los ajustes salariales han sido, en promedio, de 25,6%, cifra levemente superior a la inflación medida por el IPC Nacional (24,7%), y al objetivo de las autoridades en 2017 de alinear las paritarias al 18% anual, un punto superior al techo de la meta de inflación de entonces (17%).

Algunos medios atribuyen al Ministerio de Trabajo otra alternativa: promover paritarias con una suba de 15% por 9 meses, sin cláusula gatillo, pero a renegociar a posteriori un aumento de suma fija o porcentual, si a esa fecha la inflación mensual supere el 15%. Esto no sería aceptable para buena parte de los líderes sindicales, pero también **refleja que varios altos funcionarios no creen que sea factible la nueva meta de inflación de 15% para los 12 meses de 2017**. Es de esperar, entonces **una generalización de la indexación de salarios vía cláusulas gatillo, convergiendo a una inflación significativamente mayor al 15% anual**. La consecuencia esperable, bajo la actual política fiscal y monetaria, será una aceleración, y no una baja de la inflación, **a menos que los ajustes de tarifas públicas del segundo semestre y del año próximo se posterguen para 2020**.

*c. Incertidumbre macro con calendario complicado*

Como observamos en el IEM de noviembre pasado, la reforma tributaria no va a reducir la presión fiscal al menos hasta 2022. Mientras tanto, el sector privado enfrenta una realidad de crecimiento débil, con ingreso per cápita estancado desde hace casi una década, y un contexto externo de crecimiento económico, pero con volatilidad e incertidumbre financiera.

Las subas de tarifas públicas, junto a la del tipo de cambio da cierto alivio a las cuentas públicas, pero incrementa costos y deteriora la competitividad de no pocos sectores. Esto obliga a dar algunas contramarchas, como la que se espera para los próximos días a través de un nuevo programa de subsidios al consumo eléctrico de los sectores manufactureros: metalúrgico, siderúrgico, aluminio, productos minerales no metálicos, plásticos, papel, vidrio, maderero y textil.

Su costo fiscal para este año sería relativamente bajo, de unos \$ 750 M, pero difícilmente conforme a los dirigentes empresarios. El sector textil, por caso, observa como una seria amenaza el Acuerdo de Complementación Económica (ACE) con Colombia que desde el pasado 20 de diciembre redujo los aranceles para el ingreso de 660 productos textiles provenientes de ese país. Pero, por otro lado, el Ministerio de Producción emitió la **Res. N° 5-E/2018** que habilita la importación directa de 314 productos cuyo ingreso al país se tramitaba vía Licencias No Automáticas. El cambio de status comprende a insumos intermedios, pero la lista incluye algunos bienes finales de baja demanda y cinco modelos de ciclomotores. A su vez, el sector automotriz está reclamando el **aumento de los reintegros a la exportación de 6,5% a 10,5%** para compensar el impacto anticompetitivo del Impuesto a los Ingresos Brutos. Esto significaría un costo fiscal, inicialmente poco relevante, pero que puede pasar a tener mayor peso relativo ante la inevitable avalancha de pedidos de aumentos de reintegros de otros sectores exportadores.

Esto abre un frente de incertidumbre sobre el potencial éxito del Ministerio de Hacienda para reducir el déficit fiscal primario en 2018, a lo que se suman las ya permanentes modificaciones presupuestarias, vía Decisiones Administrativas de la Jefatura de Gabinete. La última correspondiente al ejercicio 2017 fue la Decisión Administrativa N° 1117/17 que a esa fecha autorizó un aumento de gastos de \$ 11.041,1 M., y de recursos por \$ 3.442,1 M. Previamente, el Decreto de Necesidad y Urgencia N° 11013/17 del 07/12/17 había incrementado los gastos corrientes y de capital por \$ 202.026,1 M y los recursos por \$ 66.775,1 M. El Ministerio de Hacienda, a su vez, anunció que el déficit fiscal primario de 2017 fue de 3,9% del PIB, sobrecumpliendo la meta de 4,2% del PIB. Algo por ahora dudoso, ya que el INDEC oficialmente recién informará el PIB de 2017 el 21 de marzo próximo, y anticipará el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) a diciembre de 2017 el 28 de febrero <sup>2</sup>.

<sup>2</sup> El porcentaje publicado por el Ministerio de Hacienda asume implícitamente para 2017 un PIB de \$ 10,3 Bn, el cual habría crecido en 2017 un 29,7% (en términos nominales).

En cuanto a las cifras publicadas, la metodología de la actual conducción de Hacienda **incluye como ingresos corrientes para el cálculo del resultado primario las rentas del FGS ANSES cobradas al sector privado y público financiero**. No dejan de ser rentas de un ente financiero, de modo que son flujos de fondos que deben contabilizarse como fuente de financiamiento (“bajo la línea”) proveniente de un ente financiero (FGS ANSES). El siguiente cuadro muestra, entonces, que 2017 fue otro año de deterioro del resultado fiscal: el déficit total (el “financiero”) creció nada menos que 32,5%.

**CUADRO 1. RESULTADO FISCAL: 2017 vs. 2016**

CONCEPTO	2016	2017	Var. %
<b>I) INGRESOS CORRIENTES</b>	<b>1.628.866</b>	<b>1.995.313</b>	<b>22,5%</b>
- INGRESOS TRIBUTARIOS	976.663	1.117.613	14,4%
- APORTES Y CONTRIB. A LA SEG. SOCIAL	558.087	727.254	30,3%
- RESTO	94.116	150.446	59,9%
<b>II) GASTOS CORRIENTES</b>	<b>1.922.049</b>	<b>2.419.198</b>	<b>25,9%</b>
- GASTOS DE CONSUMO Y OPERACION	346.171	437.723	26,4%
. Remuneraciones	266.831	333.193	24,9%
. Bienes y Servicios	79.327	104.349	31,5%
- INTERESES	131.260	224.907	71,3%
- PRESTACIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL	734.717	1.022.541	39,2%
- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	646.715	682.518	5,5%
. Al sector privado	505.788	507.090	0,3%
. Al sector público	139.538	173.048	24,0%
.. Provincias y CABA	73.589	82.660	12,3%
.. Universidades	62.502	84.774	35,6%
.. Otras	3.446	5.614	62,9%
. Al sector externo	1.390	2.380	71,3%
- DEFICIT OPERATIVO EMPRESAS PUB.	44.011	46.641	6,0%
- RESTO	19.176	4.868	-74,6%
<b>III) RESULT.ECON.: AHORRO/DESAHORRO (I-II)</b>	<b>-293.183</b>	<b>-423.886</b>	<b>44,6%</b>
<b>IV) RECURSOS DE CAPITAL</b>	<b>443</b>	<b>2.770</b>	<b>526,0%</b>
<b>V) GASTOS DE CAPITAL</b>	<b>182.045</b>	<b>207.934</b>	<b>14,2%</b>
- INVERSION REAL DIRECTA	78.714	95.689	21,6%
- TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	84.198	99.483	18,2%
. A Provincias y CABA	64.257	86.790	35,1%
. Otras	19.941	12.693	-36,3%
- INVERSION FINANCIERA	19.134	12.763	-33,3%
. A Provincias y CABA	0	0	-
. Resto	19.134	12.763	-33,3%
<b>VI) INGRESOS TOTALES (I) + (IV)</b>	<b>1.629.309</b>	<b>1.998.083</b>	<b>22,6%</b>
<b>VII) GASTOS TOTALES (II) + (V)</b>	<b>2.104.094</b>	<b>2.627.132</b>	<b>24,9%</b>
<b>VIII) RESULTADO FINANCIERO (VI) - (VII)</b>	<b>-474.786</b>	<b>-629.050</b>	<b>32,5%</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO (Met. oficial actual)</b>	<b>-343.526</b>	<b>-404.142</b>	<b>17,6%</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO (Ajust.por Rentas FGS)</b>	<b>-343.526</b>	<b>-429.003</b>	<b>24,9%</b>

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

La sustitución de emisión monetaria por endeudamiento externo permitió al Gobierno aprovechar un escenario de bajas tasas de interés, evitando inyectar dinero con impacto potencialmente inflacionario. Sin embargo, los intentos de cierre del déficit primario se pueden ver progresivamente debilitados ante reclamos sectoriales en un horizonte de tiempo en el que las elecciones presidenciales de 2019 son cada vez más cercanas. A su vez, la actividad, los préstamos y la recaudación tributaria muestran signos favorables, pero aparecen signos de alerta en materia de inflación, producción industrial y comercio exterior.

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	Diciembre 2017	Var % mensual	3,3%	1,3%	●
				Var% mensual anualizada	47,6%	16,8%	
	IPC G.B.A.	INDEC	Diciembre 2017	Var % mensual	3,4%	1,2%	●
				Var% mensual anualizada	49,4%	15,4%	
	IPC Nacional	INDEC	Diciembre 2017	Var % mensual	3,1%	1,4%	●
				Var% mensual anualizada	44,2%	18,2%	
Demanda interna	Venta de electrodomésticos y artículos para el hogar	INDEC	Septiembre 2017	Var. % interanual a p. corrientes	29,1%	25,1%	●
			III Trim. 2017	Var. % trimestral a p. corrientes	9,7%	13,6%	●
				Var. % interanual a p. corrientes	8,1%	10,0%	
	Ventas en shoppings	INDEC	Ene-nov. 2017	Var. % interanual a p. corrientes	15,6%	15,5%	●
	Ventas en supermercados	INDEC	Ene-nov. 2017	Var. % interanual a p. corrientes	20,6%	20,5%	●
	Patentamiento autos 0 km.	ACARA	Enero 2018	Var. % interanual	24,9%	33,4%	●
Ene-dic. 2017			Var. % interanual	27,0%	10,2%	●	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Noviembre 2017	Var % mensual (sin estacionalidad)	0,4%	0,3%	●
				Var. % interanual (sin estacionalidad)	3,9%	4,9%	○
				Var % ene-nov '17 vs. ene-nov'16	4,6%	4,8%	○
	PBI	INDEC	III Trim. 2017	Var % jul-sep '17 vs. jul-sep '16	4,2%	2,9%	●

Fuente: INDEC, ACARA Y GCBA.

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Actividad industrial	Estimador Mensual de Actividad Industrial	INDEC	Diciembre 2017	Var. % interanual	1,8%	1,9%	●
				Var % ene-dic '17 vs. ene-dic '16	0,8%	1,5%	
	Uso capacidad instalada	INDEC	Diciembre 2017	% uso capacidad instalada	64,0%	69,2%	○
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Diciembre 2017	Var. % interanual	14,5%	21,6%	●
				Var % ene-dic '17 vs. ene-dic '16	12,7%	12,6%	
	Puestos de trabajo Construcción (sector privado)	INDEC	Noviembre 2017	Var % mensual	1,1%	1,4%	○
				Var. % interanual	11,8%	12,1%	○
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Enero 2018	Var % mensual	16,5%	0,3%	●
				Var. interanual	36,8%	30,4%	
				Var % feb'17-ene'18 vs. feb'16-ene'17	33,6%	33,5%	
	Sistema Seguridad Social	AFIP	Enero 2018	Var % mensual	38,8%	0,5%	○
				Var. interanual	29,1%	30,8%	
				Var % feb'17-ene'18 vs. feb'16-ene'17	31,1%	31,3%	
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	AFIP	Enero 2018	Var % mensual	-8,4%	8,8%	○	
			Var. interanual	23,7%	35,6%		
			Var % feb'17-ene'18 vs. feb'16-ene'17	30,2%	31,3%		
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	dic-17	Nivel (US\$ M)	4.515	4.642	●
				Var. % interanual	-2,4%	-4,2%	
				Enero-diciembre 2017 (US\$ M)	58.428	57.879	●
				Var % ene-dic '17 vs. ene-dic '16	0,9%	1,9%	
	Importaciones	INDEC	dic-17	Nivel (US\$ M)	5.362	4.595	●
				Var. % interanual	16,7%	1,7%	
				Enero-diciembre 2017 (US\$ M)	66.899	55.911	●
				Var % ene-dic '17 vs. ene-dic '16	19,7%	-6,4%	
Saldo balanza comercial	INDEC		Enero-dic. 2017 (US\$ M)	-8.471	1.969	●	

Fuente: INDEC.

Los indicadores monetarios son por ahora mixtos. Las reservas internacionales muestran un aumento persistente, pero también el circulante y la base monetaria cuyas tasas de crecimiento interanual tornan imposible pensar en una desaceleración de la inflación. A su vez, las letras del BCRA siguen creciendo a una velocidad insostenible, consolidándose el déficit cuasifiscal del BCRA, concentrado a 35 días como un factor de riesgo macroeconómico significativo. Un año atrás representaba el 76,1% de la base monetaria, a fin de enero de este año ya creció hasta el 126,7% de la base monetaria.

El sistema financiero, muestra un crecimiento permanente, y con tendencia creciente de los préstamos al sector privado, impulsados básicamente por los créditos hipotecarios. Sin embargo, los depósitos crecen a menor velocidad, tanto en términos mensuales como interanuales. Lo que muestra la evidencia, es que el IPC, el tipo de cambio, la base monetaria y el circulante crecen aproximadamente a la misma velocidad, superando en casi seis veces el crecimiento del PIB.

### CUADRO 3. INDICADORES CAMBIARIOS Y MONETARIOS

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Dato 1 año anterior	
Indicadores monetarios y cambiarios	Tipo de cambio	Banco Central de la República Argentina	Enero 2018	Pesos por dólar a fin de mes	19,65	15,91	●
				Var. % interanual	23,5%	14,5%	●
	Reservas internacionales (brutas)		Enero 2018	Nivel (US\$ M) a fin de mes	62.024	46.887	●
				Var. % mensual	12,7%	44,2%	
				Var. % interanual	32,3%	19,3%	
	Circulante		Enero 2018	Nivel (\$ M) a fin de mes	764.778	601.270	●
				Var. % mensual	-2,8%	1,1%	
	Base Monetaria		Enero 2018	Nivel (\$ M) a fin de mes	1.025.020	827.886	●
				Var. % mensual	2,4%	0,8%	
				Var. % interanual	23,8%	40,7%	
	Letras y Notas BCRA (LEBAC, NOBAC y LELIQ)		Enero 2018	Valor nominal (\$ M) a fin de mes	1.298.644	629.988	● <sub>1</sub>
				Letras y Notas BCRA/Circulante	169,8%	104,8%	●
				Letras y Notas BCRA/Base monet.	126,7%	76,1%	●
				Var. % mensual	16,8%	-0,1%	●
	Depósitos del sector privado		Enero 2018	Var. % interanual	106,1%	57,2%	●
				Nivel (\$ M) promedio	1.894.188	1.473.425	●
				Var. % mensual	3,3%	2,8%	
	Préstamos al sector privado		Enero 2018	Var. % interanual	28,6%	41,8%	●
				Nivel (\$ M) promedio	1.623.463	1.060.445	
				Var. % mensual	4,4%	2,8%	
				Var. % interanual	53,1%	32,1%	●

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

En síntesis, el desempeño de la economía insinúa un cambio positivo de tendencia, pero todavía no logra consolidar un sendero de sólido crecimiento, con una menor tasa de inflación, solvencia fiscal y tipo de cambio real alto y competitivo. Las cuentas fiscales siguen siendo deficitarias, al igual que las del sector externo.

La contrapartida es un endeudamiento externo ya permanente, que puede sumar futuras complicaciones, especialmente si los mercados financieros internacionales acusan shocks adversos, como la reciente baja de los mercados accionarios, o un aumento significativo de las tasas de interés. Mientras tanto, la principal preocupación económica en este trimestre seguirá siendo la inflación, y el futuro de la política fiscal y monetaria, en el marco de las nuevas metas de inflación para este año.



## SECTOR EXTERNO: CADA VEZ MÁS “ROJO”

*Eliana Scialabba*

### **El déficit comercial se profundizó en 2017 debido a la recuperación del nivel de actividad, la apertura comercial y el atraso cambiario. Igualmente, el comportamiento de los indicadores es heterogéneo por tipo de bienes y países.**

#### 1. Contexto

El déficit comercial continuó profundizándose durante 2017, cerrando el año con un “rojo” de US\$ 8.471 millones.

El resultado se explicó por el estancamiento de las exportaciones, que durante el año se incrementaron sólo un 0,9%, totalizando los US\$ 58.425 millones, frente a las importaciones que crecieron un 19,7% y ascendieron a US\$ 66.899 millones.

¿Cuáles son los principales factores que explican el este resultado? Si bien la dinámica del sector externo depende de múltiples variables, los más relevantes son la recuperación económica, la apertura comercial y el atraso cambiario.

#### 2. La dinámica comercial actual

A partir de diciembre de 2015 la economía argentina ha ingresado en una fase de reestructuración macroeconómica: desde un modelo orientado al mercado interno, a uno con un mayor nivel de apertura. Sin embargo, los resultados en el resto de las variables durante 2017 no han permitido a la economía obtener resultados positivos en el comercio con el resto del mundo.

La recuperación del nivel de actividad ha dinamizado las importaciones, mientras que el menor crecimiento de la economía global en su conjunto, la implementación de nuevas regulaciones y barreras al comercio<sup>3</sup> han estancado las exportaciones.

Sumado a lo anterior, el atraso cambiario “abarató” los bienes del resto del mundo, mientras que restó competitividad a las exportaciones. El tipo de cambio real<sup>45</sup> en el mes de diciembre de 2017 cayó un 8,5% i.a., a un nivel inferior en un 8% al de la unificación cambiaria.

El gráfico 1 muestra la dinámica entre el saldo comercial y el tipo de cambio real, lo que indica una relación directa entre ambos. Si bien reducir el resultado a una sola variable sería muy simplista, el atraso cambiario tiene su correlato en los desajustes macroeconómicos que viene sufriendo la economía: el déficit fiscal se continúa profundizando (en 2017 fue del 6,1% del PBI, según datos del Ministerio de Hacienda<sup>6</sup>) y el financiamiento a través del endeudamiento y la expansión monetaria (que respetó el límite establecido de \$150.000 millones para 2017, de acuerdo al BCRA<sup>7</sup>) impiden que avance el proceso de desinflación.

La dinámica macroeconómica impide que las subas del tipo de cambio nominal no sean superadas por la suba del nivel general de precios: mientras la cotización de la divisa se incrementó un 11,8% durante 2017, en términos nominales, la inflación ascendió al 24,8% en el mismo período.

<sup>3</sup> Informe WEO, FMI. Enero, 2018. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>. De acuerdo a cifras de este informe, las economías avanzadas crecieron un 2,3% y las emergentes y en desarrollo un 4,7%.

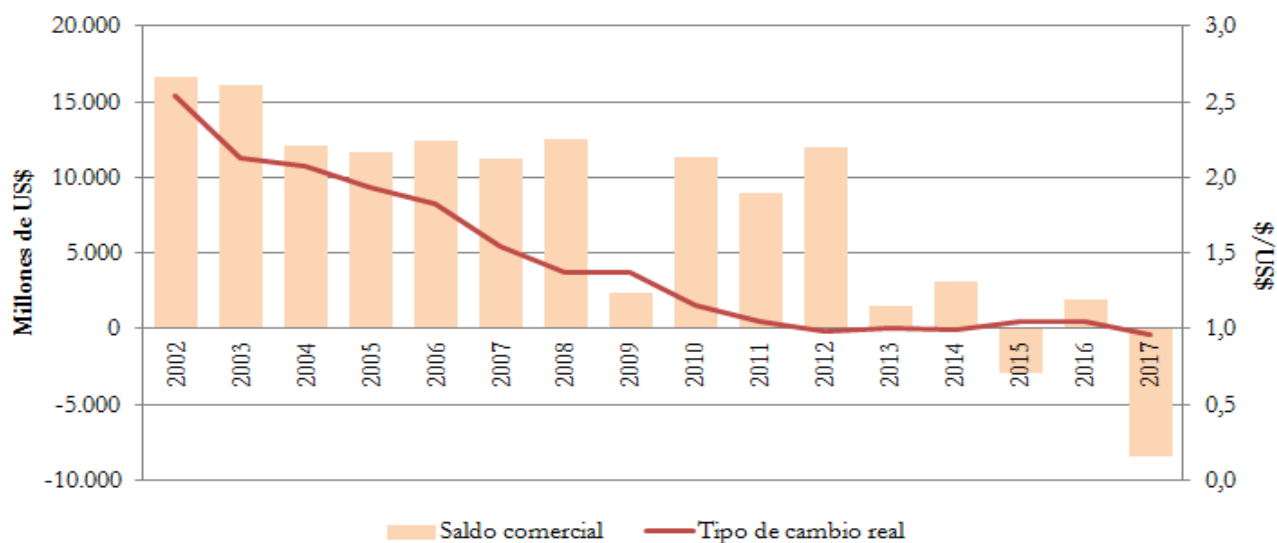
<sup>4</sup> Informe EMAE, INDEC. Enero, 2018 [https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/emaec\\_01\\_18.pdf](https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/emaec_01_18.pdf)

<sup>5</sup> Estimación del tipo de cambio real bilateral:  $TCR\$ = TCN\$ * IPCUS\$ / IPC\$$  (base 2001=1). Un incremento del indicador implica una mejora del tipo de cambio real, mientras que una reducción indica depreciación, debido al menor poder de compra.

<sup>6</sup> Informe Resultado Fiscal, Ministerio de Hacienda. Diciembre, 2017 <https://www.minhacienda.gob.ar/resultados/diciembre-2017/>

<sup>7</sup> Informe Monetario Mensual, BCRA. Enero, 2018. <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Bol1217.pdf>

GRÁFICO 1. SALDO COMERCIAL Y TIPO DE CAMBIO REAL. 2002-2017



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA

No obstante, los sectores exportadores no sólo se encuentran frente a una moneda apreciada, sino que también requieren una mejora de la infraestructura y una reducción de costos<sup>8</sup>.

En el último reporte del Intercambio Comercial Argentino (ICA) del INDEC se destaca que “*si en este período (2017) se hubiesen registrado los mismos precios que en igual período de 2016, el saldo comercial habría sido deficitario en US\$ 6.260 millones. Bajo este supuesto, el país tuvo una pérdida en los términos del intercambio de US\$ 1.831 millones debido a que la variación positiva del índice de precios de las exportaciones (1,4%) fue inferior al aumento de los precios de las importaciones (4,5%)*”<sup>9</sup>.

De esta forma, de acuerdo a las cifras del organismo oficial, sólo el 22% del “rojo” comercial se explicó por variaciones de precios, mientras el 78% restante se debe a la evolución de las cantidades comerciadas, ya que el volumen importado se incrementó un 19,7%, mientras que las cantidades exportadas sólo se expandieron un 1%.

### 3. Un comercio internacional muy heterogéneo

A pesar del resultado negativo de 2017, un análisis más detallado permite caracterizar mejor la dinámica del sector externo, dado que la economía argentina presenta un intercambio comercial muy heterogéneo, tanto a nivel de productos importados y exportados, como por países y continentes.

En el desagregado de exportaciones e importaciones se observa la marcada diferencia en la evolución anual tanto por rubros como por uso económico.

#### a. Intercambio por rubros y usos económicos

En el caso de las exportaciones, si bien las mismas se incrementaron un 0,9%, los rubros que se expandieron fueron “Combustibles y energía” (+18,7% i.a.) y “Manufacturas de origen industrial (MOI)” (+11,2% i.a.), mientras que “Manufacturas de origen agropecuario (MOA)” y “Productos primarios” se contrajeron un 3,6% y 5,6% i.a., respectivamente.

A pesar de las variaciones interanuales, debido a los pesos relativos de los rubros en el total de envíos al exterior, tal como se observa en el Cuadro 4, el rubro más relevante de 2017 fueron las MOI, ya que no sólo exhibieron un fuerte crecimiento, sino que representaron casi un tercio de las exportaciones; sumando, junto a “Combustible y energía”, el

<sup>8</sup> Incluyendo costos de peajes, combustibles, patentamiento, costo laboral, impuestos nacionales y provinciales, tasas específicas, entre otros.

<sup>9</sup> Informe ICA, INDEC. Enero, 2018 [https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/ica\\_01\\_18.pdf](https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/ica_01_18.pdf)

36% de las ventas al exterior. En tanto, los dos rubros que mostraron caídas en sus exportaciones totalizan casi los dos tercios restantes, por lo que la expansión total fue de menos del 1% respecto a 2016.

Las importaciones, en tanto, muestran un aumento más homogéneo, dado que todos los usos económicos experimentaron subas por encima del 14% interanual, presentando la mayor suba “Vehículos automotores de pasajeros” (+40,9% i.a.).

Asimismo, debe destacarse la performance de dos sectores ligados fuertemente al nivel de actividad: los “Bienes de capital”, cuyas importaciones crecieron un 23% durante 2017, totalizaron el 22,3% de las compras al resto del mundo, mientras que el uso económico de mayor participación, “Bienes intermedios” (26,7% del total) se incrementó un 15,2% interanual. En tanto, la adquisición de “Bienes de consumo” aumentó un 20,9% durante 2017, alcanzando una participación del 13,4% de las importaciones totales.

**CUADRO 4. EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, POR RUBROS Y USO ECONÓMICO. AÑO 2017**

	Millones de US\$	Variación % interanual	Participación % en el total
<b>Exportaciones (rubros)</b>			
<b>Total</b>	<b>58.428</b>	<b>0,9%</b>	
Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)	22.513	-3,6%	38,5%
Manufacturas de Origen Industrial (MOI)	18.685	11,2%	32,0%
Productos primarios	14.815	-5,6%	25,4%
Combustibles y energía	2.415	18,7%	4,1%
<b>Importaciones (uso económico)</b>			
<b>Total</b>	<b>66.899</b>	<b>19,7%</b>	
Bienes intermedios	17.838	15,2%	26,7%
Bienes de capital	14.908	23,0%	22,3%
Piezas y accesorios para bienes de capital	12.923	14,3%	19,3%
Bienes de consumo	8.947	20,9%	13,4%
Vehículos automotores de pasajeros	6.297	40,9%	9,4%
Combustibles y lubricantes básicos y elaborados	5.687	15,8%	8,5%
Resto	300	38,9%	0,4%

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

*b. Comercio internacional por destino y origen*

Por otra parte, el comercio exterior también presentó notables diferencias durante el año anterior, según con el país o continente con el que se analiza.

El intercambio comercial con América arrojó un déficit comercial de US\$ 8.392 millones, debido a que las exportaciones totalizaron US\$ 24.668 M (42,2% del total exportado) y las importaciones US\$ 33.061 M (49,9% del total adquirido al exterior), lo que indica que casi la mitad del comercio argentino se concentra en el continente.

Hacia el interior del continente, las exportaciones se concentran principalmente en Brasil (15,9% del total), los Estados Unidos (7,6%) y Chile (4,5%), mientras que las compras al exterior también son lideradas por Brasil (26,7% de las importaciones), los Estados Unidos (11,3%) y México (3,1%). De esta forma, el déficit comercial con Brasil, principal socio comercial, ascendió durante 2017 a US\$ 8.555 millones, mientras que el “rojo” con los Estados Unidos fue de US\$ 3.154 millones.

En cuanto al resto de los continentes, con Europa el saldo negativo fue de US\$ 1.619 millones, explicado principalmente por el déficit de US\$ 2.063 y US\$ 1.047 M con Alemania y Francia, respectivamente. El comercio con el viejo continente representa el 19% tanto de las importaciones como de las exportaciones del país.

Con Asia, el continente más dinámico de las últimas décadas, el déficit de intercambio comercial totalizó los US\$ 2.910 millones: las exportaciones ascendieron a US\$ 16.277 M (27,9% de los envíos al exterior) y las importaciones alcanzaron los US\$ 19.187 M (28,7% del total de las compras externas). El intercambio con China fue determinante para el resultado con el continente: las exportaciones alcanzaron US\$ 4.326 M (7,4% de las ventas), mientras que las importaciones casi triplicaron los envíos al gigante asiático, sumando en 2017 US\$ 12.314 (18,4% de las compras), por lo que el déficit comercial con ese país fue el segundo a nivel mundial, luego del de Brasil: US\$ 7.988 millones.

**CUADRO 5. EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y SALDO COMERCIAL. AÑO 2017.**

Continentes y países	Exportación		Importación		Saldo comercial
	US\$ Miles	% del total	US\$ Miles	% del total	US\$ miles
<b>Total</b>	<b>58.427.885</b>		<b>66.899.305</b>		<b>-8.471.420</b>
<b>América</b>	<b>24.667.885</b>	<b>42,2%</b>	<b>33.060.690</b>	<b>49,4%</b>	<b>-8.392.805</b>
Brasil	9.315.099	15,9%	17.870.304	26,7%	-8.555.204
Chile	2.622.748	4,5%	855.571	1,3%	1.767.177
Estados Unidos	4.432.978	7,6%	7.586.776	11,3%	-3.153.798
México	646.273	1,1%	2.081.374	3,1%	-1.435.100
Perú	1.073.526	1,8%	158.947	0,2%	914.579
Uruguay	1.203.775	2,1%	490.629	0,7%	713.146
<b>Europa</b>	<b>11.122.797</b>	<b>19,0%</b>	<b>12.742.073</b>	<b>19,0%</b>	<b>-1.619.277</b>
Alemania	1.165.632	2,0%	3.229.333	4,8%	-2.063.701
Francia	297.444	0,5%	1.344.532	2,0%	-1.047.088
Italia	1.040.552	1,8%	1.674.842	2,5%	-634.291
Países Bajos	1.392.971	2,4%	490.204	0,7%	902.767
Rusia	511.119	0,9%	340.984	0,5%	170.135
<b>Asia</b>	<b>16.276.938</b>	<b>27,9%</b>	<b>19.187.239</b>	<b>28,7%</b>	<b>-2.910.301</b>
China	4.326.316	7,4%	12.314.218	18,4%	-7.987.902
India	2.081.790	3,6%	823.724	1,2%	1.258.066
Japón	637.151	1,1%	1.057.274	1,6%	-420.123
Tailandia	526.775	0,9%	1.258.964	1,9%	-732.190
Viet Nam	2.273.589	3,9%	621.810	0,9%	1.651.779
<b>África</b>	<b>4.675.231</b>	<b>8,0%</b>	<b>1.058.209</b>	<b>1,6%</b>	<b>3.617.022</b>
Argelia	1.473.366	2,5%	17.060	0,0%	1.456.306
Egipto	1.263.054	2,2%	35.231	0,1%	1.227.824
<b>Oceanía</b>	<b>788.228</b>	<b>1,3%</b>	<b>295.941</b>	<b>0,4%</b>	<b>492.287</b>
Australia	624.086	1,1%	278.669	0,4%	345.417
<b>Indeterminado</b>	<b>896.807</b>	<b>1,5%</b>	<b>555.153</b>	<b>0,8%</b>	<b>341.654</b>

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

De esta forma, durante el año pasado, China fue el segundo proveedor de importaciones al país luego de Brasil, y el tercer destino de las exportaciones, siguiendo a Brasil y (muy de cerca) a los Estados Unidos.

En tanto, otros dos países asiáticos con los que Argentina tuvo un comercio muy dinámico durante 2017 fueron India y Vietnam: las exportaciones representaron el 3,6% y 3,9% del total respectivamente, mientras que las importaciones fueron mucho más modestas (1,2% y 0,9% de las compras), lo que permitió acumular superávit comercial de US\$ 1.258 M y US\$ 1.651 M, respectivamente, compensando, al menos de manera parcial, el déficit con China.

Por último, el intercambio con África representó el 8% de las exportaciones (más de la mitad concentradas en Argelia y Egipto) y el 1,6% de las importaciones, arrojando un superávit comercial de US\$ 3.617 millones, mientras que el saldo positivo con Oceanía totalizó los US\$ 345 millones, con el comercio concentrado en Australia.

#### 4. Panorama para 2018

¿Qué esperar para este año? En primer lugar, dado que se espera que la actividad económica siga expandiéndose, - de acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) publicado por el BCRA<sup>10</sup>, durante 2018 el nivel de actividad crecerá un 2,9% en promedio – las importaciones continuarán con la dinámica del año anterior.

Asimismo, de acuerdo al mismo relevamiento, el tipo de cambio nominal se ubicaría en torno a los \$22 a fin de diciembre de este año, un 24,3% por encima del promedio del mismo mes de 2017, mientras que la inflación sería del 19,3% a diciembre de este año: de esta forma, el tipo de cambio real presentaría una mejora de alrededor de 5 puntos porcentuales.

Por otra parte, de acuerdo a cifras del FMI se espera que Brasil, principal socio comercial de Argentina, continúe con su recuperación de manera moderada, creciendo en torno al 2%. Para los Estados Unidos, en tanto, las previsiones de crecimiento se ubican en torno al 2,7%, y para China, uno de los demandantes más importantes de productos primarios. Si bien se estima que crecerá alrededor de 6,6%, esto implica una desaceleración (con una reconfiguración de su crecimiento orientado al mercado interno).

De esta manera, el crecimiento mundial y la mejora del tipo de cambio real deberían dar lugar a un mejor desempeño de las exportaciones, aun cuando no se prevén cambios significativos en la estructura tributaria, ni un fuerte desarrollo que abarate los costos de transporte.

En el caso de las importaciones, en cambio, la tendencia parece ser la opuesta: un tipo de cambio real más alto desalentaría las importaciones, al igual que un menor crecimiento del PIB en 2018. Por consiguiente, podría esperarse para este año una reducción del déficit comercial.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### TEMBLOR EN LOS MERCADOS FINANCIEROS: CAUSAS Y SECUELAS

Jorge Viñas

**La abrupta corrección de los mercados financieros a principios de febrero no anticipa una crisis económica a gran escala, pero genera dudas sobre las perspectivas favorables que se proyectaban para la economía global en 2018, abriendo un período de mayor incertidumbre y volatilidad.**

Desde esta sección del IEM, a lo largo de 2017 se destacaron las condiciones sumamente favorables que presentaba la economía global, atravesando un período de crecimiento sólido y equilibrado entre las distintas regiones del mundo, con inflación baja y sin señales de aceleración. La persistencia de tales condiciones favorables proyectaba para 2018 un escenario igualmente positivo. Sin embargo, en más de una ocasión también se alertó que la principal amenaza que enfrentaba dicho escenario positivo era que la propagación de un optimismo desmedido condujera a excesos financieros severos, que tarde o temprano terminarían infringiendo daños graves al funcionamiento del sistema económico.

Tales temores empezaron a tomar cuerpo entre fines de 2017 y, principalmente, enero de 2018. **Los principales mercados de acciones del mundo, tanto en países desarrollados como emergentes, tuvieron un arranque de año sensacional.** Hasta el 26 de enero, el índice mundial de acciones que elabora MSCI acumuló 7,5% de suba, que se sumaba al 21,5% que había acumulado en el año 2017. En el mismo período de 2018, el índice de acciones de mercados emergentes subió 10,5%, potenciando la ganancia de 34,6% de 2017. En esas primeras tres semanas del año, los fondos de inversión dedicados a mercados emergentes registraron ingresos masivos de capital.

<sup>10</sup> Informe REM, BCRA. Enero, 2018. <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/REM180131%20Tablas%20web.xlsx>

Se percibía un clima de euforia financiera como quizás no se había visto nunca a lo largo del actual ciclo expansivo, iniciado en 2009 tras la crisis financiera internacional. En la mayor parte del tiempo transcurrido desde entonces, siempre predominaron los riesgos que podrían llegar a ahogar la recuperación, sean estos de índole económica, como la crisis de deuda de la periferia europea, o geopolítica, como los misiles de Corea del Norte. Pero a lo largo de 2017, los riesgos empezaron a perder relevancia en las decisiones de los inversores, dando lugar a una interpretación crecientemente optimista de la realidad. El descenso de los indicadores de volatilidad de los mercados financieros a mínimos históricos contribuyó a consolidar la percepción de seguridad, a la vez que fomentó comportamientos especulativos en torno a instrumentos financieros desarrollados originalmente para cumplir funciones de cobertura<sup>11</sup>.

La clave fundamental para la ola de optimismo generalizado radicaba en que la consolidación de un ritmo de crecimiento vigoroso y el descenso en los niveles de desempleo en las principales economías desarrolladas no traía aparejado un aumento de la inflación, que en todos los casos se mantuvo por debajo de las metas a lo largo de 2017. Esto les dio margen a los bancos centrales para mantener una postura cauta y gradualista de cara al proceso de normalización de la política monetaria, difundándose la percepción de que las tasas libres de riesgo permanecerían bajas por un largo período.

Al mismo tiempo, la falta de reacción de la inflación llevó a que ganen popularidad las teorías “estructuralistas”, que otorgaban al fenómeno de la baja inflación un carácter permanente originado en la baja de costos y el incremento de la competencia fomentados por las nuevas tecnologías. Aquéllos que alertaban que la falta de reacción de la inflación podía obedecer a factores transitorios, y que tarde o temprano se restablecería la relación positiva a corto plazo entre crecimiento económico e inflación, perdieron influencia.

De esta forma, quedaba plasmado el mejor de los escenarios para los activos de riesgo, en especial las acciones: el crecimiento económico sostenido apuntalaba las ganancias de las empresas, mientras que la baja inflación y la postura cauta de los bancos centrales aseguraba un bajo costo de oportunidad por mucho tiempo, justificando métricas de valuación cada vez más elevadas.

Todo cambió súbitamente a fines de enero. La causa inmediata del deterioro abrupto de la confianza de los inversores se encuentra en la aceleración que registró la suba de la tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, que es la referencia más habitual del costo de oportunidad para las inversiones de riesgo.

Hasta mediados de enero, la suba de la tasa de 10 años que había comenzado en septiembre de 2017 se consideraba un proceso de normalización desde un nivel excesivamente bajo, hasta alcanzar el nivel de 2,60%, el máximo más reciente alcanzado a principios de 2017. Pero en la última semana de enero ese nivel se superó definitivamente, trepando en forma veloz hasta 2,85%. El nivel de 3%, que muchos analistas pronosticaban recién para fines de 2018, estaba al alcance de la mano, y a ese ritmo era cuestión de días hasta que fuera alcanzado.

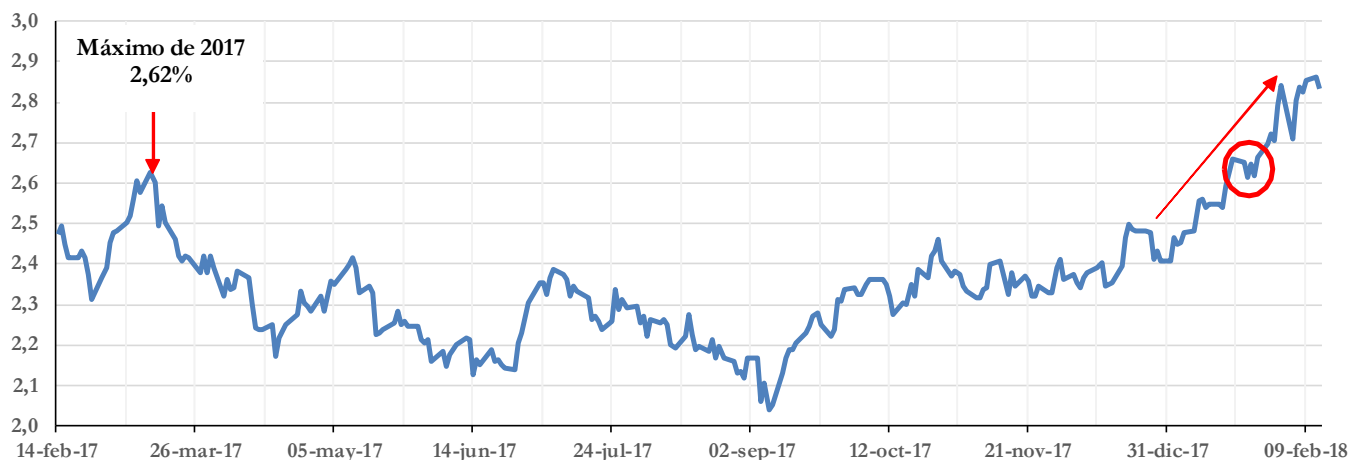
En dicha alteración de la dinámica influyeron varios factores. La aprobación de la reforma tributaria que logró Trump sobre el cierre de 2017, que implica un fuerte incremento del déficit fiscal por los próximos 10 años<sup>12</sup>, impone presión alcista sobre las tasas de interés, aunque inicialmente el clima de euforia financiera llevó a resaltar los efectos positivos de la reforma sobre el crecimiento económico y las ganancias de las empresas, ignorando los efectos colaterales adversos. Además, la suba del precio del petróleo y la depreciación del dólar, tendencias que se acentuaron en enero, alimentaron un incipiente repunte de las expectativas inflacionarias.

<sup>11</sup> La estrategia de “vender volatilidad” (“*short volatility trade*”) creció en popularidad de la mano del descenso del índice VIX, que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el S&P500, que en noviembre de 2017 alcanzó su mínimo histórico de 9,14. La creciente popularidad derivó en el desarrollo de instrumentos financieros a medida, bajo la forma de notas con cotización pública (ETN por su sigla en inglés), vinculados en forma inversa con el VIX, como el Velocity Shares Daily Inverse VIX Short Term ETN (XIV) lanzado en 2010 y administrado por Credit Suisse. El XIV en los últimos 2 años acumuló una suba superior al 580%, antes de desplomarse entre el lunes 5 y el martes 6 de febrero un 94%, forzando a Credit Suisse a anunciar su cierre anticipado.

Para entender el rol que jugó el auge de estos instrumentos y su debacle al llegar la corrección de los mercados y el salto de la volatilidad asociada a la misma, véase el artículo de Héctor Rubini, “La caída de los mercados: ¿Por qué esto no es 2008?”, *El Economista*, 8 de febrero de 2018. En Internet: <http://www.economista.com.ar/2018-02-caida-mercados-por-que-no-es-2008/>

<sup>12</sup> Para un análisis detallado del impacto fiscal de la reforma tributaria aprobada en EE.UU., véase el artículo de Jorge Viñas, “Fin de año positivo para la economía mundial”, *IEM n° 157*, 13 de diciembre de 2017.

**GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DE LA TASA DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS (% ANUAL)**

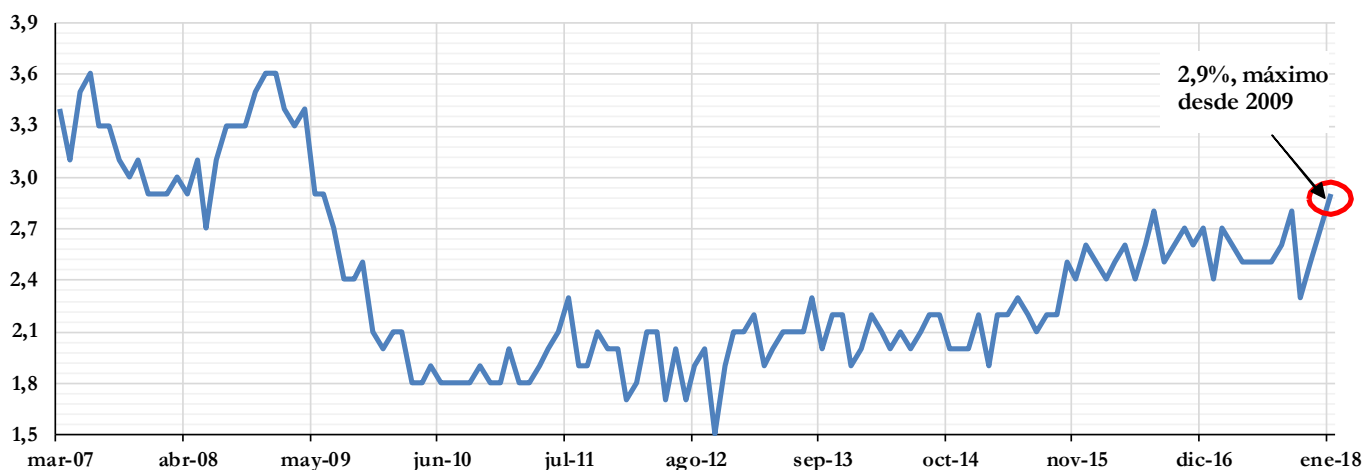


Fuente: Bloomberg

Todo seguía por carriles “normales” hasta que la Reserva Federal encendió la primera señal de alarma seria. Si bien en su reunión del 31 de enero mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios en el rango 1,25%-1,50%, tal como estaba esperado, en el comunicado que acompañó la decisión, la Fed advirtió que las estimaciones de inflación podrían moverse al alza en el transcurso de 2018. Dos días después llegó el golpe de gracia con la publicación del reporte de empleo de enero. El componente salarial de dicho reporte, los ingresos salariales promedio por hora, registraron un incremento interanual del 2,9%, el más elevado desde la salida de la recesión de 2008-2009, y ampliamente por encima del 2,6% estimado por el consenso según Bloomberg (véase el Gráfico 3).

**GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS SALARIALES PROMEDIO POR HORA EN EE.UU.**

Var. Interanual (%)



Fuente: Bloomberg

De pronto, las principales premisas que habían impulsado la suba generalizada de los mercados financieros, baja inflación y bajas tasas por mucho tiempo, eran puestas en duda. Esto tomó desprevenidos a los inversores que estaban masivamente posicionados para la continuidad del mercado alcista, e incluso muchos habían adoptado estrategias especulativas para potenciar sus beneficios, generándose las condiciones para una ola de ventas que se retroalimentó hasta alcanzar proporciones cercanas al pánico en la semana entre el 5 y el 9 de febrero. Entre el máximo del 26 de enero y el cierre del 8 de febrero, el índice mundial de acciones perdió un 10%, quedando -3% en el acumulado de 2018. En el mismo lapso, el índice de bonos de mercados emergentes que elabora Barclays perdió un 2% de su valor, retrocediendo a niveles de agosto de 2017.

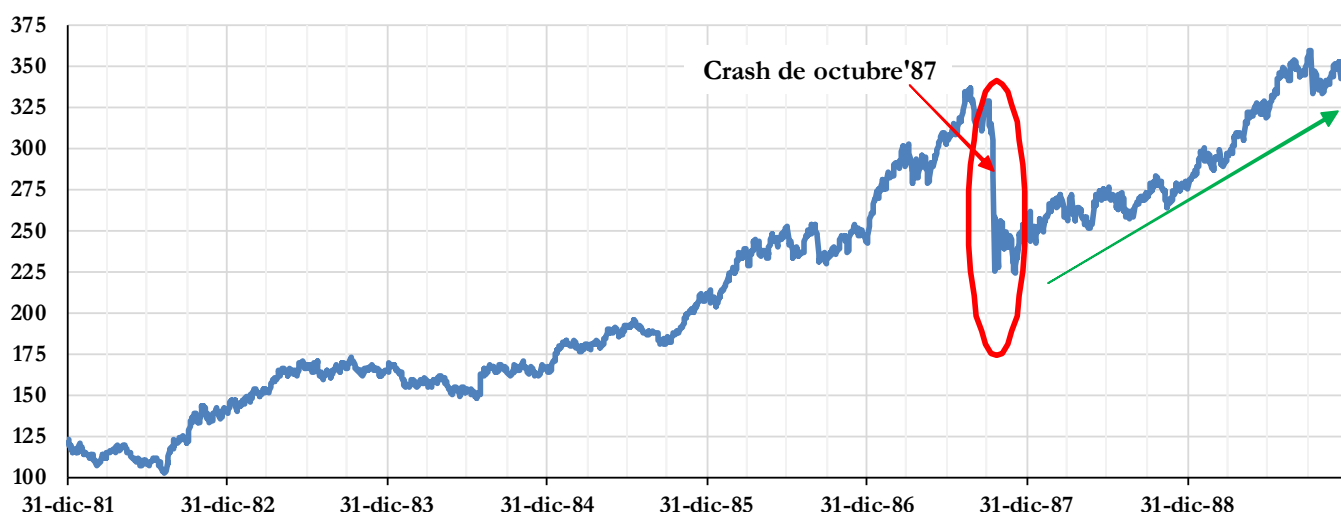
Desde las últimas horas de la jornada del viernes 9 de febrero, y hasta el martes 13 de febrero, los mercados financieros han conseguido estabilizarse y ensayar un incipiente rebote. Esto lleva a la instalación de dos preguntas críticas que no tienen una respuesta simple ni obvia: 1) ¿Se ha agotado la corrección bajista y los mercados financieros están para retomar la tendencia alcista en el corto plazo?, y 2) ¿Cuáles son las secuelas que los sucesos de principios de febrero dejarán en la economía global?

Las respuestas a ambas preguntas están interrelacionadas, debido a los procesos de retroalimentación que se generan entre la economía y los mercados financieros, en especial en períodos de cambios bruscos. En efecto, las secuelas que deje el evento financiero inesperado de principios de febrero sobre la economía global dependen en buena medida de si la caída de precios llegó a su fin o si aún no tocó fondo. Y de modo inverso, el veredicto sobre si la caída de precios ya tocó fondo o aun va a continuar depende en buena parte de la percepción entre los inversores respecto a las secuelas económicas de la corrección financiera.

El principal canal de transmisión de una caída de los mercados financieros hacia la economía real se da cuando la caída de precios se transforma en una crisis sistémica que pone en riesgo la solvencia de todo el sistema financiero. La desintermediación y el des-apalancamiento financiero (*"deleveraging"*) deriva en una interrupción de la cadena de crédito, que si no es detenida a tiempo puede conducir a la parálisis de la actividad económica. El caso más extremo y paradigmático es la recesión global provocada por la crisis sistémica desatada tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Pero **en esta ocasión no se advierten síntomas de crisis financiera**. Al menos hasta ahora, el sistema bancario no parece estar expuesto patrimonialmente a los sectores que más han sufrido la actual caída de precios, básicamente los instrumentos ligados a la venta de volatilidad. Además, ninguno de los indicadores de stress financiero ha encendido luces rojas como suelen hacerlo ante la cercanía de una crisis sistémica. Incluso, **las acciones de bancos han resistido mejor la baja de precios que el promedio de las de los demás sectores económicos**.

Un ejemplo de ajustes bajistas abruptos de mercados financieros que no derivaron en una crisis sistémica es el *crash* del mercado accionario de EE.UU. del 19 de octubre de 1987, cuando en un solo día el índice S&P500 bajó un 20,5%. A pesar de que la velocidad y la magnitud de la caída fue mucho peor que en la corrección actual, no trajo aparejadas consecuencias económicas severas y pronto el mercado restableció la tendencia positiva, aunque recién volvió a los máximos previos al *crash* a mediados de 1989 (véase el Gráfico 4).

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE S&P500 ENTRE 1982 Y 1989



Fuente: Bloomberg

Otro canal de transmisión es a través del efecto riqueza sobre el consumo. El efecto patrimonial positivo de las ganancias obtenidas en el mercado financiero en los procesos alcistas, inducen a los agentes económicos a reducir la tasa de ahorro, brindando un impulso adicional al crecimiento del consumo. En este aspecto, más allá de las bajas abruptas de principios de febrero, la magnitud de las caídas de precios es relativamente baja en relación a las ganancias acumuladas en los últimos años, por lo que el impacto negativo sobre el consumo por el efecto riqueza debería ser limitado. Algo similar



puede decirse respecto a las condiciones de financiamiento de empresas y de gobiernos de países emergentes. Si bien se observa un encarecimiento del costo de fondeo por la suba de la tasa libre de riesgo y por el aumento de los spreads desde fines de enero, **las condiciones siguen siendo más benignas que las vigentes menos de un año atrás.**

De este modo, en el caso de que la caída de precios ya haya tocado fondo, el impacto sobre la economía global debería ser acotado, aunque no nulo. Pero acá reaparece la otra incógnita: ¿ha tocado realmente fondo la corrección de los mercados financieros? Porque en caso de que las caídas se profundicen, las conclusiones respecto al impacto económico podrían cambiar en lo referido al efecto riqueza y al costo de financiamiento, e incluso respecto a la posibilidad de una crisis sistémica.

Una de las claves que determinará si la corrección tocó fondo es lo que ocurra con el factor desencadenante de la misma, la suba de tasa del bono de EE.UU. a 10 años, así como con la causa de fondo que impulsó dicha suba, el temor a la inflación. Por el momento, la suba de la tasa de 10 años parece haberse atenuado, en buena medida por el efecto de búsqueda de refugio en activos seguros por parte de los inversores ante la caída generalizada de los activos de riesgo<sup>13</sup>. Pero en el actual contexto, el dato de inflación minorista de enero que se publicará el miércoles 14 de febrero por la mañana, resulta crucial para la reacción de los mercados financieros: en caso de que la inflación se ubique en línea o por debajo de las expectativas (en el Cuadro 6 se presentan las estimaciones de consenso según Bloomberg), habrá margen para que continúe la incipiente recuperación de los últimos días.

**CUADRO 6. ESTIMACIONES DE CONSENSO PARA LA INFLACIÓN DE ENERO DE 2018 EN EE.UU.**

En porcentaje	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18 Estimado (*)
<b><u>Inflación minorista</u></b>				
mensual	0,1	0,3	0,2	<b>0,3</b>
variación interanual	2,0	2,2	2,1	<b>1,9</b>
<b><u>Inflación subyacente</u></b>				
mensual	0,2	0,1	0,2	<b>0,2</b>
variación interanual	1,8	1,7	1,8	<b>1,7</b>

(\*) Según el consenso computado por Bloomberg  
 Fuente: Bloomberg

Cualquier sorpresa alcista probablemente dé lugar a una nueva caída de los mercados financieros, dado que será interpretada como la confirmación de que la inflación se está acelerando, lo que requeriría una intervención más decisiva de la Fed aumentando la tasa de Fondos Federales. Por el momento, la valuación de mercado de los futuros de Fondos Federales descuenta que habrá una suba de 25 puntos básicos en la próxima reunión de marzo casi con certeza, mientras que asigna una probabilidad mayor al 50% de que **a diciembre de 2018 se cumplan con las tres subas de 25 bp proyectadas por la Fed para 2018 en sus últimas estimaciones, alcanzando el rango de 2,00-2,25%.**

Más allá del dato de enero, las perspectivas de la inflación lucen hoy menos claras que unos meses atrás. El riesgo de que el efecto retardado de la suba del precio del petróleo y de la depreciación del dólar, junto con un repunte de los salarios ante la persistencia de un nivel de desempleo históricamente bajo, deriven en una trayectoria de la inflación más empujada, parece haber aumentado. A ello hay que sumarle el impacto del sesgo decididamente expansivo que ha adoptado la política fiscal en EE.UU., que incluye la reforma tributaria y el aumento presupuestario de **u\$s 400.000 millones** hasta fines de 2019 recientemente acordado para evitar el cierre del gobierno (“*shutdown*”). Resulta muy difícil de racionalizar la necesidad y la oportunidad de dicho sesgo expansivo cuando la economía lleva más de 8 años de crecimiento ininterrumpido y se encuentra operando en el entorno del pleno empleo.

Otro factor a tener en cuenta es que en el desempeño de los mercados financieros en el corto plazo juega un papel importante un factor denominado *momentum*, íntimamente relacionado con el sentimiento imperante entre participantes en los mercados financieros. Cuando es positivo, muchas veces se producen eventos o noticias con

<sup>13</sup> Al cierre del 13 de febrero, la tasa de 10 años se ubica en 2,84%, tras haber tocado un máximo intradiario de 2,89% durante la semana previa.

potenciales efectos negativos que son ignorados o relativizados, mientras que cuando el *momentum* se torna negativo, noticias de la misma índole suelen ser magnificadas y utilizadas para justificar bajas adicionales de precios. Desde esta perspectiva, la interrupción del *momentum* fuertemente positivo que detentaban los mercados financieros hasta fines de enero, podría llevar a que la aparición de alguna noticia potencialmente negativa, como por ejemplo algún evento geopolítico que hasta hace poco hubiera sido ignorado, se transforme en una buena razón para retomar las bajas.

Finalmente, no hay que olvidar del recambio en el mando de la Fed. Si bien su nuevo Presidente, Jerome Powell, siempre se ha mantenido alineado con su antecesora, Janet Yellen, ello no asegura que una vez en los controles actúe de la misma manera en que lo hubiera hecho Yellen. En particular, en la eventualidad de algún suceso inesperado o la aparición de un dato económico sorpresivo, **los participantes del mercado financiero tenían una idea clara y definida de cómo reaccionaría la Fed bajo Yellen, mientras que pueden surgir dudas e incertidumbre cuando le toque hacerlo a Powell.** Se trata de otro factor que puede generar volatilidad y reacciones adversas de los mercados financieros en el futuro próximo.

Como conclusión, si bien la corrección del mercado financiero hasta el momento no es suficiente para alterar las perspectivas económicas en forma dramática, **el escenario francamente positivo que se presentaba a fines de 2017 ingresa en un cono de dudas. Sin argumentos para descartar que la corrección bajista retome impulso, como mínimo se abre un período de mayor volatilidad e incertidumbre.**

## BRASIL CONSOLIDA SU RECUPERACIÓN

*Eloy Aguirre*

**La economía brasileña comienza a recuperarse. En el tercer trimestre de 2017 el PIB aumentó 1,4% interanual y las tasas de crecimiento esperadas para 2018 y 2019 son de 2,7% y 3,0% respectivamente. Para este año se espera que el gobierno de Temer intente aprobar la reforma previsional y continúe reduciendo el déficit fiscal.**

### *1. Introducción*

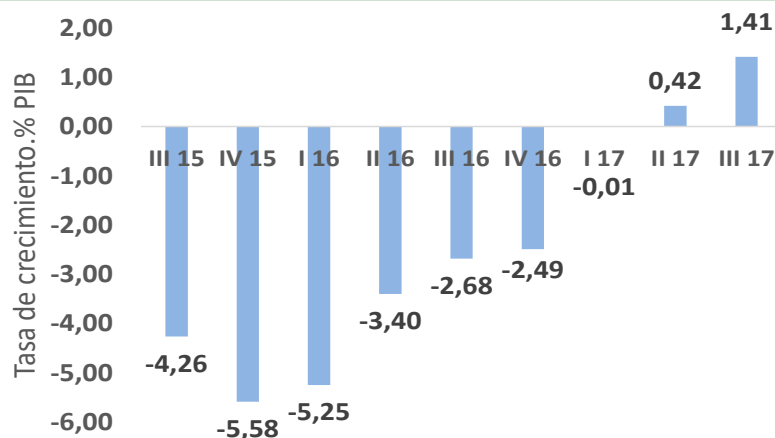
En los últimos tres años Brasil atravesó una de sus mayores crisis económica e institucional, con innumerables funcionarios de gobierno y empresarios condenados por corrupción y la destitución de la presidente Dilma Rousseff por medio del Congreso Nacional. En este contexto y luego de un duro plan de ajuste fiscal implementado por el presidente Michel Temer, con aumentos de impuestos, recorte de gastos y privatizaciones de empresas del Estado, el crecimiento económico de 2017 generó expectativas de una recuperación sólida para la novena economía mundial.

El ajuste fiscal continuará en 2018, el gobierno nacional bloqueó U\$S 5.110 millones del presupuesto aprobado para este año con el objetivo de cumplir la meta de déficit fiscal de U\$S 50.000 millones (2,5% del PIB). Además, quedó pendiente para este año la reforma previsional impulsada por el gobierno que establece una edad mínima de jubilación a los 65 años para los hombres y 62 años para las mujeres. Según el gobierno luego de la reforma laboral y el congelamiento del gasto público, la reforma previsional es la última gran medida que le falta para poder generar las condiciones para la recuperación económica. Al parecer, en su último año presidencial, Temer pretende dejar la economía brasileña con el menor déficit fiscal posible y en un sendero de crecimiento positivo.

### *2. Indicadores económicos*

Durante el año 2017 la economía brasileña mostró dos trimestres seguidos de crecimiento positivo, luego de 12 trimestres consecutivos de caídas interanuales del PIB. Durante la recesión el consumo privado junto con la inversión sufrió una fuerte desaceleración. La caída de los precios internacionales de los commodities, el déficit fiscal y la desaceleración de China impactaron negativamente en la economía de Brasil.

**GRÁFICO 5. CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB. III TRIMESTRE 2015 – III TRIMESTRE 2017**



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

El gráfico 5 muestra la variación interanual del PIB de Brasil desde el tercer trimestre de 2015 y hasta el tercer trimestre del año 2017. En el tercer trimestre del año 2017 el incremento del PIB fue 1,41% dando muestras de la mejora económica del país vecino.

La recuperación se produjo principalmente en el comercio exterior, en 2017 crecieron las exportaciones luego de cinco años seguidos de caídas y aumentaron las importaciones tras tres años de reducción. El saldo comercial de 2017 fue positivo de U\$S 67.074 M. El cuadro 7 presenta el comercio exterior brasileño desde 2014 y hasta 2017.

**CUADRO 7. COMERCIO EXTERIOR DE BRASIL. 2014 - 2017**

Año	Exportaciones U\$S millones	Var %	Importaciones U\$S millones	Var %	Balanza Comercial U\$S millones
2014	225.101		229.145		-4.044
2015	191.134	-15,1	171.461	-25,2	19.673
2016	185.280	-3,1	137.557	-19,8	47.723
2017	217.805	17,6	150.730	9,6	67.074

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

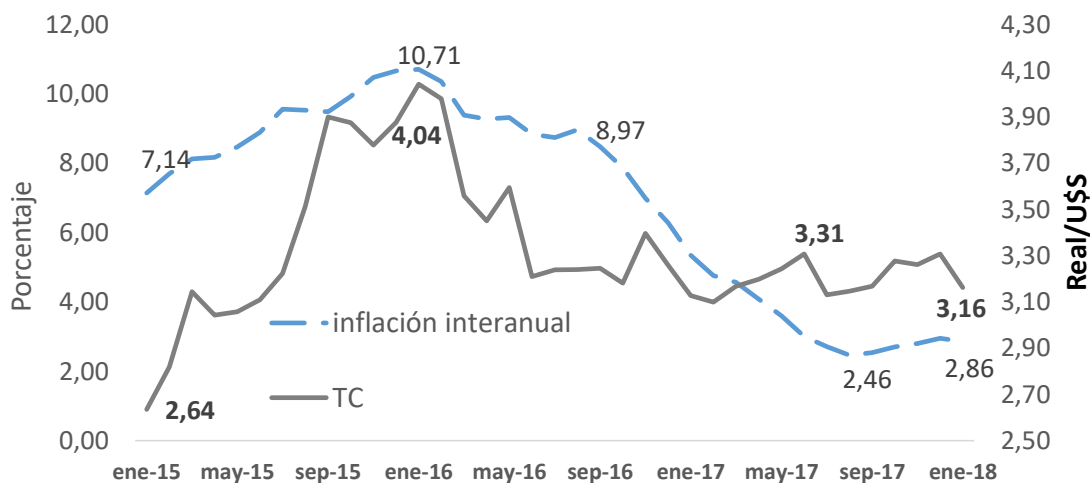
Las exportaciones de productos básicos aumentaron 27,7% en 2017 obteniendo U\$S 101.089 millones, los productos semi-manufacturados crecieron 12,4% alcanzando U\$S 31.442 M. y los manufacturados 9,1% llegando a U\$S 85.273 M. En cuanto al destino de los productos brasileños, el 22% de las exportaciones se destinaron a China, 16% a la Unión Europea, 12,4% a EEUU y 10,6% al Mercosur. Se puede ver que el comercio con China es preponderante para la economía brasileña, el saldo comercial con el gigante asiático es positivo de U\$S 20.176 millones en 2017, equivalente al 30% del total de su balanza comercial.

En cuanto a las importaciones, el mayor aumento se registró en combustibles 41% llegando a los U\$S 17.574 millones, las importaciones de bienes intermedios crecieron 10,1% obteniendo U\$S 93.758 M., los bienes de consumo subieron 7,1% con U\$S 23.266 M. y los bienes de capital cayeron un 12,1% registrando U\$S 16.132 m. El origen de las importaciones fueron principalmente países de la Unión Europea con 21,3% del total importado, 18% proviene de China, 16,6% de EEUU y 8,1% del Mercosur.

En el año 2017 el tipo de cambio nominal se mantuvo en el rango de 3,13 – 3,30 R\$/U\$S con la inflación en baja de 2,95%. Esto permitió ganar competitividad favoreciendo el crecimiento de las exportaciones. A su vez, se observa

una reducción del déficit de cuenta corriente que en el año 2016 alcanzó los U\$S 23.546 millones negativos y en el año 2017 el déficit fue de U\$S 9.762 M. El gráfico 6 muestra la evolución del tipo de cambio nominal y la inflación interanual entre enero de 2015 y enero de 2018.

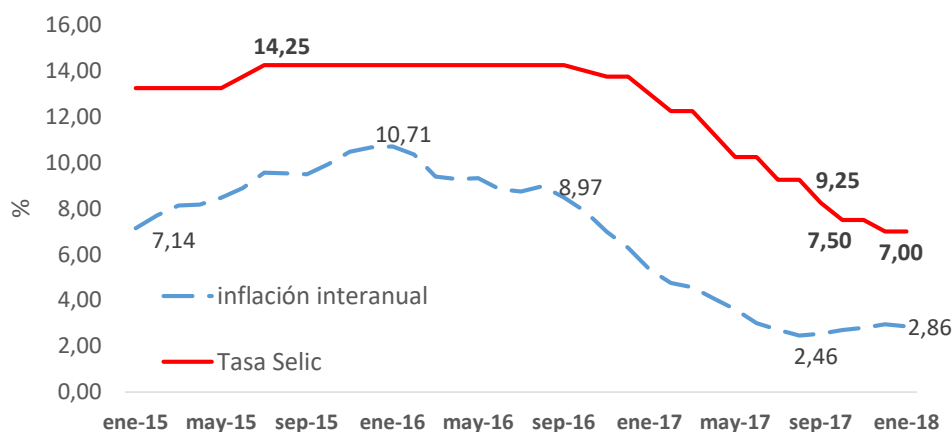
**GRÁFICO 6. TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y LA INFLACIÓN INTERANUAL. ENERO 2015-2018**



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

Se puede ver que durante el 2015 la inflación creció alcanzando valores mayores al 10% anual, mientras que la moneda se devaluó un 53% en un año. Luego comenzó un período de fuerte apreciación de la moneda junto con un descenso de la tasa de inflación, que pasó del 10,7% al 2,86% en dos años. El Banco Central de Brasil mantuvo su tasa de interés de referencia, Selic, alta de 14,25% durante el año 2016 y luego comenzó a bajarla paulatinamente a medida que la tasa de inflación comenzaba a descender. En el gráfico 7 se observa la evolución de la tasa Selic y la inflación entre enero de 2015 y enero de 2018. El crecimiento durante el año 2017 y la caída la fuerte caída de la tasa de inflación permitieron al Banco Central mantener las tasas bajas alcanzando el 7% y generando incentivos para la toma de créditos destinados a inversión y consumo. Los créditos para personas físicas aumentaron más de un 4% en términos interanuales en 2017.

**GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LA TASA SELIC Y LA INFLACIÓN INTERANUAL. ENERO 2015 - 2018**



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

El consumo privado aumento interanual 0,6% en el segundo trimestre de 2017 y 2,2% en el tercer trimestre, luego de 9 trimestres consecutivos de caídas interanuales. Además, el volumen de ventas de electrodomésticos creció 9,9% en 2017 y volumen de ventas de alimentos en supermercados e hipermercados un 2%.

En el caso de la inversión bruta, en el tercer trimestre de 2017 continúa la caída interanual llegando a los 14 trimestres seguidos de reducción, pero con tendencia positiva. En el año 2016 la reducción promedio superaba el 10% y en el tercer trimestre del año 2017 se observa una caída interanual de la inversión bruta del 0,6%.

La producción, a su vez, mostró indicadores favorables. El índice de producción industrial aumentó 2,9% en 2017 luego de tres años consecutivos de caídas. Otro dato alentador fue la producción de vehículos en 2017, que llegó a 2,7 M de unidades, superando en un 24% al nivel del año 2016. La producción automotriz no mostraba una variación positiva desde el año 2014, en el año 2015 tuvo una caída del 23% y 10% en el año 2016. La producción de acero, a su vez, creció 10% en 2017.

La mayoría de los indicadores económicos muestran una recuperación económica leve con perspectivas de mejora, el indicador que todavía no exhibe indicios de recuperación en términos generales es empleo. El Cuadro 8 muestra la evolución de la tasa de desempleo por trimestre en el período 2015 – 2017.

**CUADRO 8. TASA DE DESEMPLEO EN BRASIL. 2015 - 2017**

Trimestre	Tasa de desempleo
I 2015	7,9
II 2015	8,3
III 2015	8,9
IV 2015	9,0
I 2016	10,9
II 2016	11,3
III 2016	11,8
IV 2016	12,0
I 2017	13,7
II 2017	13,0
III 2017	12,4

Fuente: Banco Central de Brasil

El cuadro muestra a partir del año 2016 tasas de desempleo superiores al 10%. En el año 2017 en medio de numerosas críticas y protestas sociales, el gobierno nacional impulsó y fue aprobada una reforma laboral que tenía como puntos centrales los siguientes:

- Los acuerdos colectivos por empresa prevalecerán sobre legislación vigente
- Se podrán fraccionar las vacaciones hasta tres períodos
- Se establece la posibilidad de jornadas de 12 horas sin superar 44 horas semanales.
- La contribución sindical pasará a ser voluntaria
- Se crea la figura de trabajador autónomo, que podrá rescindir el contrato laboral de mutuo acuerdo con el empleador sin necesidad de validación sindical
- Se reglamente el trabajo desde el hogar
- Se autoriza a trabajar a las embarazadas en ambientes insalubres presentando un certificado médico que asegure que no hay riesgo para la madre y el bebé.
- Se flexibilizan las condiciones del despido, la indemnización podrá no estar ajustada al salario y el preaviso se reduce a 15 días

Los datos del año 2017 muestran una leve reducción de la tasa de desempleo brasileño, pero todavía es demasiado pronto para analizar si la reforma laboral generará más puestos laborales o lo contrario. Por último, el otro tema preocupante para el gobierno nacional es el déficit fiscal. En este sentido, el gobierno de Temer puso en práctica varias medidas de ajuste para poder alcanzar la meta de déficit fiscal primario de 2,5% del PIB, obteniendo buenos resultados con un déficit fiscal primario del 1,9% del PIB. El límite de gasto establecido para el año 2018 es U\$S 426.870 millones y según el gobierno para alcanzar el objetivo de déficit de 2,5% del PIB (U\$S 50.000 millones) deberá aprobar la reforma previsional en el Congreso.

### *3. Proyecciones*

Un buen dato para la economía brasileña es que mejoran las perspectivas de crecimiento mundial de EEUU, la Unión Europea y principalmente China. Estos son países y regiones que demandan productos de Brasil. Según el último informe de relevamiento del Banco Central de Brasil “Focus – Relatorio”<sup>14</sup> sobre expectativas de la economía brasileña, las proyecciones sobre el crecimiento económico para el 2018 son de 2,75% y 3% para el año 2019. Además, se proyecta una inflación del 3,9% para el año 2018 y 4,25% para el 2019, debido a que se espera un incremento de la demanda interna de alimentos superior a la oferta.

Según el relevamiento del Banco Central del 2 de febrero de 2018, se espera un tipo de cambio de 3,3 R\$/U\$S, es decir sin grandes modificaciones. Las estimaciones de corto plazo descuentan una reducción de 25 puntos básicos en la tasa Selic, alcanzando el 6,75%, debido principalmente a los datos de la tasa de inflación que se redujo en enero de 2018. Si la tasa de inflación cambia de rumbo y comienza a aumentar siguiendo las proyecciones del relevamiento del Banco Central para el 2018 y 2019, entonces la tasa Selic subiría y podría llegar a 9,5% en el año 2019. Asimismo, en el relevamiento del Banco Central del 2 de febrero de 2018, se proyecta un crecimiento de la producción industrial del 3,35% para el 2018 y de 3% para el 2019.

En síntesis, la economía brasileña está comenzando un proceso de recuperación económica con buenas perspectivas. Los indicadores económicos son positivos y el contexto favorable para continuar creciendo, con baja inflación, estabilidad cambiaria, aumento de exportaciones, consumo privado y producción. Los riesgos económicos se encuentran en el frente fiscal, con el desafío de continuar reduciendo el déficit fiscal, la reforma previsional pendiente y la problemática de la generación de empleo.

---

<sup>14</sup> Focus-Relatorio 2 de febrero 2018. El informe se compone de un relevamiento sobre expectativas de consultoras privadas.

**INDICADORES**

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18
<b>Indicadores de Actividad</b>													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	1,6%	-2,1%	1,6%	0,3%	3,8%	4,4%	5,1%	4,3%	3,1%	4,9%	3,9%	n/d	n/d
<i>Var m/m, simm estacionalidad</i>	0,1%	-1,6%	1,8%	-0,7%	1,1%	0,4%	0,3%	0,1%	-0,5%	0,3%	0,4%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%
<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%	14,8%	-28,6%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-2,8%	-7,6%	1,0%	0,2%	4,7%	3,8%	4,7%	4,2%	3,0%	4,2%	2,7%	-2,2%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,1%	-2,7%	3,3%	-2,2%	1,1%	-0,5%	0,9%	-0,5%	-0,1%	0,1%	1,0%	-1,8%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,0%	-9,3%	-0,6%	-2,8%	5,6%	5,1%	6,0%	3,3%	5,5%	2,7%	0,8%	n/d	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-1,2%	0,1%	-0,6%	0,4%	1,5%	0,3%	1,7%	-1,7%	1,1%	-2,8%	0,8%	n/d	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-6,9%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-9,1%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	2,4%	-0,3%	15,7%	11,1%	9,4%	16,9%	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
Exportaciones en USD	4.289	3.899	4.564	4.863	5.490	5.150	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	n/d
<i>Var. % a/a</i>	11,1%	-5,4%	3,2%	2,9%	2,7%	-2,2%	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	n/d
Importaciones en USD	4.341	4.116	5.474	4.975	6.066	5.900	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	n/d
<i>Var. % a/a</i>	7,3%	2,2%	16,0%	12,5%	23,7%	14,9%	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	n/d
Saldo Comercial en USD	-52	-217	-910	-112	-576	-750	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	204	205	199	194	196	195	206	196	198	199	201	201	203
<i>Var. % a/a</i>	13,2%	12,9%	7,1%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18
<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%	3,1%	n/d
<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%	1,7%	n/d
<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%	1,3%	1,2%	3,4%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	2,0%	1,6%	2,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	n/d
<b>IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a</b>	37,7%	34,3%	33,0%	27,3%	25,2%	25,3%	22,9%	24,0%	25,1%	23,4%	20,9%	24,6%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	1,6%	2,1%	2,2%	2,1%	1,8%	1,3%	2,1%	1,5%	1,6%	1,5%	1,4%	3,1%	n/d
<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%	26,1%	25,8%
<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%	3,3%	1,6%
<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%	18,4%	-18,6%	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%	27,2%	5,9%	n/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
<i>Mediana</i>	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
<i>Media</i>	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4
<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	43,2	45,2
<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%	-15,5%	4,7%
<i>Var. % a/a</i>	-17,7%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%