

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

Nº 152 AÑO 15

5 DE JULIO DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en  
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

## CONTENIDOS

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>PANORAMA DE ARGENTINA</b>	
▪ <b>SEGUNDO SEMESTRE ELECTORAL</b>	<b>2</b>
▪ <b>EL CAMINO DEL DINERO</b>	<b>6</b>
<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b>	
▪ <b>ESCENARIO GLOBAL: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE</b>	<b>8</b>
▪ <b>BRASIL: CRISIS INSTITUCIONAL Y LEVE RECUPERACIÓN ECONÓMICA</b>	<b>13</b>
<b>NOTA ESPECIAL</b>	
▪ <b>EL BONO A 100 AÑOS</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 en alza.** La moneda estadounidense llegó a cotizar ayer a \$ 17,18. Si bien es el nivel máximo histórico, es todavía insuficiente para alcanzar un tipo de cambio real alto y competitivo..

### LO IMPORTANTE

- **Presiones inflacionarias.** La baja de la inflación en este trimestre podría ser transitoria. Se reavivan las expectativas inflacionarias ante el incremento de los precios de los combustibles, servicios de medicina prepaga y alimentos, y el reciente aumento del tipo de cambio.

### LO QUE HAY QUE SABER

- **Incertidumbre electoral.** La candidatura a Senadora Nacional de la ex presidente Cristina Fernández ha enfriado las expectativas de arribo de inversiones del exterior. Se mantendría el crecimiento económico con baja inflación, pero sin reformas estructurales.
- **Cuentas externas en rojo.** El déficit de cuenta corriente acumulado en lo que va de 2017 es de U\$S 4.316 M (-40% i.a.) debido a pagos de servicios e intereses. La cuenta de capital y financiera es superavitaria gracias al endeudamiento público.
- **La economía mundial sigue creciendo.** El panorama global a fin de la primera mitad de 2017 es de crecimiento moderado, con baja inflación y mínima volatilidad. Los pronósticos para el segundo semestre apuntan a una continuidad de este escenario benigno.
- **La economía de Brasil se recupera lentamente.** Las proyecciones de mercado estiman un crecimiento del PIB de 0,4% para el año 2017, inflación del 3,5% y un superávit comercial por al menos U\$S 58.000 M

### LO QUE VIENE

- **Elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO):** inicio de la campaña para las elecciones primarias de agosto próximo. Podría reavivarse la conflictividad social en caso de que la inflación muestre signos de aceleración.
- **¿Nuevas subas de combustibles?** La suba del tipo de cambio y las perspectivas alcistas en el mercado mundial de petróleo podrían justificar un nuevo aumento del precio de los combustibles en septiembre próximo.
- **Brasil, sin cambios.** Se esperan nuevas acusaciones al presidente Temer en el marco de las denuncias por sobornos. La economía se espera que siga recuperándose gradualmente, con mejora en las cuentas fiscales, al menos hasta fin de año. Se espera para octubre el debate parlamentario sobre el proyecto del Poder Ejecutivo de reforma del sistema previsional.
- **Estados Unidos vs. Corea del Norte.** Luego de las recientes pruebas de Corea del Norte con misiles de largo alcance, se espera un aumento de la tensión militar en el Mar de Japón

## PANORAMA DE ARGENTINA

### SEGUNDO SEMESTRE ELECTORAL

*Héctor Rubini*

**La candidatura a Senadora Nacional de la ex presidente Cristina Fernández ha enfriado las expectativas de arribo de inversiones del exterior. Se mantendría el crecimiento económico con baja inflación, pero sin reformas estructurales.**

*a. Esperando las elecciones legislativas*

El escenario económico se mantiene en una suerte de “piloto automático”. Al menos en el segundo trimestre de este año se ha observado cierta consolidación de la actividad económica con baja inflación, aunque no es clara su sustentabilidad. El atraso del tipo de cambio real, la elevada carga de los impuestos, y la débil demanda interna y externa mantienen sin cambios la conflictividad social. Las expectativas en la plaza financiera local acusaron fuerte impacto de dos noticias fundamentales: a) la decisión del banco Morgan Stanley de no elevar a la Argentina de la categoría “país de frontera” a “país emergente”, y b) la candidatura a Senadora Nacional de Cristina Fernández de Kirchner por la provincia de Buenos Aires. Ambas noticias, en especial la segunda, han eliminado toda esperanza de ingreso significativo de inversiones extranjeras directas para lo que resta del año.

La actitud de empresarios locales y del exterior respecto del segundo semestre es expectante frente a las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias de agosto. En los últimos ocho años la suma de votos de los candidatos de cada partido ha dado lugar a un ordenamiento de ganadores y perdedores que, en líneas generales, tiende a repetirse en las elecciones legislativas del mes de octubre.

La confirmación de la candidatura de Cristina Kirchner ha generado no pocas prevenciones en inversores locales y del exterior. Se espera que obtenga al menos el segundo lugar en la provincia de Buenos Aires, y que el kirchnerismo mantenga suficiente número de diputados y senadores que impedirán al oficialismo contar con mayoría propia. De ahí que la esperanza de reformas estructurales ha quedado prácticamente sepultada al conocerse la noticia de la candidatura de la ex Presidente. Si bien algunos precandidatos del kirchnerismo carecen de atractivo para votantes con una visión moderada o sin afinidad con el “modelo” de Venezuela, no será fácil para el oficialismo doblegar al kirchnerismo, salvo en la Ciudad de Buenos Aires.

En general se mantienen como principales preocupaciones la inseguridad física, la inflación y la incertidumbre laboral. La gran mayoría de encuestas de opinión indican que no menos del 40% de la población tiene una opinión negativa de la marcha presente y futura de la economía. De ahí que el kirchnerismo tratará de recuperar predicamento con una campaña agresiva, focalizada en los puntos débiles de las políticas económicas de la gestión Macri, y en movilizaciones para consolidar el “control de la calle”.

Un anticipo fue el corte de la Av. 9 de Julio en la ciudad de Buenos Aires del pasado 28 de junio que culminó con la represión de las fuerzas policiales. El oficialismo, a su vez, se espera que se concentre en las complicaciones judiciales de los políticos acusados y sospechados de corrupción de los gobiernos kirchneristas.

Con un segundo trimestre con buenos indicadores de actividad y menor inflación, las autoridades parecen ser optimistas respecto de un triunfo electoral. Sin embargo, algunas decisiones siguen generando dudas respecto de la gestión de gobierno.

La prédica kirchnerista de que el oficialismo “gobierna para los ricos” retomó fuerzas luego de que el Ministerio de Desarrollo Social eliminara el cobro de pensiones de personas discapacitadas y de que la Administración Nacional de la Seguridad Social dispusiera, sin suficiente difusión pública, la exigencia a los pensionados de volver a informar, con comprobantes, fecha de fallecimiento de cónyuge, fecha de ingreso de personas extranjeras, y convivencia en el caso de personas no casadas. Luego del masivo rechazo que generaron estas medidas, ambos organismos debieron dar marcha atrás con estas decisiones. Dos errores que en la campaña electoral podrían ser fatales, aun cuando el kirchnerismo pareciera hoy bastante más débil de lo que era dos o tres años atrás.

b. *La marcha de la economía*

La recuperación continúa en curso, pero con un panorama heterogéneo, con reaparición de alertas o “semáforos en rojo”. La demanda interna muestra un buen comportamiento en la venta de bienes durables, e inmuebles. Las ventas en supermercados y centros de compra siguen, en cambio mostrando una recuperación bastante débil. Los datos de inflación de junio (INDEC) no están disponibles, pero en general **se espera una inflación en torno de 1,5% o más, y un registro aún mayor en julio por los aumentos en medicina prepaga y combustibles.**

**CUADRO 1: INDICADORES DE PRECIOS Y DE LA DEMANDA INTERNA**

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Precios	IPC C.A.B.A.	Dirección General de Estadística y Censos GCBA	Mayo 2017	Var % mensual	1,8%	2,1%	
				Var% mensual anualizada	23,9%	28,3%	
	IPC	INDEC	Mayo 2017	Var % mensual	1,3%	2,6%	
				Var% mensual anualizada	16,8%	36,1%	
Demanda interna	Venta de electrodomésticos y artículos para el hogar	INDEC	Marzo 2017	Var. % interanual a p. corrientes	14,8%	3,9%	
			1 Trim. 2017	Var % trimestral a p. corrientes	-23,4%	32,0%	
				Var. % interanual a p. corrientes	20,6%	8,1%	
	Ventas en shoppings	INDEC	Ene-abr. 2017	Var. % interanual a p. corrientes	13,4%	s.d.	
	Ventas en supermercados	INDEC	Ene-abr. 2017	Var. % interanual a p. corrientes	20,2%	s.d.	
	Patentamiento autos 0 km.	ACARA	Ene-junio 2017	Var. % interanual	33,4%	31,4%	
Escrituras de compraventa Ciudad de Buenos Aires	Colegio de Escribanos C.A.B.A.	Ene-marzo 2017	Var. % interanual	57,8%	13,8%		

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, Dir. Gral. de Estadística y Censos del GCBA, ACARA y Colegio de Escribanos C.A.B.A.

A su vez, los indicadores de actividad siguen mostrando síntomas de debilidad. Si bien el Estimador Mensual Industrial del INDEC registró un salto de 2,7% en mayo para la actividad industrial, no es claro el rumbo futuro para el sector. Si bien el primer trimestre registró signos de caída, con expulsión de mano de obra reflejada en el aumento de la tasa de desempleo, el segundo trimestre no muestra signos contundentes de reversión de esta dinámica. El salto de mayo da cierto alivio, pero se limita a un fuerte aumento interanual en sólo tres ramas del sector: automotriz (+17,4%), metalmecánica no automotriz (+11,6%) y carnes rojas (+19,6%). En el acumulado anual enero-mayo, predominan las caídas interanuales, y sólo dos ramas industriales muestran incrementos superiores al 5% interanual: carnes blancas (+7,1%) y cemento (+7,0%). A su vez, en mayo se ha observado que **una vez más empieza el uso de la capacidad instalada de la industria ha caído a un nivel inferior del 65%.**

**CUADRO 2: INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS**

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Abril 2017	Var % mensual (sin estacionalidad)	0,0%	1,5%	
				Var. % interanual (sin estacionalidad)	0,6%	1,3%	
				Var % ene-abr '17 vs. ene-abr '16	0,4%	0,3%	
	PBI	INDEC	1 Trim. 2017	Var % ene-mar '17 vs. ene-mar '16	0,3%	-1,9%	
Actividad industrial	Estimador Mensual de Actividad Industrial	INDEC	Mayo 2017	Var % interanual	2,7%	-2,6%	
				Var % ene-may '17 vs. ene-may '16	-1,4%	-2,5%	
	Uso capacidad instalada		Abril 2017	% uso capacidad instalada	64,5%	65,7%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Mayo 2017	Var. interanual	10,3%	10,5%	
				Var % ene-may '17 vs. ene-may '16	5,1%	3,8%	
	Puestos de trabajo Construcción (sector privado)		Mayo 2017	Var % mensual	-0,3%	3,3%	
			Mayo 2017	Var. % interanual	6,3%	5,8%	
Mercado laboral	Tasa de desempleo	INDEC	1 Trim. 2017	% sobre la P.E.A.	9,2%	7,6%	

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

Otros síntomas de alerta temprana también se observan por el lado de la recaudación tributaria relacionada con el mercado interno. Los datos de junio muestran incipientes síntomas de desaceleración i en el caso del IVA, y en el del Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios, y una caída de 0,8% mensual en la recaudación de aportes y contribuciones

al sistema de seguridad social. Por su parte, los datos de comercio exterior siguen mostrando un ya permanente aumento del déficit comercial, resultado del estancamiento de las exportaciones, y el persistente incremento de las importaciones.

**CUADRO 3: INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA Y COMERCIO EXTERIOR**

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Junio 2017	Var % mensual	3,2%	-5,5%	●
				Var. interanual	29,8%	35,3%	
				Var % ene-jun '17 vs. ene-jun '16	33,2%	34,0%	
	Sistema Seguridad Social		Junio 2017	Var % mensual	-0,8%	-1,6%	●
				Var. interanual	27,5%	27,8%	
				Var % ene-jun '17 vs. ene-jun '16	33,2%	34,3%	
	Créditos y Débitos en Cta. Cte.		Junio 2017	Var % mensual	7,9%	5,2%	●
				Var. interanual	28,1%	30,5%	
				Var % ene-jun '17 vs. ene-jun '16	30,6%	31,2%	
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	Mayo 2017	Nivel (US\$ M)	5.415	4.829	●
				Var. % interanual	0,8%	1,8%	
				Junio '16 - Mayo '17 (US\$ M)	58.090	58.046	
				Var % ene-may '17 vs. ene-may '16	1,6%	1,8%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	6.057	4.973	●
				Var. % interanual	24,0%	13,8%	
				Junio '16 - Mayo '17 (US\$ M)	58.344	57.173	
				Var % ene-may '17 vs. ene-may '16	12,4%	9,1%	
	Saldo balanza comercial			Enero-mayo 2017 (US\$ M)	-1.863	-1.217	●
	12 meses hasta mayo 2017 (US\$ M)	584	1.711				

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

Los agregados monetarios mantienen sin cambios la tendencia de los últimos meses, con un continuo aumento de los pasivos monetarios y no monetarios del BCRA, y una recuperación incipiente del tipo de cambio

**CUADRO 4: INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS**

VARIABLE		Fuente	Período	Unidad	Valor	Dato 1 año anterior	
Indicadores monetarios y cambiarios	Tipo de cambio	Banco Central de la República Argentina	Junio 2017	Pesos por dólar a fin de mes	16,60	14,92	●
				Var. % interanual	11,3%	64,2%	
			Ene-junio 2017	Pesos por dólar promedio	15,70	14,3531	●
				Var. % interanual	9,4%	62,7%	
	Reservas internacionales (brutas)*		Junio 2017	Nivel (US\$ M) a fin de mes	46.997	30.749	●
				Var. % mensual	2,5%	1,2%	
			Junio 2017	Var. % interanual	52,8%	-7,6%	●
				Nivel (\$ M) a fin de mes	623.969	464.362	
	Circulante*		Junio 2017	Var. % mensual	6,5%	3,0%	●
				Var. % interanual	34,4%	28,7%	
	Base Monetaria*		Junio 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	838.524	624.050	●
				Var. % mensual	11,0%	9,1%	
				Var. % interanual	34,4%	35,0%	
	Letras y Notas BCRA*		Junio 2017	Valor nominal (\$ M) a fin de mes	828.759	525.364	●
				Letras y Notas BCRA/Circulante	132,8%	113,1%	
				Letras y Notas BCRA/Base monet.	98,8%	84,2%	
				Var. % mensual	10,7%	-3,6%	
			Junio 2017	Var. % interanual	57,7%	54,8%	●
				Nivel (\$ M) promedio	1.654.872	1.077.093	
	Depósitos del sector privado*		Ene-junio 2017	Var. % s/ prom. 6 meses previos	4,7%	19,0%	●
Var. % interanual		53,6%		41,9%			
Préstamos al sector privado	Ene-junio 2017	Nivel (\$ M) promedio	1.122.150	828.265	●		
		Var. % s/ prom. 6 meses previos	18,4%	14,1%			
		Var. % interanual	35,5%	33,8%			

\*: información disponible hasta el 29 de junio de 2017.

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

La cotización del dólar comenzó a mostrar impulso alcista en la última semana de junio, conocida ya la decisión de Morgan Stanley de mantener a la Argentina como “país emergente”, y las repercusiones en torno de la emisión de un

bono a 100 años por parte del Gobierno Nacional, y de la candidatura a Senadora Nacional de la ex presidente Cristina Fernández. Todo esto, sumado a un aflojamiento de la liquidación de divisas de exportación, alentó un giro de la demanda de activos en moneda local a divisa estadounidense. Probablemente los ruidos en torno de las elecciones contribuyan a cierta volatilidad en el tipo de cambio que podría contribuir a nuevas rondas de subas de precios, y a prematuros reclamos salariales, incluyendo exigencias de reapertura de paritarias.

Para contener este eventual impacto inflacionario, al que se sumaría la actualización de tarifas públicas antes de fin de año, el BCRA debiera optar por una política realmente restrictiva. Si bien no se observan extravagancias, la misma está sujeta al menos parcialmente a cierta dominancia fiscal. Esto es, el fisco tiene un persistente déficit fiscal y para su financiamiento requiere fondos vía deuda interna y externa. Los dólares ingresados vía endeudamiento externo son cambiados por pesos para el uso de ese financiamiento, pero el BCRA debe absorberlos con pases pasivos y emisión de Letras (LEBAC), a costa de sostener altas tasas de interés de corto plazo. Esta dinámica, de sustentabilidad limitada, se traduce en una política moderadamente expansiva, más bien que contractiva como sugiere cierto consenso de mercado.

Al 29/06/16 el stock de reservas internacionales era de U\$S 31.112 M, mientras que al 29/06/17 ascendía a U\$S 46.997 M. El incremento en un año fue de 51,1%. Al restar las compras acumuladas hasta esas fechas por parte del BCRA al Tesoro de los dólares captados vía deuda externa, resulta que el subtotal neto de esas divisas era de U\$S 29.350 M al 29/06/16 y de U\$S 38.819 M al 29/06/17. Por lo tanto, descontando los dólares vendidos por el Tesoro al BCRA, el stock de oro y divisas registró un incremento inferior, de 32,3%.

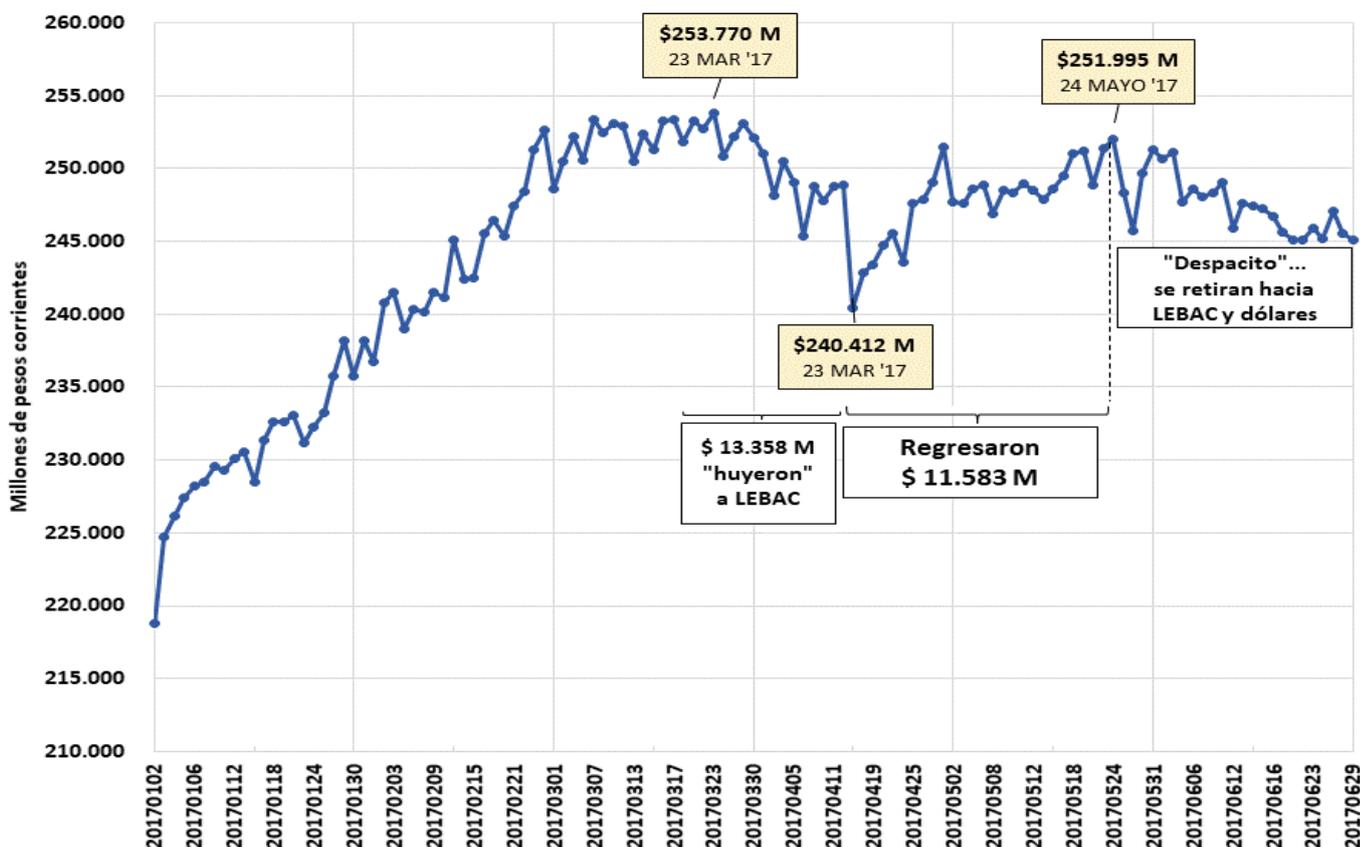
**La base monetaria, en dicho período creció en términos netos 34,4%.** El BCRA debió emitir pesos los primeros 6 meses de 2017 al comprar las divisas ofrecidas por el Tesoro, por un total de \$ 77.306 M (**+59,0% interanual**) y además asistió al Tesoro con Adelantos Transitorios por otros \$ 96.500 M (**+ 202,5% interanual**). Esta emisión, más la asociada a la compra de divisas al sector privado (\$ 27.158 M) ha sido casi totalmente absorbida por el BCRA **vía pases pasivos (\$ 62.226 millones) y emisión de LEBAC por \$ 131.859 M.** Una dinámica que puede sostenerse sólo si se pagan tasas de interés atractivas para los inversores. Tanto los pases pasivos a 7 días como las LEBAC a 30 días están pagando una tasa anual de 25,5% anual.

Esto generó un permanente atractivo por calzar préstamos a baja tasa en moneda extranjera con compras de deuda pública en pesos, y en buena medida las LEBAC. Estas, al igual que los títulos públicos y papeles privados han sido muy atractivos para inversores locales y extranjeros. Algunas acciones acumularon subas realmente extraordinarias en el primer semestre: el índice Merval de acciones subió en el primer semestre 29,5% y **varias acciones acumularon subas superiores al 80% en dicho período.** Sin embargo, da la impresión de que está cambiando el humor de los inversores. **Desde el 16 de junio pasado la cotización del dólar no bajó de \$ 16, y al cierre de este informe ya estaba en \$17,18.** Si bien tiene amplio rango para recorrer hasta llegar a niveles realmente competitivos, es una suba que indica un incipiente cambio de expectativas y de preferencias.

Si a la incertidumbre política se suma la persistente indefinición sobre qué tipo de reforma tributaria desea proponer el ministerio de Hacienda, no es de extrañar una toma de ganancias de activos en pesos con fondos buscando refugio en dólares u otros activos. Con atraso cambiario y la elevada presión tributaria, varios sectores enfrentarán una situación complicada para competir e ingresar divisas vía exportación. Algo que difícil cambie, si no se adopta alguna medida en serio de reducción del gasto público y de la presión tributaria. De no cambiar nada, seguirá creciendo el déficit fiscal, que ya **en los primeros cinco meses del año acumuló un total de \$ 163.694 M (+55% interanual).** Sobre ese monto, los intereses de la deuda ascendieron a \$ 76.448 M (+104,7% interanual). Cifras demasiado abultadas y que de no corregirse conducirán tarde o temprano a mayores presiones sobre el dólar, forzando al BCRA a optar entre convalidarlas, o a contrarrestarlas con aún mayores tasas de interés.

En principio, da la impresión de que varios grandes operadores descuentan que no habrá otras opciones, y que la actual administración no instrumentará ningún ajuste fiscal. El informe de avance del Presupuesto 2018 presentado al Congreso de la Nación el pasado jueves 30 por el ministro de Finanzas, Luis Caputo, no menciona nada de eso, ni tampoco sobre ningún proyecto de reforma tributaria. Esto torna incierto el futuro rumbo del tipo de cambio, y de otras variables. No es de extrañar que el apetito por el dólar vuelve a aparecer. Al menos, algo de eso es lo que sugiere el comportamiento de los depósitos a plazo fijo en cuentas de \$1.000.000 o más, como lo muestra el siguiente gráfico:

**GRÁFICO 1: DEPÓSITOS A PLAZO FIJO EN PESOS DEL SECTOR PRIVADO DE \$ 1 MILLÓN O MÁS. AÑO 2017.**



Fuente: elaboración en base a datos del BCRA

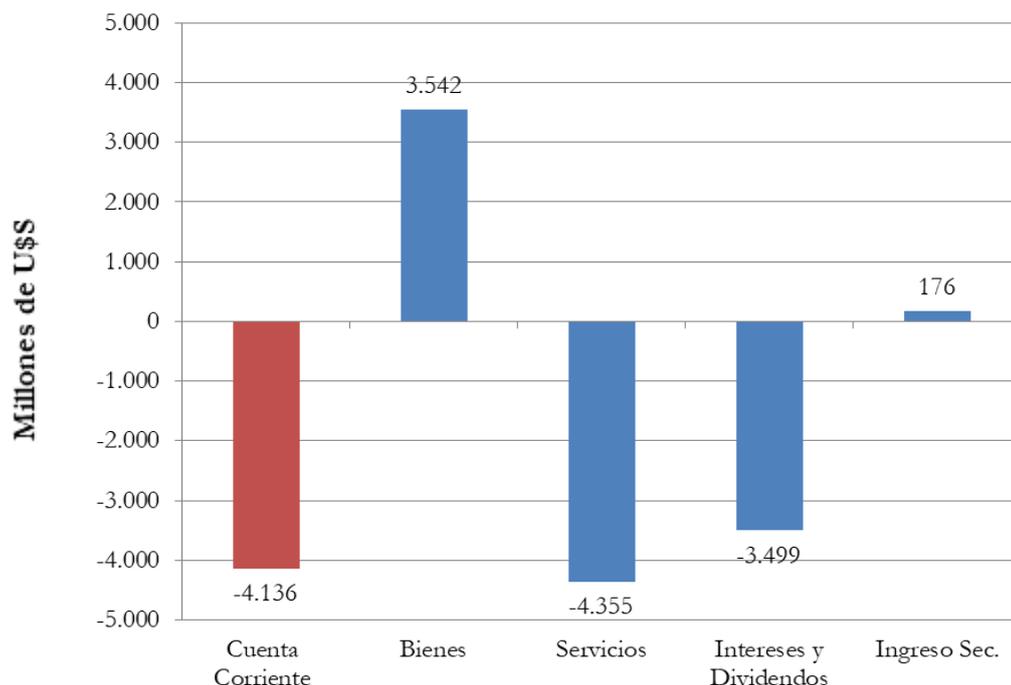
## EL CAMINO DEL DINERO

*Gustavo Martín*

**El déficit de cuenta corriente acumulado en 2017 ha sido de US\$ 4.136M (40% menor al de período del año pasado), debido a pagos de servicios e intereses. A su vez, la cuenta capital de la balanza de pagos sigue siendo superavitaria gracias al endeudamiento público. Sólo un 30% de estos ingresos netos proviene de flujos de inversión extranjera.**

Durante el mes de mayo, la Cuenta Corriente del Balance Cambiario, continuó siendo deficitaria arrojando un rojo de US\$ 961 M. De esta manera, la Cuenta Corriente acumula un déficit de US\$ 4.136 M en el año en particular debido a las cuentas Servicios e Intereses y Dividendos que apenas logran ser compensadas por las transacciones internacionales de bienes. Cabe destacar, que en lo que se refiere a la evolución de las partidas que deterioran a la Cuenta Corriente, que los egresos por servicios han ido disminuyendo conforme avanzó el año, de US\$ 1.151 M en enero a US\$ 762 M en mayo. Distinto resulta el caso de los intereses que comenzaron el año con un flujo negativo de US\$ 90 M y cerraron mayo con una salida de US\$ 1.095 M (casi un tercio del total por este concepto). Por su parte, hubo un mayor giro de dividendos que el promedio del año durante el mes de análisis, pero los valores no son tan significativos como los de las otras cuentas.

**GRÁFICO 2: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS. SALDO ACUMULADO ENE-MAY 2017**



Fuente: BCRA

En suma, los ingresos obtenidos por medio del comercio internacional de bienes aún no son suficientes para financiar los viajes realizados al exterior (que comprenden la mayor parte de la cuenta servicios) pero al menos cubren los intereses pagados por deudas.

Por su parte, la Cuenta Capital continúa siendo la principal fuente de ingresos de divisas. La mayor parte, como es bien sabido, corresponde a la nueva deuda adquirida por el Sector Público.

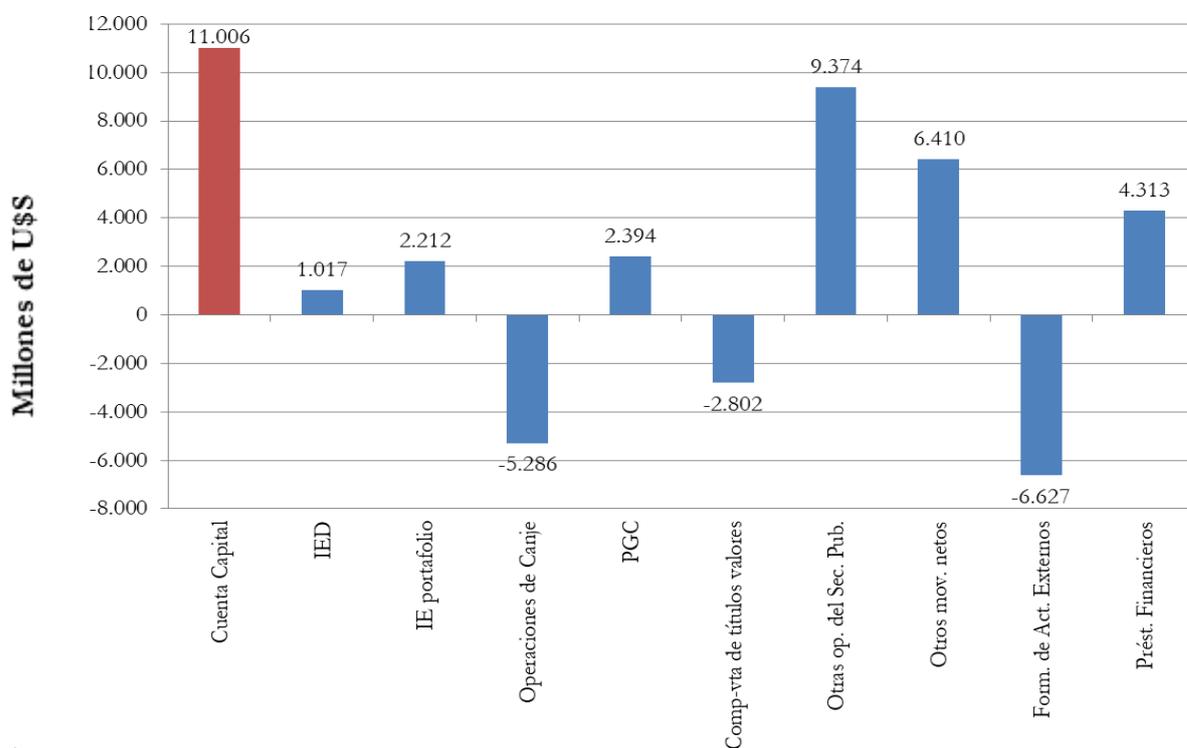
La inversión extranjera total suma unos US\$ 3.229 en el año o un 30% del total de la Cuenta Capital. Del total de inversiones, dos tercios corresponden a inversiones en portafolios y el tercio restante a inversiones directas.

Si bien el flujo neto de IED ha sido algo errático durante el año, cabe destacar que la mayor parte del mismo son entradas y hacia fin de año podrían superar los US\$ 2.000 M de mantenerse el ritmo actual. Marzo fue un mes particular debido a que en ese momento fue que se cerró el blanqueo de capitales, de esta manera es posible que el monto de IED haya estado influido por el mismo.

No obstante, las posibilidades de un mayor flujo por IED se ven incrementadas por tres factores: el crecimiento de la actividad económica local que ya se encuentra dejando atrás la recesión, la reactivación reciente en Brasil que impacta positivamente en la actividad local, y la mejora en los flujos comerciales internacionales.<sup>1</sup>

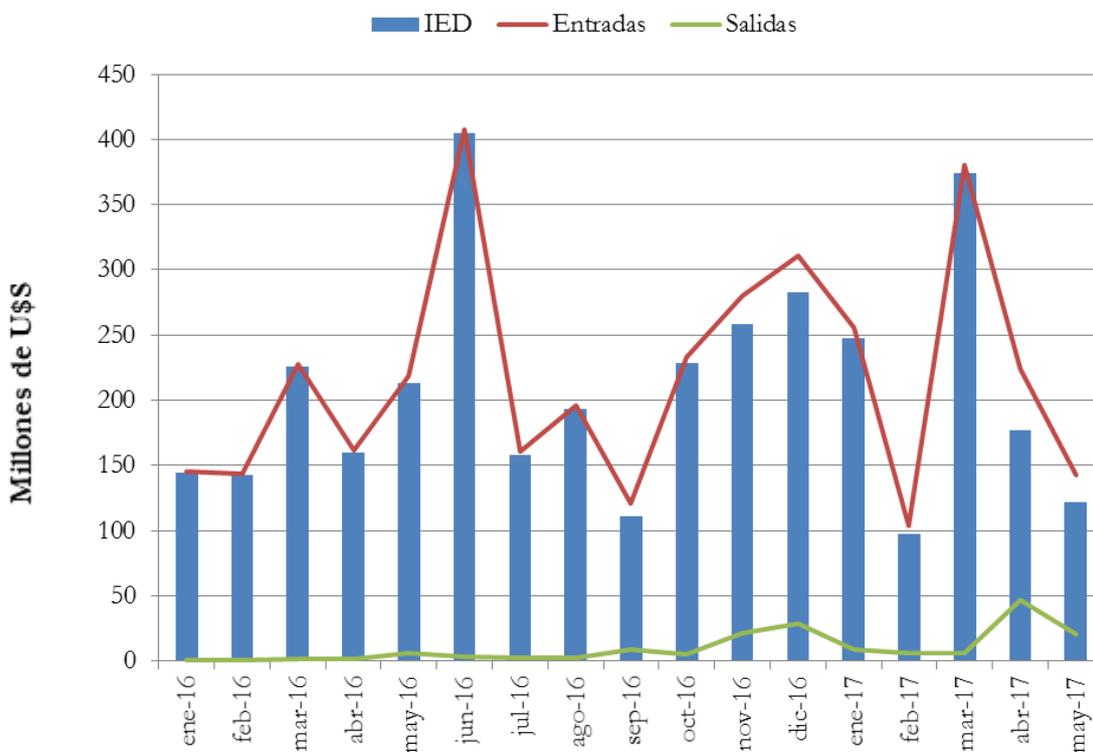
<sup>1</sup> Ver IEM del mes de Junio.

**GRÁFICO 3: CUENTA CAPITAL ACUMULADO ENE-MAY 2017**



Fuente: BCRA

**GRÁFICO 4: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA**



Fuente: BCRA

Sin embargo, el caso más interesante, lo presentan las entradas de capitales por inversión extranjera de cartera. Hasta el mes de mayo de este año, entraron de manera neta US\$ 2.212 M. La dinámica muestra que fue a partir de febrero de este año en que las entradas por inversiones en portafolios tuvieron su mejor desempeño. Una particularidad en la serie es el mes de abril, en que las entradas apenas superaron a las salidas por US\$ 145 M, pero es, asimismo, el mes de mayor entrada por este concepto. Luego se observa una profunda merma en las salidas en el mes de mayo.

Cabe destacar que hasta mitad de junio de este año, se especulaba con que el índice Merval de Argentina integraría el índice MSCI de acciones emergentes y por tanto los fondos que siguen este índice realizarían compras de acciones argentinas por unos US\$ 1.500 M para encontrarse a la par del mismo. Sin embargo, esta esperanza se vio frustrada en el mes de junio lo que, en parte, contribuyó a la escalada que tuvo el dólar durante la segunda mitad del mes y los primeros días de julio. Si bien, es posible que durante el mes de julio hayan existido salidas de divisas en la cuenta Inversión de Portafolio de no Residentes, también es cierto que el ruido en el precio de las acciones no tuvo un impacto tan significativo. Por lo tanto, hasta la publicación del Balance Cambiario del mes de junio por parte del BCRA, es dable asumir que el ritmo en esta cuenta no se alejó tanto del promedio del año y que no hubo salidas significativas.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ESCENARIO GLOBAL: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE.

*Jorge Viñas*

**La economía mundial termina la primera mitad de 2017 con crecimiento moderado, baja inflación y escasa volatilidad. Los pronósticos para el segundo semestre apuntan a una continuidad de este escenario benigno. Uno de los principales riesgos que asoma es que el optimismo imperante lleve a una exuberancia financiera con consecuencias negativas a futuro.**

#### *1. Perspectivas globales favorables*

La economía mundial atraviesa uno de sus mejores momentos desde la gran crisis financiera de 2008-2009. Esto no significa que el crecimiento global muestre una aceleración suficiente para ser considerado vigoroso, sino que el adjetivo “moderado” continúa siendo el mejor para describir el actual ciclo expansivo. Pero igualmente se advierten algunas mejoras significativas respecto a la mayor parte del período que comenzó a fines de 2009, cuando se evidenciaron los primeros síntomas de recuperación global tras la gran crisis.

En primer lugar, las fuertes asimetrías en el crecimiento entre distintos países y regiones se han reducido. En el mundo desarrollado, la Eurozona y Japón, que habían quedado rezagados respecto a EE.UU. en el proceso de recuperación, han comenzado a cerrar la brecha. Además, dentro de la Eurozona, la fuerte diferenciación entre la fortaleza de Alemania y la debilidad de los países periféricos afectados por la crisis de endeudamiento, también se está atenuando. Por el lado de los países emergentes, en general mostraron una recuperación inicial más rápida que los países desarrollados. Pero con la caída del precio de los commodities a partir de 2011, los países productores de materias primas, que tienen una alta ponderación entre los emergentes, sufrieron el impacto del deterioro de sus términos de intercambio. Esto provocó ajustes recesivos, que en algunos casos como los de Brasil y Rusia fueron agudos. Ahora, con dicho ajuste ya realizado y con los precios de los commodities que muestran una estabilización, este grupo de países presenta condiciones para retomar el crecimiento.

En segundo lugar, una de las características negativas del ciclo expansivo actual, el elevado nivel de volatilidad del crecimiento, se ha atenuado notablemente. Los sucesivos shocks que afectaron a los países periféricos de la Eurozona, recurrentes temores a un “*hard landing*” o a un potencial estallido financiero en China, movimientos bruscos en las tasas de interés y en los flujos de capital provocados por anuncios de bancos centrales, como el “*taper-tantrum*” de Bernanke<sup>2</sup>, se

<sup>2</sup> A mediados de 2013, Ben Bernanke, por entonces Presidente de la Fed, efectuó declaraciones en las que anticipaba un próximo inicio del proceso de reducción gradual (en inglés “*tapering*”) de las compras mensuales de títulos que la Fed realizaba bajo el programa QE4. Ese anuncio tomó por sorpresa a los mercados financieros, que reaccionaron con bruscas subas de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. y apreciación del dólar, provocando fuertes salidas de capital de los países emergentes.

han alternado para provocar episodios de desconfianza que derivaron en una pronunciada desaceleración de la economía mundial. Sin embargo, como se ha detallado en el número anterior del IEM, los shocks potencialmente negativos más recientes como el Brexit o la elección de Trump, no han tenido las consecuencias temidas, evitándose de esta forma los períodos de desaceleración brusca habituales en años anteriores.

Por último, pero no menos importante, el patrón de crecimiento moderado, especialmente en los países desarrollados, ha permitido reducir el desempleo desde los niveles extremos alcanzados como consecuencia de la gran crisis financiera, sin provocar una aceleración relevante de la inflación, que se mantiene en un nivel bajo en términos históricos. Esto le da margen a los bancos centrales para que puedan retirar los estímulos monetarios extraordinarios en forma gradual, evitando movimientos bruscos potencialmente desestabilizadores. En ciclos anteriores, la necesidad de la Fed de subir las tasas de interés aceleradamente para contrarrestar el aumento de las presiones inflacionarias, ha estado en el origen del final de la expansión económica.

De cara a la segunda mitad de 2017 y al año 2018, la pregunta es si las condiciones económicas favorables que han prevalecido en el primer semestre seguirán vigentes. Por el momento, parecería existir un amplio consenso de que la respuesta es afirmativa. La mayoría de las proyecciones<sup>3</sup> apuntan a un crecimiento de la economía global se mantenga estable en un rango de 3,5%-3,6% anual en el segundo semestre de 2017 y 2018, similar a la estimación del primer semestre de 2017 y una mejora respecto al 3,1% de 2016. Si bien nunca están ausentes los factores de riesgo que condicionan el escenario base, en general se asignan chances elevadas a la continuidad de las condiciones globales benignas como mínimo hasta bien entrado el año 2018.

Entre los factores de riesgo sobresalen: a) que la inflación se mantenga baja por causas transitorias y, cuando las mismas se agoten, la aceleración inflacionaria obligue a los bancos centrales a actuar más agresivamente, b) que un eventual fracaso definitivo de la agenda económica de Trump derive en una merma en el crecimiento de EE.UU., c) que algún shock exógeno, de índole política, geopolítica u otra, termine teniendo el impacto negativo que hasta ahora los shocks recientes no han tenido, y d) China y la potencial inestabilidad financiera derivada del elevado nivel de endeudamiento privado y estatal, no puede faltar en la lista de riesgos.

Pero quizás más importante como foco de riesgo es que un excesivo optimismo, derivado del actual escenario global benigno, se traduzca en una exuberancia financiera con potenciales consecuencias nocivas cuando las condiciones favorables se agoten. Los principales mercados accionarios del mundo cerraron el primer semestre de 2017 muy cerca de sus máximos históricos, mientras que las primas de riesgo incorporadas en los rendimientos de los bonos corporativos así como los soberanos de países emergentes se aproximan a su piso. Si bien estos datos no son en sí mismos una señal que anticipen problemas graves a futuro, ciertos indicadores de valuación empiezan a encender alguna alarma.

En cierta medida, el escenario actual trae reminiscencias del período más favorable que experimentó la economía y los mercados financieros globales entre 2003 y 2007, que llevaron a los excesos que terminaron estallando en la crisis de 2008-2009. Al respecto, no debería ser tomado como una coincidencia el hecho de que a fines de junio la Fed, tras constatar que las principales entidades bancarias de EE.UU. habían superado los últimos *stress-tests*, las liberó de las restricciones que les había impuesto para distribuir dividendos y de otras limitaciones sobre su capital. Esto ha sido tomado como una señal de que los bancos se han “curado” definitivamente. Si a ello se suma la desregulación del sistema financiero que impulsa Trump, podrían estar generándose nuevamente las condiciones para un cóctel explosivo.

## 2. EE.UU.

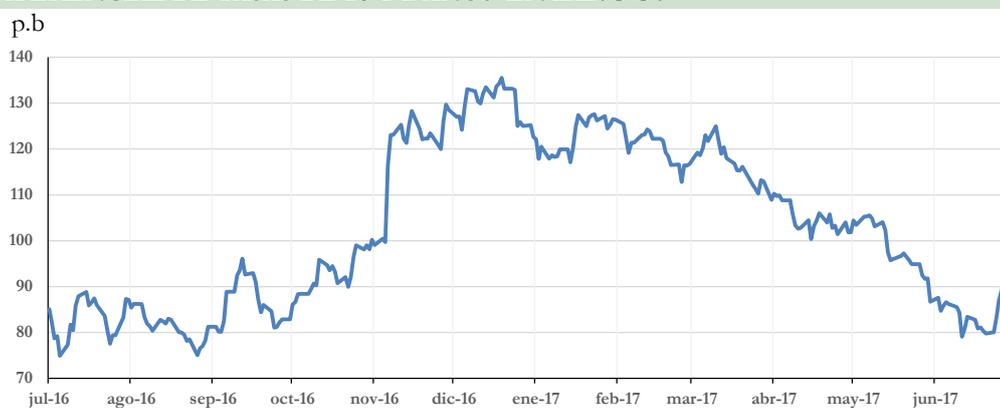
Tal como se esperaba, en la reunión de junio la Fed subió 25 p.b. la tasa de Fondos Federales al rango 1.00%-1.25% anual. Adicionalmente, mantuvo sin cambios la proyección de tres subas de tasas para 2017, lo que implica que espera realizar una suba más de 25 p.b. antes de fin de año. De esta forma, los miembros del Comité prefirieron no tomar en cuenta la baja reciente de la inflación como un cambio de escenario que los lleve a postergar el proceso de normalización de la política monetaria en marcha. Otra señal en la misma dirección es que hablaron nuevamente de la reducción gradual de los montos de reinversión de los títulos públicos e hipotecarios que la Fed mantiene en su activo, proceso sobre los que darán detalles en el mes de septiembre.

<sup>3</sup> Incluyendo las del FMI que se presentaron en el número anterior del IEM

El mercado financiero no está plenamente convencido de que habrá otra suba de tasas en 2017. Recién para la reunión de diciembre de 2017, la probabilidad de una suba de tasas de 25 p.b. implícita en la valuación de los futuros de fondos federales supera el 50% (56% al 3 de julio). Pero parece ser que la Fed prefiere aprovechar el bajo nivel actual de desempleo, para proseguir con la normalización, dotándose así nuevamente de herramientas para actuar en caso de que un debilitamiento de la economía requiera de nuevos estímulos.

Respecto a este punto, mucho se ha hablado recientemente de la señal preocupante que brinda el aplanamiento de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU., ya que históricamente una curva aplanada ha sido un indicador anticipado confiable del inicio de una recesión. En el Gráfico 5 se presenta la evolución de la pendiente de la curva de rendimientos, medida por el diferencial entre la tasa del bono del Tesoro a 10 años y el bono a 2 años. Desde fines de diciembre de 2016 y mediados de junio de 2017, pasó de 135 p.b. a 80 p.b., muy cerca de los mínimos de 75 p.b. alcanzados a mediados de 2016. Sin embargo, existe un argumento fuerte en contra de la utilidad de este indicador en el ciclo actual, debido a la influencia directa que ha ejercido la Fed sobre la parte larga de la curva, a través de las compras efectuadas en los distintos programas de QE. Esto nunca había ocurrido antes y puede estar distorsionando el poder predictivo de este indicador.

#### GRÁFICO 5. DIFERENCIAL DE TASAS DE 10 Y 2 AÑOS EN EE.UU.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg

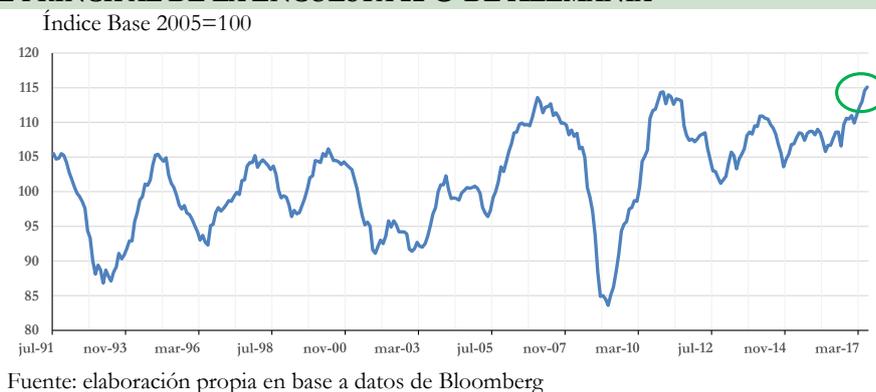
Por otra parte, hacia fines de junio se advierte una incipiente reversión del proceso de aplanamiento de la curva: al 3 de julio, el diferencial de tasas ya se ubica en 94 p.b. Además, el primer dato económico publicado del mes de junio, la encuesta ISM Manufacturing, muestra un fortalecimiento de la actividad manufacturera luego de dos meses de desaceleración que habían generado dudas respecto al dinamismo del sector industrial. De esa forma, se consolidan las perspectivas de que la economía de EE.UU. sostenga un crecimiento en torno al 2% anual en el segundo semestre.

Mientras tanto, las próximas semanas pueden ser claves para el destino del programa económico del Presidente Trump. Está prevista la votación en el Senado de la ley que reemplazará al *Obamacare*, que hasta ahora no ha logrado suficiente consenso entre los Republicanos. En caso de que Trump logre un éxito en este campo, se abriría la puerta para el tratamiento en los próximos meses de la reforma tributaria. De lo contrario, los planes de Trump seguirán languideciendo, abriendo una gran incógnita respecto a las perspectivas para 2018.

### 3. Eurozona

Las encuestas de confianza en la economía más recientes muestran que el nivel de optimismo se mantiene en alza. El indicador principal de la encuesta IFO en Alemania registró un nuevo máximo histórico en la serie que comienza en 1991 (véase el Gráfico 6) Por otra parte, la encuesta de sentimiento económico de la Comisión Europea alcanzó un nuevo máximo para el actual ciclo económico. Esto genera augurios favorables de cara al segundo semestre, tras un primer semestre muy auspicioso. Las proyecciones apuntan a un crecimiento del 2% anualizado en el segundo semestre, pero no sería extraño que supere las expectativas, del mismo modo que lo hizo en la primera mitad del año.

## GRÁFICO 6: ÍNDICE PRINCIPAL DE LA ENCUESTA IFO DE ALEMANIA



En este contexto de sensible recuperación en el crecimiento, se espera que el BCE no actúe en lo inmediato, pero que comience a señalar en los próximos meses el retiro gradual de los estímulos monetarios, empezando por una reducción de las compras mensuales de títulos a partir de 2018. El bajo nivel de inflación brinda fundamento al enfoque gradualista. En junio, la inflación minorista de la Eurozona registró una nueva reducción de la variación interanual a 1,3% de 1,4% en mayo. Si bien la inflación subyacente mostró un repunte de 0,9% interanual en mayo a 1,1% en junio, todavía sigue muy lejos de la meta oficial del 2%.

Mirando más allá del corto plazo, se escuchan algunas voces de preocupación respecto a la posibilidad de que el proceso actual se trate simplemente de una recuperación cíclica, ya que no se advierten avances en las reformas estructurales que requiere la región para incrementar el crecimiento potencial. Al respecto surgen dos reflexiones. La primera es que, dado la amplitud del output-gap que acumuló la región en los años que siguieron a la gran crisis financiera, todavía tiene margen para seguir creciendo sin que se enfrente a un problema de restricción de capacidad.

La segunda es que la elección de Macron en Francia, no sólo puede representar el puntapié para que Francia inicie un proceso de reformas tendientes a acrecentar su productividad y competitividad, sino que dicho proceso “contagie” a sus socios. Al respecto, Angela Merkel mostró una recepción favorable de las propuestas del nuevo líder francés sobre una mayor integración en la conducción económica de la Eurozona.

En el frente específicamente político, Merkel sigue con ventaja relativamente cómoda en las encuestas de cara a las próximas elecciones parlamentarias, mientras que la preocupación que despertaba Italia ante la posibilidad concreta de un adelantamiento de las elecciones generales para antes de fines de 2017, se ha diluido. Esto se debe a que el acuerdo multipartidario para la nueva ley electoral, que estaba prácticamente cerrado, se cayó a último momento.

Pero más allá de la dinámica política puntual de cada país miembro, un hecho para destacar es que, a nivel agregado de la Eurozona, sumando los partidos “antieuropeos” de cada país, el apoyo a la causa antieuropea ha mermado significativamente. De haber mantenido niveles de popularidad cercanos al 20% durante buena parte de 2016, a mediados de 2017, el respaldo a disminuido en torno al 15%, el nivel más bajo desde 2014. Una señal de que la mejora económica empieza a influir en las percepciones del electorado europeo.

### 4. Japón

La publicación del informe Tankan del segundo trimestre de 2017 confirmó que la economía japonesa está atravesando un período muy favorable. El principal indicador, correspondiente al nivel de actividad de las grandes empresas industriales mostró una mejora significativa respecto al trimestre anterior, pasando de 12 a 17 el saldo de respuestas positivas, y superó las expectativas que según el consenso de Bloomberg se ubicaban en 15. El resto de las categorías (grandes empresas de servicios y empresas pequeñas industriales y de servicios) también mostraron mejoras respecto al trimestre anterior.

Pero quizás más importante es que todos los componentes de perspectivas para el próximo trimestre también mejoraron, de la misma forma que las proyecciones de incremento de nuevas inversiones productivas, que pasaron de 0,6% en el primer trimestre a 8% en el segundo. Esto augura la continuidad en el segundo semestre de un escenario de crecimiento sólido para el standard de Japón de las últimas décadas.

Pese a ello, la inflación sigue resistiéndose a repuntar para acercarse a la meta del 2% establecida por el Banco de Japón. En mayo, la inflación minorista se mantuvo en 0,4% interanual, nivel similar al que comenzó el 2017. Peor aún, la inflación subyacente persiste en terreno negativo, con una variación interanual de -0,2% en mayo. La falta de reacción de la inflación aun en un contexto de crecimiento económico muy favorable obligará seguramente al BOJ a reducir sus proyecciones inflacionarias, dado que confiaban en que la recuperación del nivel de actividad contribuiría al cumplimiento de la meta del 2% el año próximo. Sin embargo, al menos mientras la economía se mantenga en crecimiento, es improbable que el BOJ sume nuevos estímulos monetarios.

## 5. *China*

En China, la única novedad económica relevante desde el número anterior del IEM, ha sido la publicación de la encuesta PMI Manufacturing correspondiente al mes de junio. La misma trajo tranquilidad ya que el indicador principal de actividad volvió a ubicarse por encima de 50, la línea divisoria entre expansión y contracción, luego de haber caído por debajo de dicho nivel crítico en mayo por primera vez desde mediados de 2016. De esta forma las preocupaciones respecto a la posibilidad de que las medidas que vienen tomando las autoridades para contener la expansión crediticia excesiva, en especial en el segmento no regulado del sistema financiero, provoquen un enfriamiento excesivo, se han disipado por el momento. Las proyecciones apuntan a que el gobierno conseguirá sostener el crecimiento en el segundo semestre en torno al objetivo del 6,5% anual.

## **BRASIL: CRISIS INSTITUCIONAL Y LEVE RECUPERACIÓN ECONÓMICA**

*Eloy Aguirre*

**La economía de Brasil se recupera lentamente. Las proyecciones de mercado estiman un crecimiento del PIB de 0,4% para el año 2017, inflación del 3,5% y un superávit comercial que superaría los U\$S 58.000 M**

### 1. *Introducción*

Brasil continúa atravesando una fuerte crisis institucional y política. En los últimos días el fiscal general de la nación brasileña, Rodrigo Janot, denunció formalmente al presidente Michel Temer ante el Tribunal Supremo por el delito de corrupción pasiva. Es la primera vez en la historia del Brasil que un presidente es denunciado por un delito penal en pleno mandato.

La denuncia del fiscal se basa principalmente en la confesión del empresario de la carne, Joesley Batista, que acusa a Temer de acordar el cobro de sobornos. Por tal motivo, en los próximos días el Congreso brasileño deberá decidir si apartará al primer mandatario del cargo para que sea juzgado. A diferencia de Dilma Rousseff, el presidente Michel Temer posee mayor apoyo en el Congreso y podría evitar la suspensión. Por el contrario en las calles brasileñas, el índice de popular del presidente Michel Temer es del 7% el más bajo en la historia de un presidente de Brasil, esta situación intensifica la crisis social brasileña.

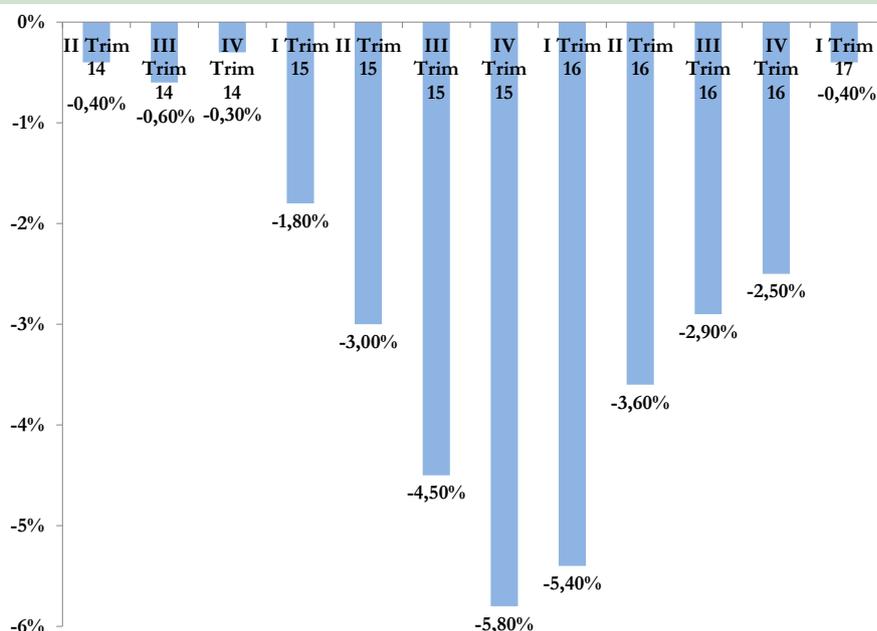
En el caso de suspenderse el mandato del presidente Temer podría verse agravada la situación política en Brasil y consecuentemente repercutir en los mercados financieros locales afectando la economía doméstica. Al parecer los mercados financieros descartan esta posibilidad, la bolsa brasileña (Bovespa) creció 5,3% en lo que va del año 2017 y el riesgo país descendió un 12% en el mismo período alcanzando los 289 puntos básicos.

## 2. Economía

La economía de Brasil está mejorando lentamente. El dato del PIB del primer trimestre del año 2017 muestra una caída interanual del 0,4% y un aumento del 1% versus el trimestre anterior. **Desde el segundo trimestre del año 2013 que el PIB brasileño no crecía más del 1% entre trimestres.**

El gráfico 7 muestra la variación interanual del PIB desde el segundo trimestre del año 2014 hasta el primer trimestre del año 2017. Se puede ver, doce trimestres consecutivos de caída del PIB, alcanzando su mayor baja en el cuarto trimestre del año 2015 de 5,8% interanual. También se puede observar, que durante el año 2016 la economía comenzó a mostrar pequeñas señales de mejora al reducir sus tasas de caídas y un dato alentador en el primer trimestre del año 2017, proyectando un segundo trimestre con crecimiento positivo interanual. Según el último informe del Banco Central do Brasil de relevamiento de mercado, se proyecta para el año 2017 un crecimiento del PIB del 0,4% y para el año 2018 un incremento del PIB de 2,1%.

**GRÁFICO 7: CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB. II TRIMESTRE 2014 – I TRIMESTRE 2017**



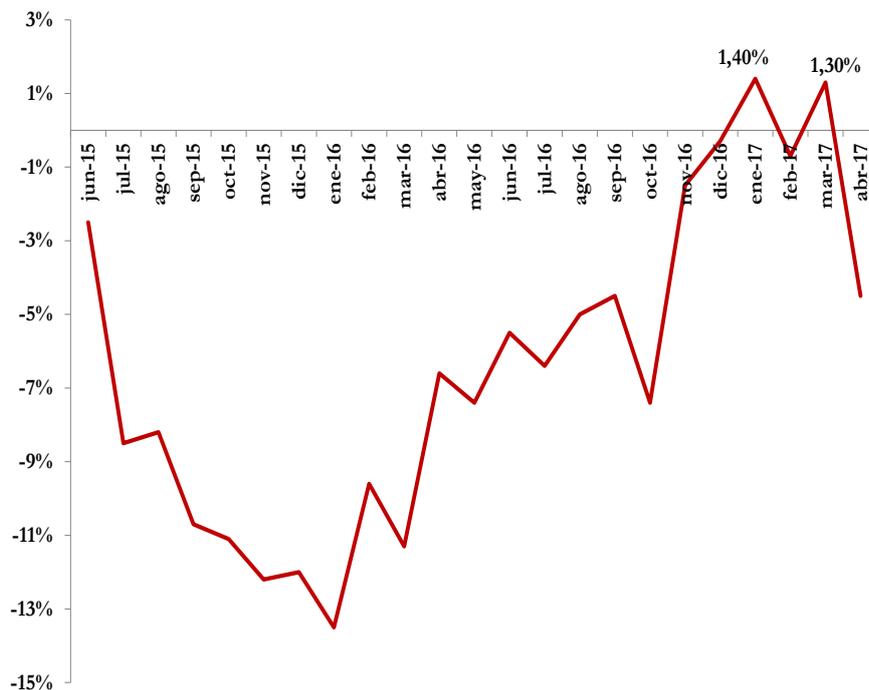
Fuente: elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

La producción industrial comienza a mostrar signos de recuperación, el gráfico 8 muestra la variación interanual de la producción industrial desde junio de 2015 hasta abril de 2017. Se puede ver, en el año 2017 las primeras variaciones interanuales positivas desde febrero del año 2014.

Además, la producción de vehículos mostró un aumento del 23% interanual en los primeros cinco meses del año 2017 respecto del mismo período del año 2016, exhibiendo signos de recuperación de este sector que había caído 11% en el año 2016 y 22% en el año 2015. Otros sectores productivos que crecieron fueron la producción de acero, con un aumento del 14,4% en los primeros cuatro meses del año 2017 y la minería con un incremento interanual del 7% en el mismo período. Según el relevamiento del Banco Central, la proyección del crecimiento industrial para el año 2017 es de 0,55% y 2,3% para el año 2018.

Otro indicador que muestra una leve recuperación es el consumo. En el primer trimestre de 2017 el consumo privado cayó 1,9% interanual, presentando la menor caída de los últimos ocho trimestres. En abril del año 2017, las ventas minoristas aumentaron 1,9% interanual, este es la primera tasa de crecimiento positiva desde marzo del año 2015, mostrando una tendencia de recuperación en ventas minoristas.

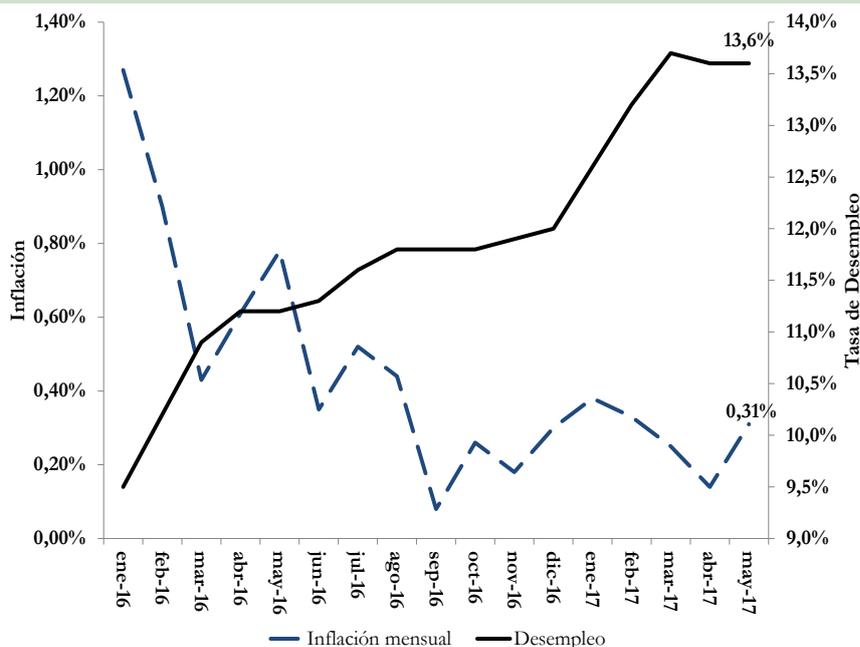
**GRÁFICO 8: CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB. IV TRIMESTRE 2014 – IV TRIMESTRE 2016**



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central do Brasil

El gráfico 9 muestra la inflación mensual y la tasa de desempleo desde enero del año 2016 hasta mayo del año 2017. Se puede ver en el caso de la inflación una tendencia a la baja, la inflación del año 2015 fue 11% mientras que el aumento de precio en el año 2016 alcanzó el 6,5% y la tendencia continúa hacia la baja. Según el último informe del Banco Central do Brasil de relevamiento de mercado, se espera para el año 2017 una inflación del 3,5. El jueves 29 de junio el Consejo de Política Monetaria redujo la meta de inflación para el año 2019 del 4,5% al 4,25% y la del año 2020 al 4%, mientras que para los años 2017 y 2018 mantuvo el piso de 3% y el techo del 6%.

**GRÁFICO 9: VARIACIÓN MENSUAL DE LA INFLACIÓN Y TASA DE DESEMPLEO. ENERO 2016 – MAYO 2017**



Fuente: Banco Central de Brasil

En el año 2015 y casi todo el año 2016 el Banco Central de Brasil mantuvo la tasa de referencia, Selic, por encima del 14%, política que le permitió paulatinamente reducir la inflación y luego con tasas de inflación menores comenzó a reducir la tasa. La tasa de referencia Selic pasó de 11,25% en abril a 10,25% en mayo del año 2017 y se espera que continúe la baja de tasas. Si la inflación continúa en el sendero de la meta se estima que el Banco Central podría bajar la tasa Selic al 8,5% en diciembre de este año. De esta forma se podría mayores incentivos a la recuperación económica brasileña.

**La tasa de desempleo, a su vez, se encuentra en torno del 13,6% y la tendencia es creciente.** Con el objetivo de solucionar esta situación el gobierno de Temer impulsa una reforma laboral que cuenta entre sus principales cambios:

- i) aumentar la edad jubilatoria;
- ii) congelar los puestos de trabajos estatales;
- iii) flexibilización de jornada laboral de 8 a 12 horas diarias y
- iv) la posibilidad para las empresas de tercerizar o subcontratar servicios para disminuir costos.

Actualmente el proyecto de reforma laboral se está debatiendo en el Senado y tuvo un alto grado de rechazo social, con huelgas en diferentes sectores y marchas sindicales en varias regiones. Para el gobierno, parte de la reactivación económica depende del éxito de la ley. En cuanto al comercio exterior, el balance comercial del año 2016 fue U\$S 47.723 millones y el acumulado de los primeros cinco meses del año 2017 alcanzó los U\$S 29.060 millones. El cuadro 10 muestra las exportaciones, importaciones y balance comercial desde el año 2014. Si se comparan los datos de los primeros cinco meses del año 2017, se puede observar un incremento interanual del 20% en las exportaciones respecto de los primeros cinco meses del año 2016, las importaciones aumentaron un 9,4% y el balance comercial creció un 47,5%. Según el relevamiento del Banco Central se proyecta un superávit de balanza comercial para el año 2017 de U\$S 58.250 millones.

**CUADRO 10: COMERCIO EXTERIOR DE BRASIL. 2014 - 2017**

Años	Exportaciones U\$S millones	Importaciones U\$S millones	Balanza Comercial U\$S millones
2014	225.101	229.145	-4.044
2015	191.134	171.461	19.673
2016	185.280	137.557	47.723
Ene-May 2017	87.947	58.887	29.060

Fuente: elaboración propia en base a FMI y Banco Central do Brasil

A su vez, la cuenta corriente de Brasil en mayo del año 2017 fue positiva por U\$S 2.900 millones, acumulando un déficit de cuenta corriente en los primeros cinco meses del año 2017 de U\$S 616 millones. En el año 2016 el déficit de cuenta corriente alcanzó los U\$S 23.531 millones y en los primeros cinco meses de ese año fue de U\$S 6.000 millones. En lo que va del año 2017, el Real se depreció un 1,8% pasando de 3,25 reales/U\$S a 3,31 reales/U\$S. Por último, un tema no menor son las cuentas fiscales. En mayo del año 2017 el déficit primario brasileño alcanzó los 30.000 millones de reales y el acumulado enero-mayo fue 15.000 millones de reales, un 14% mayor al déficit del mismo período del año 2016. El gobierno de Temer está llevando a cabo un plan de reducción del gasto público que alcanzaría los U\$S 13.500 millones en el año 2017. La meta propuesta por el gobierno es alcanzar un déficit fiscal primario para el año 2017 de U\$S 44.700 millones equivalente a 148.000 millones de reales.

### 3. Síntesis

En resumen, Brasil continúa atravesando una fuerte crisis política e institucional que podría agravarse si el Congreso suspende al presidente Michel Temer. En cuanto al plano económico, se están observando señales leves de recuperación económica que indican un crecimiento magro para el año 2017. Luego de 12 trimestres consecutivos de caída interanual del PIB se estima crecimiento positivo para el segundo trimestre. Igualmente, el camino de recuperación no será inmediato y la economía brasileña necesitará varios trimestres para volver a crecer.

## NOTA ESPECIAL

### EL BONO A 100 AÑOS<sup>4</sup>

Héctor Rubini

La emisión de deuda pública a 100 años sigue despertando dudas y preguntas de todo tipo. La sensación que dejó la operatoria, y fundamentalmente su presentación al público a la operatoria y las reacciones que generó, dan lugar a un diagnóstico tipo “medio vaso lleno, medio vaso vacío”.

De qué se trata?. Es un bono de U\$S 2.750 emitido en Nueva York bajo la par, con un cupón fijo de 7,125% por año, en pagos semestrales. En la colocación inicial la tasa exigida por los bonistas fue de 7,9%, lo que constituye una de las tasas más caras pagadas por las emisiones iniciales de bonos a 100 años en las últimas tres décadas<sup>5</sup>. Su emisión se presentó en el sitio web del Ministerio de Finanzas el lunes 19 de junio como un hecho consumado. Sorprendió que en la semana anterior se hubiera realizado la colocación de un título de estas características sin anuncio previo a la prensa, y sin comunicación previa al Congreso de la Nación. Y esto dio lugar a una serie de dudas y preguntas que pusieron en duda la conveniencia de la operatoria.

Si se emite deuda a más largo plazo que a corto, ¿se beneficia el deudor? Sí, porque se aleja el riesgo de iliquidez. Concentrar vencimientos de deuda a futuro aleja en el tiempo la ocurrencia de un evento de crisis por “falta de efectivo” para pagarlos. Punto a favor del bono a 100 años. Si la alta demanda de bonos de países emergentes puede que sea transitoria y se revierta por suba de tasas en EE.UU. u otra razón, conviene en esas circunstancias emitir deuda al más largo plazo posible. Otro argumento a favor. ¿Sabía el gobierno argentino que el 20 de junio Morgan Stanley Corporate Investments (MSCI) no iba a elevar a nuestro país de “país de frontera” a “emergente”? En caso afirmativo, colocar deuda a posteriori exigiría pagar tasas más altas que las pagadas en emisiones anteriores. Habría sido entonces una decisión correcta la emisión este bono antes de esa fecha.

En cuanto al vaso medio vacío, la demora en publicar el prospecto del bono ya emitido generó dudas y suspicacias de todo tipo, hasta el punto de que un Senador Nacional de la provincia de Neuquén inició una demanda judicial (que está en curso) contra el ministro de Finanzas, Luis Caputo. Algunas preguntas en extremo incómodas, y que no recibían respuesta oficial alguna, fueron estas:

- a) ¿estaba esta emisión prevista en la ley de Presupuesto para este año?
- b) ¿estaba previamente informado, al menos, el Congreso de la Nación?
- c) ¿con qué criterio o mecanismo de selección se eligieron a los bancos colocadores?
- d) ¿qué comisión cobran cobraron- esas entidades?
- e) ¿por qué no se publicó en el Boletín Oficial el prospecto definitivo, conociéndose durante varios días sólo una copia online del “*red herring*” presentado a la Security Exchange Commission en Nueva York, y que casi por casualidad un distinguido economista académico descubrió en *Google*?

También se debatió el problema de la “duration” del nuevo bono. Es un coeficiente que indica en qué porcentaje aumenta (baja) el precio de ese título cuando baja (sube) la tasa de interés. A mayor plazo al vencimiento del título, mayor será la baja del precio del bono ante cada punto de suba de tasas de interés.

La viabilidad de aumentar la duration para la familia completa de bonos emitidos permite captar con más precisión el impacto de cambios de tasas de interés de deuda de largo plazo sobre rendimientos de deuda de corto y mediano plazo. En caso de baja de tasas de largo plazo, puede arrastrar a un movimiento análogo a las de deuda de mediano y corto plazo, señalizando cambios en la demanda. Algo por demás útil para cualquier gobierno que necesita financiamiento o reescalonar emisiones a medida que van venciendo títulos en circulación.

<sup>4</sup> Una versión previa fue publicada en el Diario *El Economista*: “Un Bono con Demasiadas Dudas”. Diario *El Economista*, Buenos Aires, 26 de junio de 2017, pág. 4. Acceso online en <http://www.economista.com.ar/2017-06-bono-demasiadas-dudas/>

<sup>5</sup> Comparando emisiones soberanas del último cuarto de siglo, es la segunda más cara en el mundo, después de la emisión de un bono a 100 años del gobierno de la República Popular China en enero de 1996, pagando una TIR de 9% anual. Otros gobiernos que han emitido deuda a 100 años en los últimos 25 años han sido los de Filipinas, Irlanda, Dinamarca, Suecia, Bélgica y México.

Como lo ha observado el economista Germán Fermo, de la Universidad Torcuato Di Tella, alargar la duration no es independiente de las tasas que ya se están pagando por bonos emitidos. Además, la prima de riesgo país juega un rol central. A mayor riesgo país y mayores tasas pagadas, mayor es el aumento de plazo que los nuevos bonos deberán tener si se quiere lograr un aumento dado de la duration, sin sufrir una caída en la paridad y resignando ingresos presentes al emitir el bono. Otra opción, sería la de preservar duration pagando menores cupones, pero en ese caso se resignan ingresos presentes: el título cotizaría muy bajo la par, y se perderían ingresos presentes por su emisión<sup>6</sup>.

La duration también indica la cantidad de años en los que el comprador del bono recupera el costo de su inversión con los pagos prometidos del título. Quien compró este bono a 100 años, que paga un cupón fijo de 7,125% anual en dos cuotas semestrales por año, pagó U\$S 90,1 por cada U\$S 100 del capital del título, exigiendo un rendimiento de 7,9% anual. La duration resultante, igual a 12,6 tiene, entonces dos lecturas: a) por 100 puntos básicos de suba (baja) de tasas de interés, el precio del bono caerá (aumentará) 12,6 puntos básicos, y b) que en 12,6 años recuperará lo invertido al comprar estos bonos a U\$S 90,1 por cada U\$S 100 de capital principal.

Todo lo recibido en los 87,4 años restantes vía cobro de cupones y amortización de capital es ganancia extra para el bonista. Puede ser licuado por la inflación, pero el bonista puede reinvertir esos ingresos y remover la carga de la inflación. De todas formas, no deja de ser riesgoso, tratándose de un país con un pasado de “defaulteador serial”, lo que se refleja en la prima de riesgo país, y en la tasa de rendimiento exigida, al comprar el bono bajo la par. Otra cosa sería si tuviera una cláusula de recompra. El “*red herring*” indicaba que el título no es redimible antes del vencimiento, pero en varias redes sociales circuló hacia fines de la semana pasada un rumor sobre su inclusión en el prospecto definitivo. Como no se había publicado, nadie sabía si eso era verdad o no. Recién el 28 de junio se publicó el prospecto, el “*red herring*”, la “*price-term sheet*” y documentos legales adicionales. Allí quedó claro que aparece una cláusula de recompra total, pero bajo condiciones de devolución de todos los demás flujos de fondo prometidos, que la tornan inviable. A todo efecto práctico, no es operativa, de modo que no afecta en nada al cálculo de la duration. En el prospecto publicado aparece como precio inicial de cotización a 90% de valor facial.

¿Se ganó mucho en aumento de duration con este bono? Respecto de un bono a 30 años, el BONAR 2046, con duration igual a 11,9, y pagando un rendimiento de 7,25%, poco y nada. El aumento ha sido de 0,7, y el rendimiento del bono a 100 años supera en 66 puntos básicos al del título a 30 años. ¿Era entonces necesario emitir un título a tan largo plazo? ¿No hubiera sido conveniente una emisión de un bono a 40 o 50 años? Matemáticamente el aumento de duration con un nuevo bono a 100 años no supera demasiado al de la emisión de un título a 40 o 50 años...

En cuanto al cupón pagado, no parece ser demasiado alto, para algunos suena algo generoso. De todos modos, la magnitud de esta emisión es ínfima respecto del total de la deuda pública.

En definitiva, ¿ha sido oportuna y acertada esta emisión? No es del todo claro. Ciertamente hay aspectos hasta ahora poco convincentes sobre esta emisión, pero también es necesario que el árbol no tape al bosque. El problema de raíz es el aumento permanente del déficit fiscal, y no sólo de la administración nacional, sino también de la gran mayoría de gobiernos provinciales y municipales. Mientras eso no cambie, continuará el aumento de la deuda pública y sus inevitables consecuencias cuando se acumulen vencimientos de intereses y capital: más impuestos, menos crecimiento y, tarde o temprano, el retorno al abuso de la emisión monetaria para financiar la brecha fiscal, o quizás del fantasma de algún futuro gobierno defaulteador.

---

<sup>6</sup> Fermo, Germán (2017): “Cisne negro argentino: somos frontera y nada es gratis al 2117”, en <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Cisne-negro-argentino-somos-frontera-y-nada-es-gratis-al-2117-20170621-0071.html>.

INDICADORES

Indicador	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17
<b>Indicadores de Actividad</b>												
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	-5,7%	-1,7%	-2,8%	-4,6%	-1,3%	0,7%	1,6%	-2,0%	1,3%	0,6%	n/d	n/d
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	0,4%	0,5%	-0,8%	-0,3%	0,8%	1,9%	-0,1%	-1,4%	1,5%	0,0%	n/d	n/d
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	-6,3%	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	5,8%	26,6%	-13,2%	12,6%	31,7%	n/d
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-16,6%	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	24,4%	66,9%	-1,2%	16,7%	n/d
<b>Producción Industrial (OJF) Var. % a/a</b>	-7,9%	-6,8%	-5,7%	-8,2%	-1,3%	-0,2%	-3,6%	-9,0%	-0,8%	2,0%	3,9%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	1,9%	-2,1%	0,0%	-0,2%	2,6%	2,2%	-0,6%	-3,0%	2,5%	0,0%	0,1%	n/d
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	-8,7%	-4,0%	-8,1%	-7,6%	-1,5%	-1,0%	4,0%	-8,8%	-1,2%	-3,1%	4,3%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	1,5%	0,2%	-2,2%	1,3%	2,0%	1,3%	-1,3%	0,0%	-1,0%	0,8%	0,7%	n/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	n/d
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	n/d
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	-6,9%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	n/d
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	5,6%	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-9,0%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	n/d
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,9%	1,8%	-8,7%	28,7%	10,7%	8,7%	n/d
<b>Indicadores del Sector Externo</b>												
<b>Exportaciones en USD</b>	4.967	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	4.252	3.881	4.537	4.829	5.415	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-10,6%	12,2%	-2,8%	-6,3%	20,8%	33,9%	9,7%	-6,3%	2,6%	1,8%	0,8%	n/d
<b>Importaciones en USD</b>	4.690	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	4.340	3.939	5.468	4.973	6.057	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-18,0%	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	7,1%	-2,4%	16,4%	13,8%	24,0%	n/d
<b>Saldo Comercial en USD</b>	277	705	361	-114	115	65	-88	-58	-931	-144	-642	n/d
<b>Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	208,1	199,6	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	204,7	198,6	193,6	195,5	195,4
<i>Var. % a/a</i>	-4,8%	-2,5%	2,1%	1,0%	6,4%	8,4%	13,2%	12,9%	7,0%	-0,8%	-8,4%	-12,6%

Indicador	jul-16	Ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17
<b>Precios</b>												
IPC (INDEC) Var. % m/m	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	n/d
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%	1,8%	2,3%	1,6%	n/d
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%	33,4%	27,3%	25,2%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%	2,4%	2,1%	1,8%	n/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	n/d
<i>Var. % t/t, m/m</i>	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	n/d
<b>Indicadores Fiscales</b>												
Ingresos Totales Var. % a/a	22,3%	28,2%	28,5%	23,8%	48,8%	99,2%	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	n/d
Gastos Primarios Var. % a/a	30,7%	38,3%	36,7%	51,5%	33,0%	85,4%	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	n/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>												
<i>Mediana</i>	25,0	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0
<i>Media</i>	29,8	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>												
<i>Índice</i>	45,6	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	0,0	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0
<i>Var. % m/m</i>	7,1%	-6,6%	1,6%	6,4%	-4,6%	1,2%	0,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%
<i>Var. % a/a</i>	-18,7%	-25,0%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	-19,0%	-17,7%	-10,8%	-15,0%	7,0%	7,3%	-1,2%