

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

Nº 151 AÑO 15

14 DE JUNIO DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Eliana Scialabba

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ RECUPERACIÓN Y ESTABILIZACIÓN ¿AHORA SÍ?	2
▪ SIN VIENTO EN PROA	4
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ ESCENARIO GLOBAL: EFERVESCENCIA POLÍTICA CON ESCASO IMPACTO ECONÓMICO	8
▪ CHINA CONSOLIDA EL CRECIMIENTO	13
NOTA ESPECIAL	
▪ EL PREOCUPANTE ESTADO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS	17
▪ IN MEMORIAM: ALLAN H. MELTZER (1928-2017)	23
INDICADORES	26

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

- **Fuerte baja de la inflación.** El INDEC informó que el IPC aumentó 1,3%, la mitad de la inflación observada en abril. Los factores fundamentales han sido el enfriamiento del consumo y el mantenimiento de altas tasas de interés.

LO IMPORTANTE

- **La actividad comenzó a recuperarse.** La construcción y la agroindustria lideran la suave reactivación que se observa en este trimestre, y compensan así la persistente retracción de la actividad de la industria manufacturera.

LO QUE HAY QUE SABER

- **Se acercan las PASO.** Comienzan los preparativos para las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) de agosto. No se prevén cambios de política económica, al menos hasta el último trimestre, en que se espera una corrección del déficit fiscal.
- **El ajuste fiscal para más adelante.** El gasto público sigue creciendo por encima de los ingresos primarios, incrementando tanto el déficit primario como el financiero. Sin ajuste del gasto primario, la acumulación de intereses de la deuda debilita la solvencia fiscal para el largo plazo.
- **Crecimiento, todavía bajo.** La estimación de consenso para el crecimiento del PIB en 2017 (2,6% anual) no sería una más que una recuperación. El contexto externo no sería un factor de inestabilidad, pero tampoco impulsaría el crecimiento de la economía argentina.
- **La economía global en calma.** Los recientes eventos políticos y geopolíticos inesperados no han tenido un impacto negativo. La economía global continúa con un crecimiento moderado y baja inflación. La Fed subiría 25 p.b. la tasa de Fondos Federales en la reunión de hoy. En la Eurozona, a su vez, el BCE mantiene el programa de QE sin cambios.
- **China sigue creciendo.** En el primer trimestre del año 2017 la economía de China creció 6,9%, con el impulso de inversiones estatales en infraestructura y de un aumento del comercio exterior. La incertidumbre sobre el futuro económico de China se centra en la evolución de la expansión del crédito y de la burbuja inmobiliaria en curso.

LO QUE VIENE

- **Calendario electoral.** Presentación de listas de candidatos para las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) de agosto próximo.
- **Crisis política de Brasil.** No se detiene la crisis por denuncias de sobornos y otros hechos de corrupción. Se mantiene sin cambios la dinámica de denuncias y sospechas de hechos de corrupción que complican a empresas brasileñas, y a políticos de Brasil y de otros países de la región.
- **Venezuela, sin cambios.** No se esperan cambios en el actual escenario de choques armados, con empobrecimiento de la población. Tampoco hay expectativas de ningún tipo de intervención externa en ese país, al menos en el corto plazo.

PANORAMA DE ARGENTINA

RECUPERACIÓN Y ESTABILIZACIÓN... ¿AHORA SÍ?

Héctor Rubini

Comienzan los preparativos para las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) de agosto. Mientras tanto, la inflación cayó en mayo por la debilidad del consumo y las elevadas tasas de interés. Para el último trimestre se espera una corrección del déficit fiscal.

El escenario económico está relativamente estabilizado. Como era de esperar, el actual trimestre muestra signos inequívocos de salida efectiva de la prolongación en el tiempo de la estanflación heredada en diciembre de 2015. Los indicadores que se muestran en el siguiente Cuadro. A manera de semáforos se indican con color rojo los de evolución más preocupante, amarillo los de evolución neutral y verde los más auspiciosos:

CUADRO 1: INDICADORES DE PRECIOS Y DE LA ECONOMÍA REAL

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%	●
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Marzo 2017	Var % mensual (sin estacionalidad)	1,9%	-2,6%	●
				Var. % interanual (sin estacionalidad)	0,8%	-2,1%	●
				Var % ene-mar '17 vs. ene-mar '16	0,1%	-0,2%	●
	PBI	INDEC	IV Trim. 2016	Var. % interanual	-2,1%	-3,7%	●
Actividad industrial	Estimador Mensual de Actividad Industrial	INDEC	Abril 2017	Var % mensual	-2,3%	-0,4%	●
				Var % interanual	-2,4%	-2,4%	●
	Uso capacidad instalada		Abril 2017	% uso capacidad instalada	64,5%	65,7%	●
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Abril 2017	Var. interanual	10,5%	10,8%	●
				Var % ene-abr '17 vs. ene-abr '16	3,8%	1,8%	●
	Puestos de trabajo Construcción (sector privado)		Marzo 2017	Var % mensual	3,1%	1,0%	●
				Var. interanual	5,6%	2,1%	●
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)		Mayo 2017	Var % mensual	-5,5%	20,9%	●
				Var. interanual	35,3%	33,3%	●
				Var % ene-may '17 vs. ene-may '16	34,0%	33,6%	●
	Sistema Seguridad Social	AFIP	Mayo 2017	Var % mensual	-1,6%	5,7%	●
				Var. interanual	27,8%	33,5%	●
				Var % ene-may '17 vs. ene-may '16	34,3%	33,8%	●
	Créditos y Débitos en Cta. Cte.		Mayo 2017	Var % mensual	5,2%	2,6%	●
				Var. interanual	30,5%	21,6%	●
				Var % ene-may '17 vs. ene-may '16	31,2%	31,4%	●
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	Abril 2017	Nivel (US\$ M)	4.825	4.537	●
				Var. % interanual	1,7%	2,6%	●
				Mayo '16 - Abr '17 (US\$ M)	58.042	57.960	●
				Var % ene-abr '17 vs. ene-abr '16	1,8%	1,8%	●
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	4.964	5.468	●
				Var. % interanual	13,6%	16,4%	●
				Mayo '16 - Abr '17 (US\$ M)	57.164	56.571	●
				Var % ene-abr '17 vs. ene-abr '16	9,1%	7,5%	●
				Enero-abril 2017 (US\$ M)	-1.217	-1.077	●
Saldo balanza comercial		12 meses hasta abril 2017 (US\$ M)	878	1.389	●		

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, AFIP y Dir. Gral. de Estadística y Censos del GCBA.

CUADRO 2: 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	Mayo 2017	Pesos por dólar a fin de mes	15,43	14,26	●
				Var. % interanual	8,2%	160,1%	
			Ene-mayo 2017	Pesos por dólar promedio	15,61	14,46	●
	Var. % interanual			7,9%	65,6%		
	Reservas internacionales (brutas)		Mayo 2017	Nivel (US\$ M) a fin de mes	46.146	30.171	●
				Var. % mensual	-4,3%	-12,2%	
	Circulante		Mayo 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	585.557	451.831	●
				Var. % mensual	-0,4%	0,2%	
				Var. % interanual	29,6%	-2,2%	
	Base Monetaria		Mayo 2017	Nivel (\$ M) a fin de mes	757.087	576.156	●
				Var. % mensual	0,3%	0,6%	
				Var. % interanual	31,4%	22,8%	
	Letras y Notas BCRA		Mayo 2017	Valor nominal (\$ M) a fin de mes	874.142	545.215	●
				Letras y Notas BCRA/Circulante	149,3%	120,7%	
				Letras y Notas BCRA/Base monet.	115,5%	94,6%	
				Var. % mensual	16,8%	14,5%	
	Depósitos del sector privado		Ene-mayo 2017	Nivel (\$ M) promedio	1.501.839	1.070.499	●
				Var. % s/ prom. 5 meses previos	17,2%	15,3%	
Var. % interanual		40,3%		49,0%			
Préstamos al sector privado	Ene-mayo 2017	Nivel (\$ M) promedio	1.105.146	820.923	●		
		Var. % s/ prom. 5 meses previos	15,1%	11,5%			
		Var. % interanual	34,6%	34,2%			

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Los números son todos positivos, con la excepción de los indicadores del saldo comercial, con un déficit que en los primeros meses superó los U\$S 1.200 M, la emisión monetaria y de Letras del BCRA (LEBAC), que en términos interanuales han crecido, respectivamente 31,4% y 60,3%, y la producción industrial que no deja de caer. En gran medida todo está interrelacionado con otras variables subyacentes que deterioran la competitividad: el atraso del tipo de cambio real potenciado por un continuo endeudamiento externo del Gobierno para financiar un déficit fiscal que no desciende. Para que no se desplome el tipo de cambio, el BCRA compra divisas emitiendo pesos que esteriliza con LEBAC y pases pasivos para evitar un desborde inflacionario. En un semestre donde se aceleró la inflación en los primeros cuatro meses con tipo de cambio tendiendo a la baja, el atraso cambiario sigue deteriorando la capacidad exportadora, y abaratando las importaciones. Inevitablemente el déficit comercial no se revierte, y la producción industrial continúa en escenario muy complicado.

Sin recuperación del consumo, las empresas locales, no el Estado, son las que recortan gastos, y en no pocos casos con suspensiones de personal y despidos. **La situación, al igual que en los años '90 se complica en extremo para las pequeñas y medianas empresas, para las cuales los programas oficiales para aliviar su situación financiera no parecen ser suficientemente efectivos.** Esto además se torna complicado en las áreas del interior con crecientes anegamientos de agua, en principio no reversibles dada la escasez (cuando no inexistencia) de obras para controlar y reducir los excesos hídricos que afectan ya a siete provincias.

Mientras tanto, el costo del crédito no registra bajas significativas para el sector privado, ni se percibe ninguna baja de impuestos. El consumo, según la mayoría de encuestadoras locales y extranjeras sigue en caída, fruto de la inestabilidad laboral del sector industrial. Si bien en este semestre hay indicadores oficiales y privados que señalan un aumento del empleo, impulsado por la construcción pública y privada, **no sería lo suficientemente contundente ni difundido como para revertir el impacto de la incertidumbre laboral, y de las expectativa de nuevas subas futuras de precios sobre las decisiones de consumo.** Con cierto rezago se están recibiendo en varios municipios -no sólo en la Capital Federal- boletas con fuertes subas de la tarifa de agua.

Esto compensaría el efecto positivo sobre el consumo, algo ya percibido con la fuerte baja de la suba de precios de alimentos y otros bienes de consumo en la segunda quincena de mayo. **Junio cerraría con una inflación inferior a la de mayo**, pero en julio y agosto se registrarán dos incrementos sucesivos (5,5% y 6,5%) de los servicios de medicina prepaga, que contribuirán a sostener la inflación a niveles en torno de 1,5% mensual. Luego vendrían dos meses de baja inflación (septiembre y octubre), siendo una incógnita para el último bimestre del año cuál sería la dinámica de nuevas subas de tarifas públicas, combustibles, y precios regulados (peajes, medicina prepaga, transporte de pasajeros, cuotas de colegios y universidades privadas, entre otros).

Como indicamos el mes pasado, **una condición sine qua non para detener de manera efectiva y permanente el proceso inflacionario con atraso cambiario es la reducción del déficit fiscal**. La captación de deuda externa del Sector Público No Financiero pone un “piso” a la esterilización parcial de la emisión monetaria forzando a sostener tasas de interés interbancarias de no menos de 25% anual. Hasta el pasado 9 de junio el BCRA ha reducido en este año la base monetaria por \$ 14.039 M. Hasta esa fecha ha continuado en este año la emisión por compra de divisas al sector privado (\$ 27.158 M), al Gobierno por la compra de dólares captados vía nueva deuda externa (\$ 77.306 M), **adelantos al Tesoro (\$ 96.500 M)** y pago de intereses (\$ 13.563 M). La absorción de esa expansión se realizó fundamentalmente vía **emisión de nuevas LEBAC (\$ 218.388 M)**, y operaciones de pasés (\$ 5.036 M). El stock del pasivo por estos dos conceptos ya **supera el billón de pesos** desde el 23 de mayo último y comienza a configurar una potencial fuente de inestabilidad, dado que **el control de las presiones inflacionarias desde la autoridad monetaria se sigue sosteniendo con la emisión de pasivos del BCRA que son, esencialmente, promesas de futura emisión monetaria**.

En este contexto, se mantiene casi invariable la incertidumbre sobre variables reales fundamentales, como el tipo de cambio real, las tasas reales de interés y el salario real. Por el lado de los consumidores, y sobre todo de trabajadores no calificados, será dificultoso modificar hábitos más bien precautorios, sin señales contundentes de aumento sostenido y difundido de vacantes laborales y de manera permanente. Por el lado de las empresas, se mantiene el “wait and see” hasta las elecciones legislativas de octubre. Tanto los empresarios nacionales como del exterior esperan ese resultado para evaluar si hay posibilidades efectivas de que en 2019 se regrese o no a una experiencia populista como la del período 2013-2015. **Si Cambiemos no logra sumar bancas, al menos, en el Congreso de la Nación, todo aumento significativo de la Inversión Extranjera Directa dependerá de los esfuerzos oficiales para obtener financiamiento de organismos multilaterales de crédito**. Mientras tanto, la dinámica de la transición dependerá de la evolución de la construcción, la agroindustria y algunas ramas de energía y combustibles.

Por el lado fiscal no habría novedades hasta después de las elecciones. Si bien se descuenta una reducción de la cantidad de ministerios y de subsidios a empresas privadas, en el corto plazo se han conocido nuevos subsidios al transporte y llamados a la contratación de más personal en el Ministerio de Hacienda. Una señal contradictoria tanto con las expectativas de cierta disciplina fiscal para el año próximo y los recientes recortes al acceso a remedios gratis para jubilados, y a pensiones graciabiles para discapacitados. **En definitiva, como dicen no pocos colegas, la regla es la incertidumbre. Y con incertidumbre, no hay mucho margen para esperar saltos en el consumo o en la inversión que reviertan el escenario actual. Al menos hasta octubre próximo.**

SIN VIENTO EN PROA

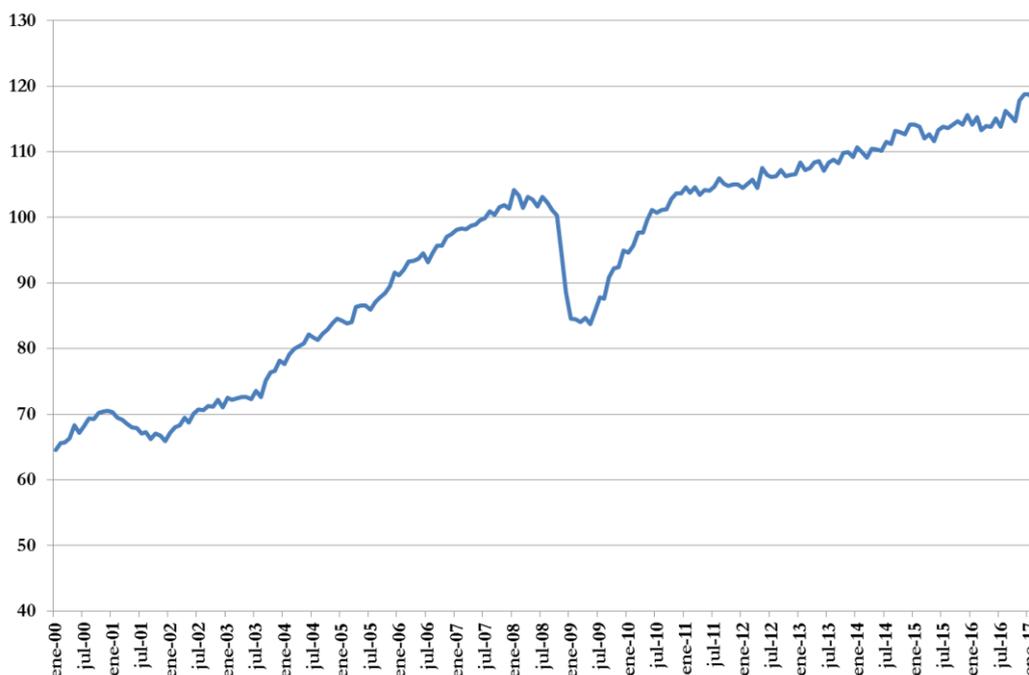
Gustavo Martín

El contexto externo no sería un factor de inestabilidad, ni afectaría el crecimiento de la economía argentina. La estimación de consenso para el crecimiento del PIB (2,6% anual) no sería una más que una recuperación.

1. *Un mundo normalizado*

A pesar de las idas y venidas en el contexto internacional y de algún que otro evento que generó incertidumbre acerca del futuro de la economía global (tal como el Brexit), la situación parece haber encontrado un “nuevo normal”. Esto es, el mundo mantendría su actual rumbo de crecimiento, amén de algún “cisne negro” que podría desencadenar una caída importante. Sin embargo, no parece ser el caso.

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE COMERCIO INTERNACIONAL



Fuente: Bloomberg

El índice de comercio internacional del Bureau for Economic Analysis de los Países Bajos, muestra el volumen de comercio en el mundo desde enero de 2000 a febrero de 2017. Como puede observarse, durante la crisis de 2008 el comercio se derrumbó, principalmente por China, y luego de la aplicación de medidas de estímulo monetario en varios países retomó su crecimiento al igual que la economía del mundo.

El siguiente cuadro muestra las tasas de crecimiento mundial vis a vis la variación del índice de comercio:

CUADRO 3: TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL

	Mundo	Economías Avanzadas	LATAM	Argentina (INDEC)	Índice de Comercio Mundial
2000	4,8	4,1	3,8	n/d	n/d
2001	2,5	1,6	0,6	n/d	-0,2
2002	3,0	1,7	0,5	n/d	3,1
2003	4,3	2,1	2,0	n/d	5,7
2004	5,4	3,2	6,3	n/d	10,1
2005	4,9	2,8	4,6	8,9	6,7
2006	5,5	3,0	5,6	8,1	8,6
2007	5,6	2,7	5,9	9,0	5,8
2008	3,0	0,1	4,0	4,1	0,7
2009	-0,1	-3,4	-1,8	-5,9	-12,7
2010	5,4	3,1	6,1	10,1	13,9
2011	4,2	1,7	4,7	6,0	4,6
2012	3,5	1,2	3,0	-1,0	1,4
2013	3,4	1,3	2,9	2,4	2,3
2014	3,5	2,0	1,2	-2,5	2,7
2015	3,4	2,1	0,1	2,6	2,0
2016	3,1	1,7	-1,0	-2,1	1,4

Fuente: Fondo Monetario Internacional, INDEC y Bureau for Economic Policy Analysis de los Países Bajos

De esta manera, dado el desempeño actual del índice de comercio internacional, es posible suponer que el mundo continuará creciendo al ritmo esperado aún a pesar de la incertidumbre que puedan generar hechos como los actuales en Medio Oriente. Por caso, el Brexit del año pasado no provocó cambios significativos tanto en el comercio mundial como en el ritmo de crecimiento del mundo.

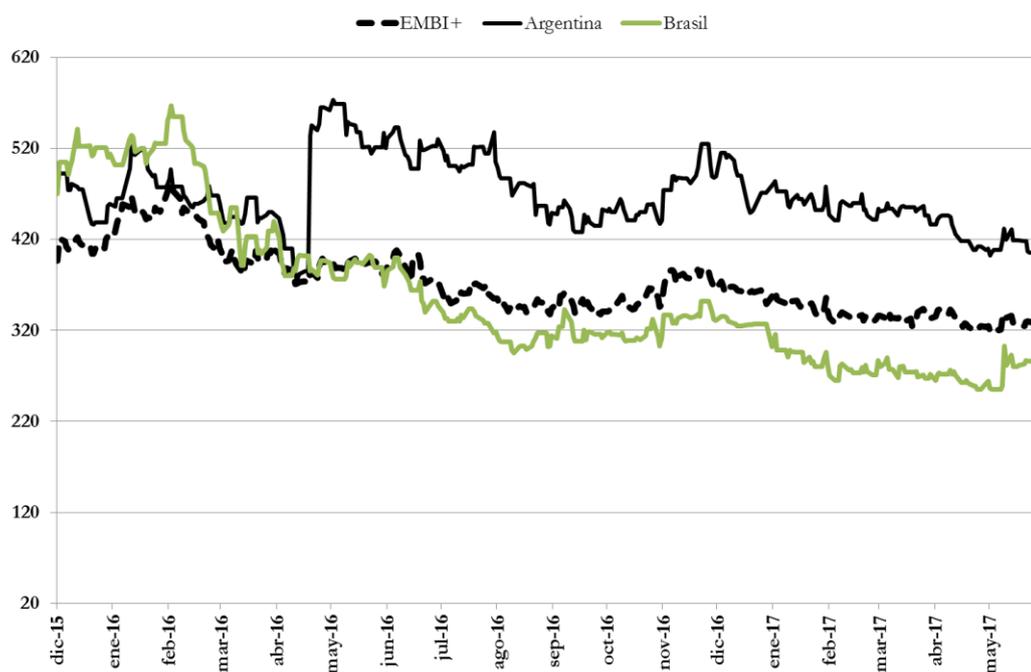
En lo que se refiere al crecimiento de la economía argentina, puede observarse a partir del cuadro que hasta la crisis mundial de 2008 las tasas de crecimiento correlacionan de manera positiva con las variaciones del índice de comercio mundial. Luego, a partir de 2011 el aislamiento local (provocado por el cepo cambiario) provocó una disociación entre ambas series. Es de suponer que con la salida de dicho aislamiento la correlación vuelva a ser positiva.

En suma, el contexto internacional luce favorable y no debería impactar negativamente sobre la economía local, al contrario, debería habilitar mayores flujos de comercio y capitales hacia la Argentina (aunque no necesariamente en inversión directa pero sí financiera).

2. El riesgo...

La percepción internacional acerca de los riesgos que tiene una economía como la nuestra suele ser un factor determinante que impacta en la tasa de crecimiento. Desde diciembre de 2015 la percepción del riesgo ha ido cayendo e incluso el reciente escándalo en Brasil que involucra a su actual presidente, no parece haber tenido un impacto permanente en el riesgo local.

GRÁFICO 2: RIESGO PAÍS



Fuente: Reuters

Incluso, el riesgo de Brasil, cuyo desempeño económico tiene un alto impacto sobre la economía local, no mostró aún un deterioro lo suficientemente significativo como para alterar dramáticamente las previsiones de crecimiento hacia el futuro.

Así, el factor de riesgo percibido por los agentes internacionales, no parece ser un factor que impacte de manera negativa sobre el desempeño de la economía local.

3. Expectativas de crecimiento...

En lo que se refiere a las expectativas de crecimiento, el mundo estaría creciendo a una tasa de 3,3% durante 2017 y al 3.4% en 2018 según el consenso de analistas de Bloomberg, esto es por encima del 3,1% de 2016. Asimismo, Brasil estaría abandonando la recesión y creciendo a tasas cada vez mayores este año. Por su parte, EE.UU continuaría traccionando el crecimiento mientras que la Eurozona sorprende por su mejor desempeño al esperado. Finalmente, China, si bien muestra tasas de crecimiento descendientes desde su máximo en 2010 (cuando creció al 10,6% anual), continúa mostrando tasas que ayudarán a mantener el ritmo actual del comercio mundial.

CUADRO 4: TASAS DE CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB (ANUALIZADAS)

	Q2 17	Q3 17	Q4 17	2017
MUNDO				
Var. % anual	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>	3,3%
BRASIL				
Var. % anual	0,3%	1,0%	2,6%	0,7%
Var. % trimestral	0,3%	0,6%	1,0%	
EE.UU				
Var. % anual	2,4%	2,2%	2,3%	2,2%
Var. % trimestral	3,0%	2,4%	2,3%	
EUROZONA				
Var. % anual	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Var. % trimestral	0,4%	0,4%	0,4%	
CHINA				
Var. % anual	6,7%	6,6%	6,5%	6,6%
Var. % trimestral	1,6%	1,6%	1,5%	

Fuente: Bloomberg

De esta manera, es posible suponer que la economía local no debería tener ningún tipo de freno proveniente del exterior al menos. Es más, las previsiones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA, no implican que la economía de Argentina fuera a crecer de manera espectacular. Para el año 2017, el máximo esperado es de 3,5% anual, promedio 2,6% y mínimo 1,8%.

En el caso más optimista, el nivel de actividad se encontraría apenas un 1,3% por encima del nivel promedio de 2015 pero por debajo de su máximo del mes de mayo (según el Estimador Mensual de Actividad Económica EMAE, del INDEC). Al tomar en consideración el promedio de las estimaciones, el nivel de actividad estaría apenas 0,4% por encima del nivel promedio de 2015. Por lo tanto, las tasas esperadas para 2017 no son espectaculares ni implican una fuerte reactivación de la economía, tan solo una recuperación de los niveles anteriores.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: EFERVESCENCIA POLÍTICA CON ESCASO IMPACTO ECONÓMICO

Jorge Viñas

Los recientes eventos políticos y geopolíticos inesperados no han tenido un impacto negativo. La economía global continúa con un crecimiento moderado y baja inflación. La Fed subiría 25 p.b. la tasa de Fondos Federales en la reunión de hoy. En la Eurozona, a su vez, el BCE mantiene el programa de QE sin cambios.

1. *Los shocks negativos ya no son lo que eran*

Los atentados terroristas en Manchester y Londres, las tensiones diplomáticas entre Qatar y sus vecinos de Medio Oriente, y la inesperada pérdida de la mayoría parlamentaria por parte de los Conservadores en las elecciones británicas, son los ejemplos más recientes de una sucesión de shocks exógenos que vienen generando incertidumbre en la economía mundial en forma recurrente. Sin embargo, dichos eventos no están teniendo el impacto negativo sobre los mercados financieros globales que eventos de índole similar han tenido en el pasado.

En efecto, habitualmente este tipo de eventos provocaban un aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores, que se refugiaban en activos seguros en un proceso conocido como “*flight to quality*”, saltos abruptos en el precio del petróleo, aumento en las mediciones de volatilidad de los activos financieros, etc. Estos efectos financieros negativos luego se transmitían a la economía real, generando un deterioro del nivel de actividad económica o procesos estanflacionarios, que retroalimentaban el shock negativo inicial, aun cuando en su origen fueran de carácter transitorio.

Nada de esto está ocurriendo en la actualidad. Resulta llamativa la forma en que los cada vez más frecuentes atentados terroristas, o las pruebas misilísticas de Corea del Norte, pasan desapercibidos para los mercados financieros. O la nula reacción del precio del petróleo ante las tensiones entre países de Medio Oriente. Incluso llama la atención las escasas ramificaciones, internas y regionales, que la nueva crisis política en Brasil ha tenido más allá de la reacción negativa inicial¹. De hecho, muchos de los principales índices accionarios del mundo, comenzando por los de EE.UU. se han alcanzado durante la última semana nuevos máximos históricos.

Ausentes las repercusiones financieras negativas, la economía global ha logrado salir mayormente indemne de la acumulación de shocks negativo que podrían haber tenido efectos devastadores. De esta forma la economía mundial se mantiene en un patrón de crecimiento moderado con baja inflación.

Según las últimas estimaciones del FMI en el *World Economic Outlook* (WEO) de abril de 2017, el crecimiento global pasará de 3,1% en 2016, a 3,5% en 2017 y 3,6% en 2018, con mejoras tanto en los países desarrollados como emergentes. Si bien continúa siendo una expansión relativamente poco vigorosa en comparación a ciclos expansivos previos, la economía mundial se ha mantenido creciendo en forma ininterrumpida desde la salida de la recesión de 2008-2009.

La inflación, a su vez, no sólo se mantiene baja en términos históricos, sino que no se perciben presiones al alza significativas. Según el WEO, la inflación en los países desarrollados se ubicará en 2% en 2017 para desacelerarse a 1,9% en 2018, mientras que en los países emergentes prevé una inflación de 4,7% en 2017 y 4,4% en 2018. Véase el Cuadro 5.

¹ Otro ejemplo: en medio del testimonio ante el Congreso del ex director del FBI despedido por Trump, dentro del proceso por el denominado “*Rusia-gate*” que ha generado amplia cobertura mediática y parálisis legislativa en EE.UU., el índice VIX, que mide la volatilidad implícita de las opciones sobre las acciones de EE.UU. y es utilizado como termómetro del nivel de aversión al riesgo entre los inversores, marcó un nuevo mínimo de los últimos 5 años.

CUADRO 5. PROYECCIONES GLOBALES DEL FMI – WORLD ECONOMIC OUTLOOK ABRIL 2017

En porcentaje	2016	2017e	2018e
Crecimiento real del PIB			
Crecimiento mundial	3,1	3,5	3,6
Países Avanzados	1,7	2,0	2,0
Países Emergentes	4,1	4,5	4,8
Inflación Minorista			
Países Avanzados	0,8	2,0	1,9
Países Emergentes	4,4	4,7	4,4

Fuente: IICE-USAL en base a datos de FMI - WEO Abril 2017

Sin embargo, la situación actual no deja margen para la complacencia, dado que podría tratarse de un equilibrio inestable. Por un lado, el hecho de que los shocks recientes no hayan tenido impacto negativo no significa que no puedan tenerlo hacia adelante. Está abierta la posibilidad de que un nuevo shock se convierta en la “gota que rebalsa el vaso”. Por otro lado, la expansión económica actual está caracterizada por un pronunciado nivel de desigualdad en la distribución del ingreso, lo que constituye un caldo de cultivo para un mayor nivel de inestabilidad política a futuro.

2. *EE.UU. Pese a algunas señales contradictorias, la Fed se apresta a subir la tasa en junio*

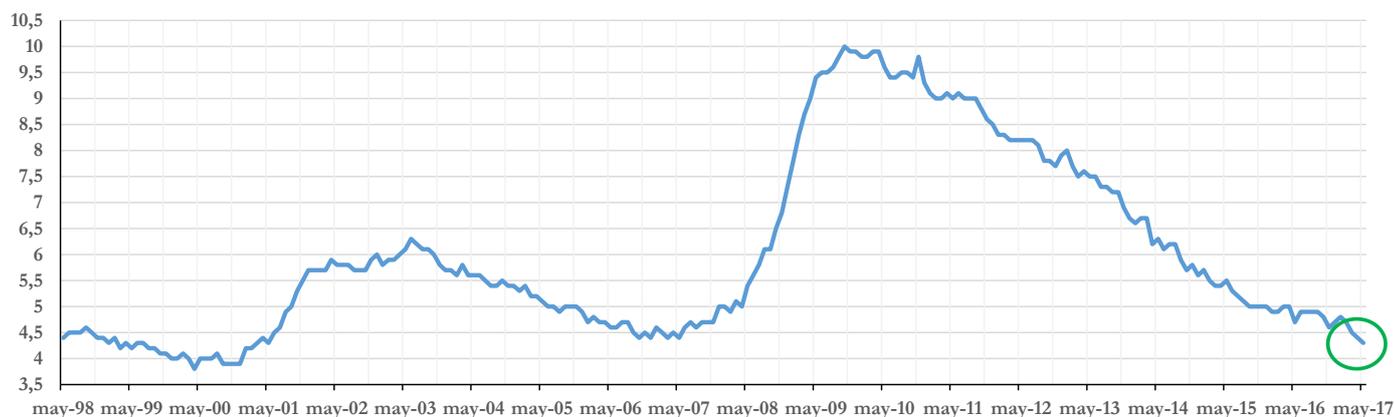
De cara a la decisión de la Fed sobre la tasa de Fondos Federales en la próxima reunión del 14 de junio, la economía de EE.UU. ha brindado algunas señales contradictorias. En materia de política económica, la Administración del Presidente Trump se va desdibujando cada vez más. Enmarañado en sus múltiples frentes de conflicto internos y externos abiertos, acosado por las sospechas de filtración de información confidencial a Rusia, e imposibilitado de alinear a los bloques republicanos en el Congreso, Trump parece haber perdido la iniciativa. A esta altura, crecen las dudas no ya tan sólo que las principales medidas de su programa económico puedan implementarse durante 2017, sino que puedan alguna vez ver la luz. De este modo, las expectativas respecto al impacto positivo sobre el crecimiento económico que tendrían medidas como la reducción de impuestos a las ganancias corporativas, los planes de infraestructura o la desregulación de sectores como el financiero, se están desinflando rápidamente.

En cuanto a la evolución del mercado laboral, los datos de mayo mostraron al mismo tiempo una desaceleración en la creación de empleo y una caída de la tasa de desempleo a un nuevo mínimo para el actual ciclo económico, alcanzando ya el nivel que los miembros de la Fed proyectaban para fin de año. En efecto, en mayo se crearon 138.000 nuevos empleos, por debajo de los 180.000 estimados por el consenso según Bloomberg. Además se revisaron hacia abajo en 66.000 los empleos creados en los dos meses previos. De esta forma, el promedio mensual de los últimos 3 meses bajó a 121.000 nuevos empleos, respecto a 200.000 a fines de 2016.

Por otra parte, la tasa de desempleo bajó al 4,3%, el mínimo en 16 años, que compara con el 4,5% que la Fed proyectaba para fin de 2017. Sin embargo, la reducción más reciente en la tasa desempleo es explicada principalmente por una caída en la tasa de participación, que bajó 0,2% a 62,7%, por lo que puede interpretarse como un síntoma de restricción de oferta más que una señal de fortaleza de la economía de EE.UU.

Para terminar de completar el “rompecabezas”, la caída de la tasa de desempleo no se ha visto acompañada por aumentos salariales que generen presiones inflacionarias. Los ingresos promedio por hora en mayo registraron una variación interanual del 2,5%, cifra que se ha mantenido estable en lo que va de 2017, interrumpiendo el incipiente sesgo alcista que había mostrado en 2016. Las razones de este comportamiento son objeto de un fuerte debate académico en la actualidad, siendo uno de los argumentos esgrimidos, aunque no fehacientemente comprobado, la posibilidad de que la tasa natural de desempleo se ubique por debajo del rango 4,5%-5% que estiman los miembros de la Fed.

GRÁFICO 3. EE.UU.: TASA DE DESEMPLEO EN EL MÍNIMO DESDE 2001 – (% DE LA FUERZA LABORAL)



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Además de la ausencia de presiones salariales, la evolución reciente del precio del petróleo también contribuye al escenario de baja inflación. A pesar de que la OPEP acordó extender el acuerdo de recortes de producción alcanzado inicialmente en noviembre por otros seis meses más y, como se mencionó en el punto anterior, a pesar de las tensiones diplomáticas de Qatar con sus vecinos de Medio Oriente que lo acusan de financiar el terrorismo, el precio del crudo WTI cerró el viernes 9 de junio en u\$s 45,8 por barril, muy cerca del piso del rango en lo que va de 2017 y casi 7% por debajo de los u\$s 55 alcanzados en febrero.

La medida de inflación preferida por la Fed, el índice Core PCE, registró en abril una variación de 1,54%, el nivel más bajo desde fines de 2015, cómodamente por debajo del objetivo de 2%. La ausencia de presiones inflacionarias y el desencanto por la falta de avance en el programa económico del Presidente Trump han llevado la tasa de retorno de los bonos del Tesoro a 10 años a 2,15% a principios de junio, el nivel mínimo en lo que va del 2017 y lejos de los máximos de 2,60% de mediados de marzo (al 9 de junio se ubica en 2,21%).

Pese a todo, la Fed se inclinaría por mantenerse en su plan de normalización gradual de la política monetaria, subiendo la tasa de Fondos Federales 25 puntos básicos (p.b.) a un rango de 1%-1,25% en la reunión de hoy. Existen varios argumentos que fundamentarían dicha decisión:

- 1) la situación excepcional que llevó a la Fed a adoptar una postura monetaria hiper-expansiva ya no existe: más allá de todas las consideraciones y cualificaciones, una tasa de desempleo en el 4.3% no puede caratularse como situación excepcional, por lo que la normalización debe proseguir aun cuando las presiones inflacionarias aun no aparezcan,
- 2) en más de una ocasión la Fed prefirió postergar una suba de tasas no por cuestiones exclusivamente económicas internas, sino prestando atención a los potenciales efectos negativos de shocks externos. Pero, como se ha visto en el punto anterior, los shocks externos no han tenido el impacto negativo temido, por lo que no se perciben como un obstáculo, y
- 3) otro factor que ha llevado a la Fed a postergar subas de tasas ha sido el temor a inducir un fortalecimiento adicional del dólar en momentos en que el dólar ya se mostraba muy fuerte frente a otras divisas. Pero recientemente el dólar muestra un debilitamiento. El Dollar Index, ha perdido toda la suba que se generó a partir del optimismo por el programa económico que prometía aplicar Trump, habiendo retrocedido 6,5% desde el máximo alcanzado a principios de febrero.

En línea con estos argumentos, el mercado financiero asigna una probabilidad cercana al 100% a una suba de 25 p.b. el 14 de junio, de acuerdo a la valuación de mercado de los futuros de Fondos Federales. La situación se presenta más incierta hacia futuro. En sus últimas estimaciones, los miembros de la Fed proyectaban 3 subas de 25 p.b. para 2017. La de junio sería la segunda, por lo que el gran tema pasaría a ser el timing de la tercera suba. Hasta hace un mes atrás, la reunión de septiembre sonaba con fuerza para la siguiente suba de tasas, pero desde entonces las probabilidades han

disminuido hasta un 33% en la actualidad. El comunicado de la Fed y las proyecciones de tasas de sus miembros (conocidas como el “*dot-map*”) tras la reunión del 14 de junio, junto con los próximos datos de inflación serán claves para ir aclarando el panorama.

3. Eurozona: La economía continúa mejorando, pero el BCE mantiene su postura expansiva

Tras haber sido uno de los principales factores de debilidad económica y de riesgo político a nivel global durante un largo período, la Eurozona ha empezado a revertir dicha situación, transformándose en los últimos meses en una fuente de noticias positivas en ambos frentes.

En materia política, la dinámica favorable tiende a consolidarse con el triunfo del partido del Presidente Macron en la primera vuelta de las elecciones parlamentarias celebradas el domingo 11 de junio², algo que un mes atrás, cuando triunfó en el balotaje de las elecciones presidenciales, parecía poco probable. De esta forma, se consolidan las chances de que Macron consiga conformar una amplia mayoría parlamentaria tras la segunda vuelta que tendrá lugar el próximo domingo 18 de junio, que según las proyecciones podría rondar los 400 legisladores sobre un total de 577 escaños de la Asamblea Nacional.

De concretarse dicho escenario, el Presidente podría avanzar con su ambiciosa agenda en materia económica, que incluye una reforma laboral y reducciones impositivas tendientes a generar una mejora de la competitividad de la economía francesa³.

Hacia adelante, con las encuestas indicando que el partido de Angela Merkel se mantiene al frente de cara a las elecciones de septiembre en Alemania, la mayor nube en el horizonte proviene de Italia. El avance que ha habido en las últimas semanas en un acuerdo multipartidario para la aprobación de una nueva ley electoral, aumenta la probabilidad de que se adelanten las elecciones generales para antes de fines de 2017.

Dado que las encuestas muestran que los partidos euro-escépticos de izquierda (5 Estrellas) y de derecha (Liga del Norte, Hermanos de Italia), siguen capturando una parte relevante del electorado, un eventual anuncio de elecciones anticipadas en el corto plazo podría generar temor a la posibilidad de la conformación de un Gobierno antieuropeo. La política italiana continúa siendo extremadamente fluida, por lo que aún es temprano para aventurar que las elecciones anticipadas efectivamente se concretarán, pero es una hipótesis que podría alterar el actual escenario de relativa calma en Europa.

Mientras tanto, **la economía de la Eurozona continúa evolucionando favorablemente, lo que se reafirmó tras la revisión al alza de las estadísticas de crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2016, de 1,9% a 2,1% anualizado, y del primer trimestre de 2017, de 2,0% a 2,3% anualizado.** De esta forma, los datos “duros” de actividad se tornan más compatibles con el mensaje optimista que se derivaba de las encuestas cualitativas de actividad como los PMI, que venían anticipando una evolución más vigorosa de la economía de la Eurozona. La tendencia positiva se consolidaría en el segundo trimestre de 2017, dado que las proyecciones apuntan a un crecimiento del PIB del 2,5% anualizado, que podría volver a sorprender al alza.

Otro dato alentador es que uno de los males que conspiraba contra la armonía en el seno de la Eurozona, la fuerte dispersión de desempeño económico entre los miembros más dinámicos como Alemania y aquellos más rezagados como Italia, está dando señales incipientes de empezar a corregirse: la dispersión de crecimiento entre los países miembro en el primer trimestre de 2017 fue menor a la del crecimiento del año 2016. Este desarrollo favorable también se evidencia en la reducción de la tasa de desempleo, que se está tornando más generalizada entre los miembros de la unión monetaria (véase el Cuadro 6).

² Según las primeras proyecciones su partido En Marche habría conseguido entre el 29% y el 31% de los votos, frente al 20%-22% de los Conservadores, mientras que el Frente Nacional de Marine Le Pen habría quedado en tercer lugar con alrededor del 15%.

³ Para un detalle del programa económico de Emmanuel Macron, véase el artículo de JorgeViñas, “*Escenario Global: Alivio en Europa, amenazas en el Este de Asia, temores por Trump*”, en el IEM No. 150, mayo 2017

CUADRO 6. EUROZONA. TASA DE DESEMPLEO EN LOS PAÍSES MIEMBRO.

	Último dato (%)	Var. Último año (p.p.)
Eurozona	9,3	-0,9
Alemania	3,9	-0,3
Francia	9,5	-0,6
Italia	11,1	-0,7
España	17,8	-2,6
Países Bajos	5,1	-1,3
Bélgica	6,8	-1,5
Austria	5,5	-0,5
Irlanda	6,4	-2,0
Finlandia	9,0	0,0
Portugal	9,8	-1,8

Fuente: IICE-USAL en base a datos de Eurostat

La sensible mejora que evidencia la economía de la Eurozona y el escenario político relativamente más despejado, había llevado a muchos a anticipar que, en su reunión de principios de junio, el BCE aprovecharía para empezar a trazar el camino de salida de la política de QE. Dicha expectativa ha sido uno de los factores detrás de la reciente apreciación del Euro, que lo llevó a alcanzar una cotización de 1,128 dólares por euro a principios de junio, el máximo nivel del año 2017⁴. Sin embargo, la autoridad monetaria continúa mostrándose renuente a avanzar decididamente en esa dirección. Por el contrario, sigue señalizando que el camino de salida será sumamente lento.

Si bien reconoció la mejora en las perspectivas de crecimiento, incrementando sus proyecciones de crecimiento del PIB de la Eurozona en 0,1% para 2017, 2018 y 2019 (a 1,9%, 1,8% y 1,7%, respectivamente) y eliminó el riesgo a la baja en dichas proyecciones, también redujo sus proyecciones de inflación, previendo que en 2019 la inflación subyacente se ubicará en 1,7%, todavía claramente por debajo de la meta de 2%. Además, sigue viendo un elevado nivel de imprevisibilidad respecto a la trayectoria de la inflación. Ello lo lleva a ser muy cauto a la hora de plantear un sendero de salida del QE y enfatizar que deberá ser extremadamente lento. De esta forma, luce improbable que el BCE reanude la reducción en las compras mensuales de títulos, actualmente en 60.000 millones de euros, antes de principios de 2018, y que las discontinúe totalmente antes de mediados de 2018.

4. *Actualización de la crisis política en Brasil: Temer sobrevive, por ahora.*

Finalmente, el Supremo Tribunal de Justicia (STJ) decidió absolver a la fórmula Dilma Rousseff-Michel Temer de los cargos de financiación ilegal de la campaña presidencial de 2014. De esta forma, la primera y más rápida alternativa para provocar la salida de Temer del poder quedó desactivada. Si bien esto le brinda algo de “aire”, dado que si el STJ hubiera dictaminado su culpabilidad hubiera decretado automáticamente su cesación en el cargo, no significa que su camino se haya despejado. Todo el espectro político estaba a la espera de la decisión del STJ, dado que si le hubiera fallado en contra a Temer, les hubiera ahorrado a todos los partidos, especialmente a aquéllos que conforman la coalición de gobierno, tener que pronunciarse sobre la cuestión de la continuidad, pasando rápidamente a ocuparse de los dilemas que plantea su sucesión.

El sostenimiento de la unidad de la coalición de gobierno sigue teniendo un final abierto. El lunes 12 de junio está prevista una reunión del PSDB, principal aliado del gobierno, para definir una postura, y se han sentido voces de miembros de dicho partido a favor y en contra de continuar apoyando a Temer. Y aunque Temer consiga mantener un mínimo apoyo de su coalición para seguir gobernando, siguen estando en pie las alternativas del *impeachment* o de una nueva investigación del STJ, ahora directamente orientado a las denuncias de corrupción sobre Temer. Aun si ninguna de

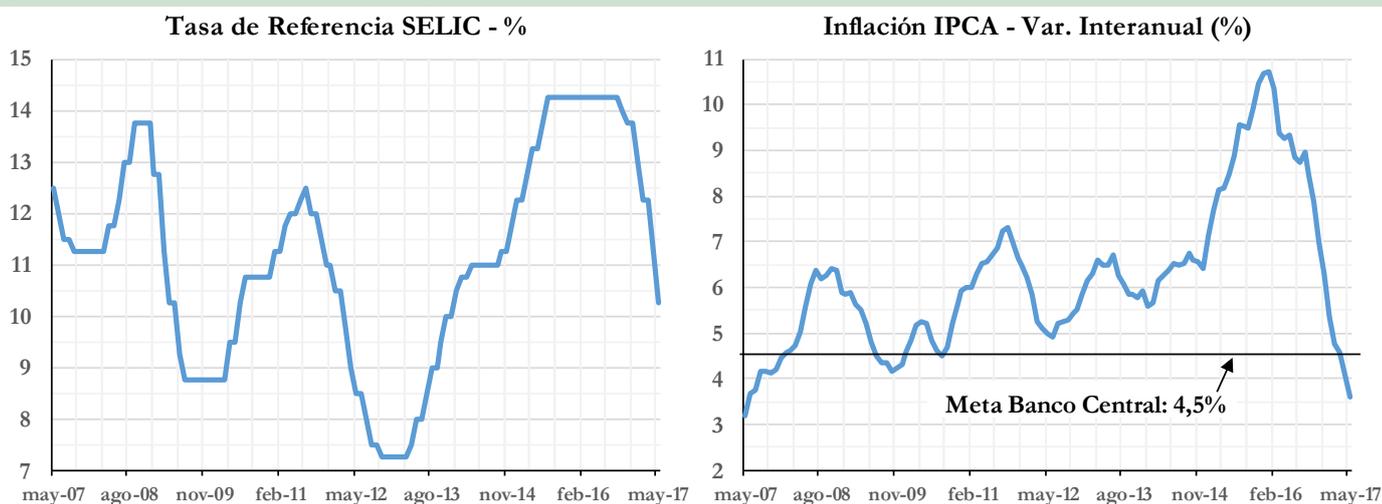
⁴ Al cierre del 9 de junio la cotización era 1,121 dólares por euro.

estas alternativas prosperara, parece poco probable que Temer consiga restablecer un margen de maniobra suficiente para reencauzar las reformas que ahora quedaron trabadas en el Congreso.

Finalmente, está la posibilidad latente de que surjan nuevas acusaciones de corrupción y evidencias contra Temer, lo que podría alterar otra vez el curso de los acontecimientos en su contra. Incluso durante el fin de semana, la revista *Veja* denunció que Temer utilizó los servicios de inteligencia para espiar a uno de los integrantes del STJ, lo que fue inmediatamente negado por el Presidente, pero que dio lugar a un nuevo pedido de investigación por parte de otro miembro del STJ. En definitiva, nada indica que la solución de la crisis esté próxima, y la relativa calma financiera de las últimas dos semanas podría verse alterada por nuevos episodios de volatilidad en cualquier momento.

Mientras tanto, el Banco Central decidió seguir adelante con el proceso de baja de tasas, más allá del ruido político, decretando una baja de 100 p.b. en la tasa de referencia SELIC a 10,25%, tal como esperaba el consenso. Sin embargo, la incertidumbre política lo llevó a adoptar una postura más cauta de cara al futuro, abriendo la posibilidad de que en las próximas reuniones las bajas de tasas sean de menor magnitud a la que estaban esperando analistas e inversores. Pero por el momento, la realidad muestra que la inflación está bajando a ritmo acelerado, lo que le seguiría dando margen al Banco Central para continuar con la baja de tasas. En mayo, el índice de inflación IPCA registró un nuevo descenso a 3,6% interanual, alejándose cada vez más del centro de la meta de inflación de 4,5% (Ver Gráfico 4).

GRÁFICO 4. BRASIL: TASA SELIC E INFLACIÓN -IPCA-



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

CHINA CONSOLIDA EL CRECIMIENTO

Eloy Aguirre

En el primer trimestre del año 2017 la economía de China creció 6,9%, superando cualquier pronóstico. Este crecimiento económico se basó principalmente en inversiones estatales en infraestructura y mayor comercio internacional. La incertidumbre sobre el futuro económico de China se centra en la evolución de la expansión del crédito y de la burbuja inmobiliaria en curso.

1. Introducción

En 2016 la economía de China creció 6,7 % y en el primer trimestre del año 2017 el crecimiento interanual fue 6,9%, sobrepasando las diversas expectativas y proyecciones hasta ese momento. En abril de 2017 el Fondo Monetario Internacional en su informe “*World Economic Outlook*” aumentó la proyección de crecimiento de China para el año 2017 de 6,2% a 6,6% y la de 2018 a 6,2%.

Luego, en la presentación del informe anual, en mayo de 2017, la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional indicó que Asia continuará siendo la región líder del crecimiento económico mundial. Entre las proyecciones para el año 2017 se destaca la India con un 7,2% de crecimiento económico y China con 6,6%. En la presentación se advirtieron dos cuestiones preponderantes, la incertidumbre sobre la política económica de EEUU y un aumento del proteccionismo comercial a nivel mundial que podría perjudicar a las economías asiáticas que poseen una mayor apertura. Además, se señaló que en China y Japón y otras naciones de la región, existe el problema de la aceleración del ritmo de envejecimiento de la población con un ingreso per cápita menor al resto de las economías desarrolladas. Por lo tanto, se recomendó robustecer el sistema de pensión y paralelamente incrementar la productividad de sus economías a través de inversiones en tecnología y educación.

El crecimiento chino del último trimestre se basó principalmente en la inversión pública en infraestructura financiada principalmente con deuda externa. En los primeros cuatro meses de 2017 la inversión total en China aumentó 8,9% interanual, mientras que la inversión estatal subió 13,8% interanual y la inversión en nuevas construcciones creció 10,7% en el mismo período.

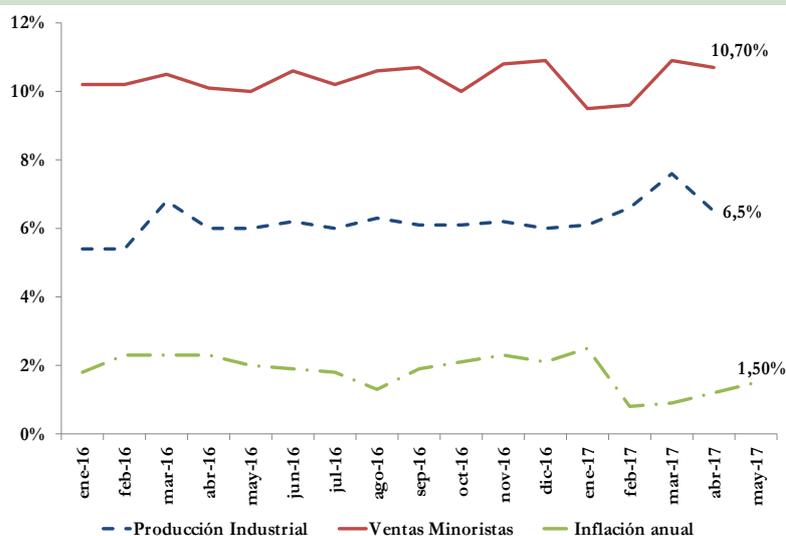
El principal riesgo en la economía china es que continúen aumentando los precios del sector inmobiliario, que se encuentran en niveles muy altos. La gran demanda inmobiliaria fue consecuencia de la política monetaria expansiva implementada por el Banco Popular de China y la consecuente generación de crédito para vivienda, que dados los altos precios se utiliza actualmente para especulación. Debido al riesgo que representa la burbuja inmobiliaria, las autoridades del gobierno chino continúan monitoreando los precios de inmuebles de diversas regiones y recientemente impusieron mayores restricciones para la compra de viviendas como incrementar los depósitos iniciales para adquirir inmuebles.

2. Economía de China

Según lo expuesto por el FMI el dato de crecimiento del primer trimestre estaría indicando una leve recuperación de la economía de China. Igualmente estas tasas, que lideran el crecimiento mundial, son inferiores al promedio de la década anterior.

El resto de los indicadores económicos de China muestran una tendencia de crecimiento moderada. El gráfico 5 exhibe la variación interanual de la producción industrial, las ventas minoristas y la inflación desde enero del año 2016 y hasta mayo del año 2017. Se puede ver, que la producción industrial creció a tasas superiores al 6% interanual, estos datos son similares a los del año 2015 y muestran una tendencia levemente creciente que se mantiene en los últimos dos años.

GRÁFICO 5: VAR. % INTERANUAL DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL, VENTAS MINORISTAS E INFLACIÓN. ENERO 2016 – MAYO 2017



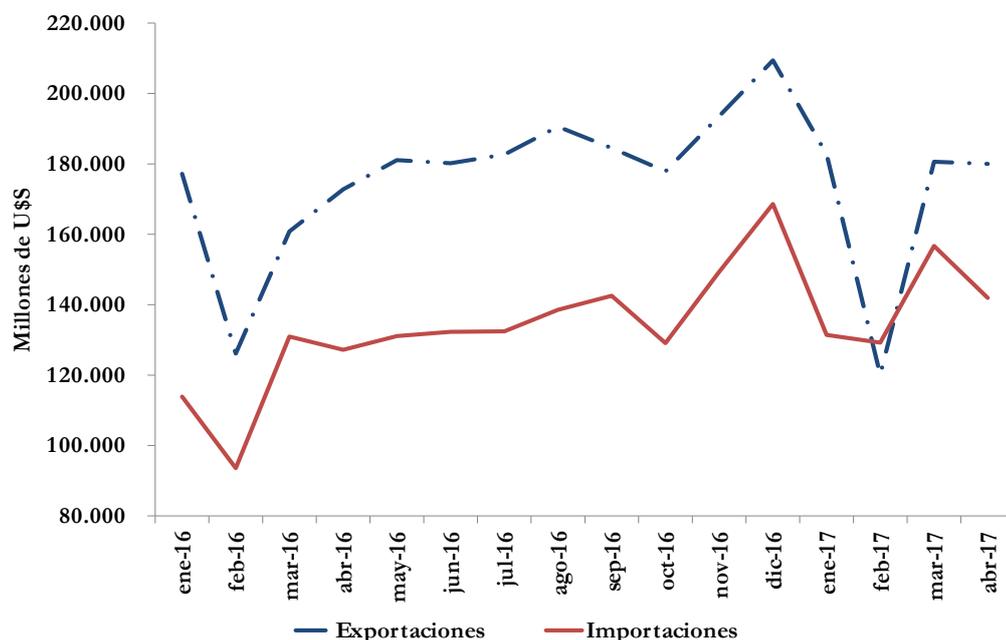
Fuente: Elaboración propia en base a NBS de China

Asimismo, el incremento de la venta minorista se sostiene en tasas superiores al 10% interanual y con una tasa de inflación interanual en promedio menor al 2% durante el año 2017. Esto coincide con el crecimiento del consumo interno y el mayor poder adquisitivo del ingreso medio de la población china. Además, la tasa de desempleo en el año 2016 fue 4% y las proyecciones del FMI para el 2017 indican que se mantendrá en torno a ese valor. Por su parte, **la inversión acumulada en viviendas aumentó 9,3% en abril del año 2017 y las ventas acumuladas se incrementaron un 34,2% interanual.**

A su vez, los datos del comercio exterior también indican una leve mejoría de la economía de China. El gráfico 6 muestra la evolución de las exportaciones importaciones chinas desde enero del año 2016 y hasta abril del año 2017. Se puede observar una leve tendencia creciente que indica un mayor comercio internacional de China. El balance comercial chino de los primeros cinco meses de 2017 es positivo y alcanzó los U\$S 103.307 millones. Las importaciones del período enero-abril 2017 fueron U\$S 560.000 millones, mostrando un incremento del 21% respecto del mismo período del año 2016 y las exportaciones alcanzaron los U\$S 663.000 millones subiendo 4,2%.

En su informe de abril 2017⁵ el FMI indica que las economías de los países emergentes van a experimentar un repunte en el crecimiento económico debido a la recuperación parcial de los precios de los commodities y que el crecimiento se fortalecerá en China y en otros países emergentes importadores de materias primas. Además, señala que un incremento del proteccionismo en las economías desarrolladas podría generar mayores fugas de capitales en China y preocupa la dependencia de la economía de China de la expansión del crédito que sostiene la actividad económica. Las expectativas de posible depreciación de la moneda local frente al dólar podrían influir en la salida de capitales, sumado al incremento de las tasas de interés en EEUU.

GRÁFICO 6: EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE CHINA. ENERO 2016 – ABRIL 2017



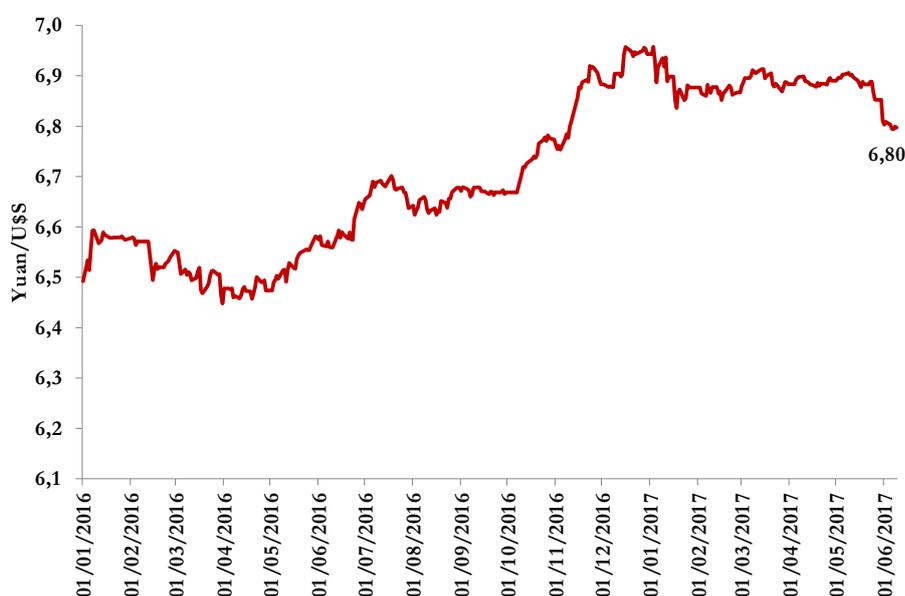
Fuente: Elaboración propia en base a NBS de China

En cuanto al tipo de cambio, en mayo del año 2017 el Banco Popular de China (BCP) implementó un nuevo mecanismo para fijar el tipo de cambio entre el yuan y el dólar a través de un factor de ajuste anticíclico, para evitar grandes fluctuaciones de su moneda. El BCP establece todos los días el tipo de cambio promedio (yuan/U\$S) y las cotizaciones no podrán variar más de 2 p.p. de ese valor. De esta forma el BCP trata de mitigar expectativas de fuerte depreciación de su moneda.

⁵ Perspectivas de la economía mundial. Abril 2017.

El gráfico 7 muestra la evolución de la moneda china desde enero del año 2016 hasta junio del año 2017. Se puede ver que durante el año 2016 el yuan se depreció frente al dólar pasando de 6,5 yuanes por dólar a casi 7 y/U\$. Las fugas de capitales iniciadas en 2015 presionaron al tipo de cambio al alza y ante fuertes caídas en el mercado bursátil chino (enero del año 2016) se vieron reforzados por la misma depreciación. A fines del año 2016 la autoridad monetaria comenzó a intervenir con normas del estilo del factor anticíclico para estabilizar el tipo de cambio, política que dio resultado durante el año 2017 apreciando al yuan 2,3%. Dada la reducción de salida de capitales y los datos de crecimiento económico del primer trimestre se espera que el tipo de cambio se mantenga en estos niveles durante el año 2017. Durante los primeros cinco meses del año 2017 salieron capitales desde China por U\$S 86.700 millones. Esto presenta una mejora gradual respecto a los años 2015 y 2016. Entre enero y abril del año 2016 habían salido de China capitales por U\$S 249.000 millones y en los últimos cuatro meses del 2016 U\$S 158.000 millones.

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN DEL YUAN. 2016-2017



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

A su vez, las reservas internacionales cayeron fuertemente desde mediados del año 2015, debido a la fuga de capitales, entre agosto del año 2015 y diciembre de 2016 las reservas cayeron 15,4% equivalente a U\$S 546.000 millones. Luego comenzaron a recuperarse en el año 2017, creciendo entre enero y mayo del año 2017 un 2% siendo un total de U\$S 43.000 millones. El crecimiento de las reservas internacionales está ligado en parte a la reducción de la salida de capitales y también al aumento del balance comercial superavitario.

3. Síntesis

La economía de China mostró en el primer trimestre de 2017 una leve recuperación, pero se encuentra lejos de las tasas de crecimiento de la década anterior. Igualmente, en un mundo en el que se proyecta un crecimiento económico del 3,5% para el año 2017, el 6,6% chino es de los más altos. Los indicadores positivos de la economía china son principalmente el crecimiento del comercio exterior y la inversión estatal en infraestructura. Se espera que China mantenga su crecimiento estable durante el año 2017, generando expectativas positivas para la demanda de commodities en el corto plazo, principalmente en el sector de minerales y metales.

Los problemas de corto plazo tienen que ver con la dependencia del crédito local, que sostiene la actividad económica, y **el incremento continuo de los precios del sector inmobiliario que puede poner en riesgo la consolidación del crecimiento económico para el año 2017.**

NOTAS ESPECIALES

EL PREOCUPANTE ESTADO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS

Eliana Scialabba

1. Contexto

Uno de los principales problemas a lo que se enfrenta la situación fiscal no es solo el gradualismo elegido por el gobierno, el cual mantiene elevado el gasto público, sino que este se encuentra compuesto por erogaciones inflexibles a la baja, tales como el gasto social y los recursos destinados a las provincias. En el caso de los subsidios el panorama es mixto: mientras se avanza lentamente con los recortes a los subsidios a la energía, desde la cartera de Transporte plantearon que se incrementarán los destinados al transporte para no incrementar las tarifas del servicio público de pasajeros, y también se han concedido subsidios condicionados a empresas industriales electrointensivas.⁶

El alto nivel de gasto público nacional⁷ (34% y 30% del PBI en 2016 y en los primeros cuatro meses de 2017) es parte de la “herencia”. Pero con un nivel de actividad que no logra despegar, la recaudación tributaria se expande por debajo del gasto primario total (33% i.a contra 38% i.a en abril de este año) y el blanqueamiento de pasivos ocultos de la gestión anterior, se genera la necesidad de recurrir a los recursos externos al Estado para financiar al Tesoro. Esto, a su vez, incrementa la carga de intereses de deuda a futuro, debilitando la solvencia fiscal de largo plazo.

No es novedad, además, que el panorama fiscal se encuentra complicado ya desde la gestión previa. Sin embargo, durante la primera semana de junio, hasta ex funcionarios del actual gobierno han resaltado el tema. Carlos Melconian, durante su exposición en el Congreso Anual del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF) planteó que *“el gasto público es muy elevado, pero tenemos más pobres. Hay que avanzar en la cuestión fiscal, que es una de las patas que le fallan a este modelo”*⁸

2. Los números fiscales del primer cuatrimestre

El Ministerio de Hacienda informó que en abril de 2017 los ingresos totales sumaron \$159.557 M, **35% superior a igual mes del año anterior**, mientras los gastos primarios alcanzaron \$178.220 M, **incrementándose un 38% respecto de abril de 2016**. De esta forma, el déficit primario fue de \$ 18.664 M pero contabilizando los intereses de la deuda, el “rojo” se incrementó a \$ 49.012 M, dado que **los intereses de la deuda aumentaron un 391% respecto al mismo mes del año anterior, totalizando \$ 30.348 M**.

Considerando el resultado acumulado entre enero y abril de 2017, los ingresos totales alcanzaron los \$627.242 M, **(+40% i.a.)**; los gastos primarios ascendieron a \$687.249 M, **(+36% i.a.)**. En los cuatro primeros meses del año el déficit primario acumuló \$ 60.007 M, y considerando el pago de los intereses de la deuda pública de \$ 59.642 M, **(+140% i.a.)**, **el resultado financiero fue de un déficit de \$ 119.649 M, (+47% interanual)**.

2.a. Ingresos totales

El alicaído nivel de actividad y empleo muestra que los recursos tributarios ligados a la misma son los que presentaron el menor avance respecto al mismo mes del año anterior en términos nominal, por lo que, descontado el efecto inflacionario interanual, el resultado no sólo es menor, sino que en algunos casos se torna negativo.

Al analizar las principales fuentes de ingresos ligados al desempeño de la economía: IVA neto de reintegros, Impuesto a las Ganancias y Contribuciones a la seguridad social, los cuales representan el 66% de la recaudación tributaria de abril de 2017, se verifica que, en términos nominales, la recaudación se incrementó respecto al mismo mes

⁶ IEM Mayo de 2017, p. 6. Ver: http://prensa.usal.edu.ar/archivos/prensa/imagenes/iem_may_17.pdf

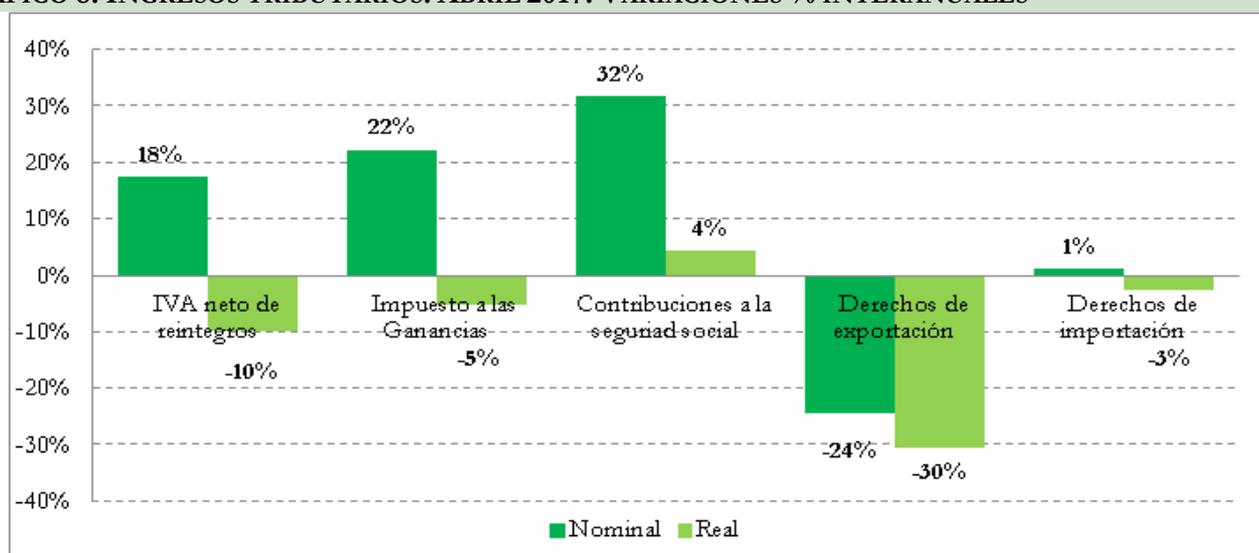
⁷ Excluidos el sector público provincial y el BCRA

⁸ Ver: <http://www.infobae.com/economia/2017/06/06/melconian-reclamo-avanzar-con-la-cuestion-fiscal-despues-de-las-elecciones/>

del año anterior por debajo de los ingresos totales y los recursos tributarios, al expandirse un 18%, 22% y 32%, respectivamente.

En tanto, variación de la recaudación del cuarto mes del año analizada en términos reales, se tornó negativa en el caso de IVA neto de reintegros y de Impuesto a las Ganancias (-10% y -5% i.a., respectivamente), y levemente positiva en el caso de las Contribuciones de la seguridad social (+4% i.a.).

GRÁFICO 8. INGRESOS TRIBUTARIOS. ABRIL 2017. VARIACIONES % INTERANUALES



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, INDEC e IPC provinciales.

Por otra parte, la recaudación tributaria ligada al comercio exterior ha presentado un desempeño negativo, aun analizándola en términos nominales. Los derechos de exportación se contrajeron 24% respecto a abril de 2016 (-30% en términos reales), mientras que los derechos de importación se incrementaron un 1% (-3% i.a. real)⁹.

Dicho resultado se explica, en parte, por modificaciones en los derechos de importación y reintegros a las exportaciones¹⁰ y por la menor dinámica del sector externo y según información del INDEC¹¹, durante abril las exportaciones se incrementaron un 1,7% respecto al mismo mes del año anterior, mientras que las importaciones se expandieron un 13,6%, mientras que en los primeros cuatro meses del año las exportaciones acumulan una suba del 1,8% interanual y las importaciones un 9,1%.

2.b. Gastos primarios

Los gastos corrientes primarios, los cuales representaron el 89% de los gastos primarios totales, se expandieron un 35% interanual:

- Las prestaciones sociales, que constituyeron el 58% del gasto corriente en abril, crecieron un 33% respecto al mismo mes del año anterior;
- los subsidios económicos un 24% (mostrando una desaceleración en el rubro Energía, el cual se expandió 14% interanual en abril y acumula una contracción del 10% en 2017).
- Los gastos de funcionamiento, las transferencias corrientes a las provincias y los otros gastos corrientes crecieron por encima del promedio: 42%, 69% y 42%, respectivamente.

⁹ La recaudación real ligada al comercio exterior se estimó considerando la evolución de precios de exportaciones e importaciones calculadas por el INDEC. Ver http://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/ipcext_05_17.pdf

¹⁰ Según información del Ministerio de Hacienda, por Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 117/17 (B.O. 20/02/2017), se realiza una "Reducción al 0% de las alícuotas del Derecho de Importación Extrazona (D.I.E.) de ciertos bienes de "Informática y Telecomunicaciones", y de acuerdo al Decreto del PEN 1341/16 (B.O. 02/01/2017), se realiza un "Aumento de los Reintegros a la Exportación para ciertas posiciones arancelarias del sector agropecuario y agroindustrial". Ver: <http://www.mecon.gov.ar/sip/dniaf/legislacion1trim2017.pdf>

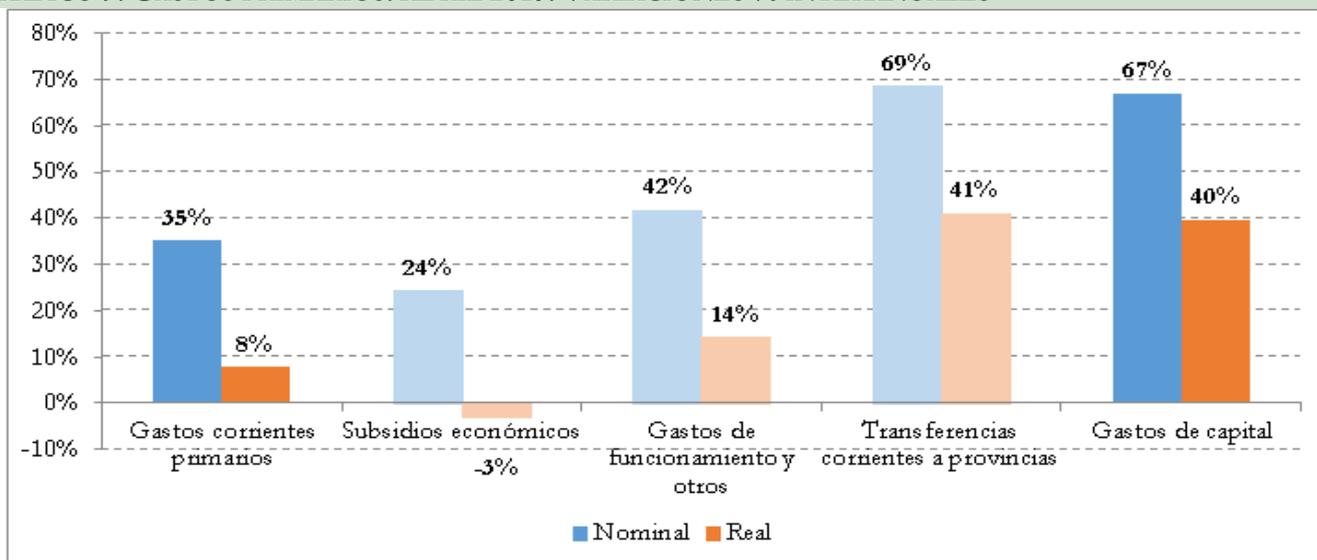
¹¹ Intercambio Comercial Argentino (ICA). Ver: http://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/ica_05_17.pdf

Los gastos de capital, aunque sólo representan el 11% restante del gasto primario, se expandieron un 67% interanual durante abril, acumulando un alza del 45% durante los primeros cuatro meses del año, dando clara muestra que 2017 es un año electoral y el gobierno tiene mucho en juego, ya que busca ganar espacio en ambas cámaras y convalidar el rumbo de su gestión.

Por encima del promedio se expandió Educación (+431% i.a), que pasó de \$ 250 M a \$1.331, y se destaca notablemente el incremento en el gasto en Vivienda, (+3.420% i.a), el cual en abril de 2016 totalizaba \$ 89 M y en este año alcanzó los \$3.133 M.

Al analizar los gastos primarios en términos reales, durante abril los gastos corrientes primarios se incrementaron un 8%, mientras que los de capital presentaron una expansión del 40%.

GRÁFICO 9. GASTOS PRIMARIOS. ABRIL 2017. VARIACIONES % INTERANUALES



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, INDEC e IPC provinciales.

Dentro de los gastos corrientes primarios, la mayor expansión en términos interanuales se presentó en transferencias a las provincias (+41% i.a), seguido por gastos de funcionamiento y otros (+14% i.a). En tanto, los subsidios económicos fueron el único ítem que presentó un resultado negativo en términos reales, al contraerse un 3% respecto al mismo mes del año anterior.

Mientras que las prestaciones sociales - jubilaciones y pensiones y planes sociales-, inflexibles a la baja dado que se actualizan por ley, presentaron una expansión real del 9% y 5% en abril respecto a 2016, respectivamente, y en el acumulado en los primeros cuatro meses del año se incrementaron un 14% y 22% interanual.

2.c. Resultado primario y financiero

Si bien el Ministerio de Hacienda podría cumplir la meta de resultado primario para este año (4,2% del PBI y \$ 409.500 M), el problema es cuando se analiza el resultado financiero: dado que durante abril, los intereses de la deuda alcanzaron los \$30.348 M (+391% i.a), **el “rojo” primario de \$18.664 M se convirtió en un “rojísimo” financiero de \$49.012 M, como se ve en el Cuadro.**

A su vez, el déficit primario se incrementó un 71% respecto a abril de 2016, el exponencial crecimiento de los intereses devengados por la carga de deuda pública llevó a que el déficit financiero se expandiera un 187% i.a. En tanto, en el acumulado anual, el déficit primario se expandió un 6% interanual y el financiero un 47%, explicado por la suba del 140% de los intereses netos.

CUADRO 7. RESULTADO FISCAL. ABRIL Y ACUMULADO 2017. EN \$ M Y VAR. % INTERANUALES

	Dato mensual		Variación anual		Acumulado anual		Variación anual	
	abr-17	abr-16	%	\$	2017	2016	%	\$
INGRESOS TOTALES	159.557	118.148	35%	41.409	627.242	449.277	40%	177.965
Tributarios	148.931	112.005	33%	36.926	580.039	423.910	37%	156.129
IVA neto de reintegros	26.919	22.904	18%	4.015	101.328	85.425	19%	15.904
Ganancias	14.552	11.898	22%	2.654	69.846	60.441	16%	9.405
Contribuciones a la seguridad social	56.286	42.731	32%	13.555	229.763	168.708	36%	61.055
Derechos de exportación	9.223	12.214	-24%	-2.991	22.209	27.578	-19%	-5.369
Derechos de importación	4.684	4.630	1%	53	19.188	16.835	14%	2.354
Resto tributarios	37.267	17.628	111%	19.639	137.705	64.925	112%	72.780
Rentas de la propiedad Netas ⁽¹⁾	3.421	2.407	42%	1.014	21.812	7.245	201%	14.567
Otros ingresos corrientes	7.203	3.734	93%	3.470	25.341	18.094	40%	7.247
Ingresos de capital	2	3	-44%	-1	50	28	81%	22
GASTOS PRIMARIOS	178.220	129.041	38%	49.179	687.249	506.085	36%	181.165
Gastos corrientes primarios	158.244	117.088	35%	41.156	615.880	456.713	35%	159.167
Prestaciones sociales	91.985	69.022	33%	22.963	370.285	264.201	40%	106.085
Jubilaciones y pensiones contributivas	65.186	47.795	36%	17.392	255.158	180.280	42%	74.877
Asignaciones (familiares y por hijo)	10.204	7.707	32%	2.497	45.709	30.582	49%	15.126
Otros programas	16.595	13.520	23%	1.389	30.678	24.144	27%	6.534
Subsidios económicos	18.878	15.180	24%	18.878	18.878	18.878	24%	18.878
Gastos de funcionamiento y otros	31.211	22.012	42%	9.199	125.377	93.188	35%	32.189
Transferencias corrientes a provincias	4.604	2.730	69%	1.874	21.437	9.916	116%	11.521
Otros gastos corrientes	11.566	8.144	42%	3.422	43.992	38.282	15%	5.710
Gastos de capital	19.976	11.953	67%	8.023	71.369	49.372	45%	21.998
Energía	2.586	1.649	57%	937	7.291	13.172	-45%	-5.881
Transporte	4.199	2.593	62%	1.606	17.631	10.625	66%	7.006
Educación	1.331	250	431%	1.080	3.939	1.698	132%	2.241
Vivienda	3.133	89	3420%	3.044	14.234	3.476	309%	10.758
Otros	8.728	7.372	18%	1.356	28.275	20.400	39%	7.875
RESULTADO PRIMARIO	-18.664	-10.893	71%	-7.770	-60.007	-56.807	6%	-3.200
Intereses Netos ⁽²⁾	30.348	6.181	391%	24.167	59.642	24.834	140%	34.808
RESULTADO FINANCIERO	-49.012	-17.075	187%	-31.937	-119.649	-81.641	47%	-38.008

Fuente: Ministerio de Hacienda

(1) Excluye las siguientes rentas de la propiedad: las generadas por el BCRA por \$30.000 M. en ene-abr/16; las generadas por activos del Sector Público no Financiero (SPNF) en posesión del FGS por: \$1.276,2 M. en abr/17, \$2.121,7 M. en abr/16, \$16.537,3 M. en ene-abr/17 y \$13.500,8 M. en ene-abr/16; las generadas por activos del SPNF en posesión de organismos del SPNF excluyendo el FGS por: \$3,7 M. en abr/17, \$49,2 M. en abr/16, \$5.037,5 M. en ene-abr/17 y \$171,2 M. en ene-abr/16.

(2) Excluye intereses pagados Intra-Sector Público Nacional por: \$1.279,9 M. en abr/17, \$2.170,9 M. en abr/16, \$21.574,8 M. en ene-abr/17 y \$13.672,0 M. en ene-abr/16

A su vez, como porcentaje del PBI, en abril de 2017, el déficit primario fue del 3,2% y el financiero del 8,4%, mientras que los intereses de deuda pública netos representaron el 5,2% del PBI. En los cuatro meses de 2017, el déficit primario fue del 2,6% y el financiero del 5,1%, y los intereses del 2,5% del PBI.

CUADRO 8. RESULTADO PRIMARIO, FISCAL E INTERESES NETOS. MENSUAL Y ACUMULADO 2017.

	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	Acum-17
	En millones de pesos				
Resultado primario	3.587	-26.747	-18.184	-18.664	-60.007
Intereses netos	9.143	3.253	16.897	30.348	59.642
Resultado financiero	-5.556	-30.000	-35.082	-49.012	-119.649
	% del PBI				
Resultado primario	0,6%	-4,6%	-3,1%	-3,2%	-2,6%
Intereses netos	1,6%	0,6%	2,9%	5,2%	2,5%
Resultado financiero	-0,9%	-5,1%	-6,0%	-8,4%	-5,1%
	Variación % interanual				
Resultado primario	384%	61%	-39%	71%	6%
Intereses netos	211%	-16%	43%	391%	140%
Resultado financiero	153%	46%	-16%	187%	47%

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, INDEC y REM-BCRA

2.d. Deuda pública

La deuda contraída entre el inicio de la gestión de Mauricio Macri y el mes de mayo de 2017 totalizó los US\$ 96.674 M, mientras que las cancelaciones fueron de US\$ 70.713 M. Según la información disponible, el stock de deuda pública del sector público nacional¹² al 31 de diciembre de 2016, último dato publicado en la Subsecretaría de Financiamiento¹³, es de **US\$275.446 M (US\$273.628 M netos), presentando un incremento del 14,5% interanual**. A este stock, se deben adicionar las colocaciones realizadas por el gobierno durante los primeros cinco meses de 2017, las cuales ascienden a US\$61.893 M, llevando el stock de deuda pública a US\$337.339 M a mayo de este año.

3. ¿Qué viene en materia fiscal?

Si bien la meta de resultado primario propuesta por Hacienda para el primer trimestre se cumplió, debe tenerse en cuenta que la holgura de ingresos vino por el lado del “blanqueo”, por lo que no se contará con esos recursos los próximos trimestres. Sin embargo, el resultado primario no contempla las erogaciones en concepto de intereses devengados por la deuda pública, las cuales se acrecientan ante el aumento del déficit primario que fuerza al Ministerio de Finanzas a tomar deuda. Sin embargo, los mercados estiman que el ingreso de divisas hasta fin de este año podría aproximarse al 2% del PBI (US\$11.000 M), por lo que el mercado cambiario no sufriría fuertes sobresaltos, y la cotización del dólar se iría “acomodando” en torno a los \$17,50 - \$18 hacia el final de 2017.

De esta forma, el gobierno “patea la pelota para adelante”, y en 2018 las metas de déficit primario del 3,2% del PBI serán más difíciles de cumplir. Dada la inflexibilidad de más de la mitad del gasto público, la apuesta está en que se recupere la actividad y aumente la recaudación y que se ajuste el resto de los componentes del gasto: si bien se incrementarán los subsidios al transporte para no subir las tarifas durante el resto del año, desde Jefatura de Gabinete ya plantearon a los ministros que realicen estimaciones de reducción de gasto, bajo el lema de “contribución al esfuerzo fiscal”, los cuales serían el primer movimiento “gradualista” real.

Al respecto, el diario La Nación informó el 11 de junio que a efectos de reducir el déficit fiscal en 2018, “la Casa Rosada evalúa que los ministerios de Agroindustria y de Turismo vuelvan a ser secretarías de Estado, bajo la órbita del Ministerio de Producción. Y que el Ministerio de Comunicaciones se subordine al de Modernización. (...) El Ministerio de Finanzas, creado en enero último, podría volver al rango de Secretaría dentro del Ministerio de Hacienda y el de Ambiente podría regresar como secretaria a la Jefatura de Gabinete”.¹⁴

¹² Debe destacarse que este stock de deuda no incluye ni las deudas provinciales ni la del BCRA.

¹³ Información de deuda pública. Ver: <http://www.minfinanzas.gob.ar/secretarias/finanzas/subsecretaria-de-financiamiento/informacion-de-deuda/>

¹⁴ Ver: <http://www.lanacion.com.ar/2032554-para-reducir-gastos-evaluan-bajar-el-numero-de-ministros>

IN MEMORIAM: ALLAN H. MELTZER (1928-2017)

Héctor Rubini

El pasado 8 de mayo falleció a los 89 años de edad en Pittsburgh, Pennsylvania, Allan Harold Meltzer, uno de los pilares de la contrarrevolución monetarista de los años '70 y '80, y destacándose por ser uno de los más prolíficos e influyentes economistas estadounidenses del último cuarto del siglo XX.

Allan Meltzer había nacido el 6 de febrero de 1928 en Boston, Massachusetts. Obtuvo su título de grado en Economía en la *Duke University* en 1948. Siete años después terminó la maestría en Economía en la Universidad de California en Los Ángeles, donde en 1958 obtuvo el doctorado. Gracias a una beca Fullbright y otra del Social Science Research Council se mudó a Francia para escribir su tesis en 1955 y 1956 sobre la inflación en ese país durante la 2ª Guerra Mundial. Desde entonces, se enfocó en cuestiones de teoría y política macroeconómica, inflación, empleo y crecimiento económico.

Su carrera profesional transcurrió por ámbitos académicos y no académicos. Como profesor ocupó cargos académicos en Estados Unidos y en el exterior desde 1956, hasta su muerte. Se desempeñó en el Carnegie Institute of Technology, las Universidades de Chicago, Harvard, y Carnegie Mellon, donde ha sido hasta ahora el profesor con más años de trayectoria. De hecho, en 1997 fue galardonado en vida con la creación en dicha universidad de la cátedra Allan H. Meltzer de Economía Política que ocupó hasta su muerte. En el exterior dio clase en el Instituto Yugoslavo de Investigación Económica en Belgrado (1968), en el posgrado de Economía de la Fundación Getulio Vargas en Río de Janeiro (1976-79), en la City University de Londres (1980-84), y en el Institut des Sciences Politiques de París (1991).

Fue investigador visitante del Bank of Japan (1984-85), donde luego fue Asesor Honorario de su Instituto de Estudios Monetarios y Económicos (1986-2003). También fue investigador visitante en el American Enterprise Institute. Ocupó cargos administrativos en el Carnegie Institute of Technology y en la Carnegie- Mellon University, y participó como miembro pleno, asociado, editor, y director de más de 20 organismos y comisiones académicas, y revistas científicas. No sólo se destacó por su formidable actividad y producción en el ámbito académico, sino también por haber sido una suerte de “*entrepreneur intelectual*”: en búsqueda de nuevas formas de satisfacer necesidades específicas de ideas, argumentos o propuestas de política concreta, trabajó de manera muy activa, y exitosa, para atraer y canalizar recursos orientados hacia esos objetivos.

Meltzer y su ex maestro, el economista suizo Karl Brunner (1916-1989), crearon programas de conferencias sobre temas específicos en la frontera del conocimiento analítico en diversos campos de la economía, y fundamentalmente sobre cuestiones de política económica. La más célebre ha sido la conferencia anual Carnegie-Rochester (1973 a 1979). En todos los seminarios y ciclos de conferencias que impulsó siempre se destacó el nivel analítico de los *papers* de sus participantes, la profundidad de sus debates, y por parte de Meltzer, sus profundos conocimientos en materia de economía, políticas públicas y de la naturaleza y funcionamiento concreto de las instituciones de la sociedad civil. Dado el éxito de la conferencia, Meltzer y Brunner optaron por dar a conocer en una revista las últimas contribuciones analíticas sobre cuestiones de política económica en Estados Unidos y otros países. Así nació la *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, publicada entre 1976 y 1995, a través de North-Holland Publishing Company. Luego de que esta empresa fuera absorbida por la editorial Elsevier, esta última integró dicha revista al *Journal of Monetary Economics*, que se publica desde 1973.

Recibió 14 premios y distinciones entre 1983 y 2011, destacándose el Premio Irving Kristol del *American Enterprise Institute* (2003), el Premio Adam Smith de la *National Association for Business Economics*, el Premio al Docente Distinguido de la *International Mensa Foundation* (2009) y los Premios Bradley y Harry Truman de Política Pública y de Política Económica (todos en 2011).

Fue presidente de la *Western Economic Association* entre 1984 y 1986, vicepresidente de la *American Economic Association* en 1989 y 1990, presidente de la *International Atlantic Economic Association* en 1999 y 2000, co-fundador en 1973

con Karl Brunner del *Comité “Sombra” de Mercado Abierto*¹⁵, director de la *Commonwealth Foundation* entre 1987 y 2000, Presidente del Comité de Asesores en Política Económica del Presidente de los EE.UU. entre 1988 y 1990¹⁶, miembro distinguido de la *American Economic Association* (2000), asesor del Comité Económico Conjunto para Política Económica Internacional del Congreso de los EE.UU. (2001), asesor del bloque mayoritario (Republicano) de la Cámara de Representantes, sobre Política Económica Internacional (2001), asesor del Banco de la Reserva Federal de Nueva York (2007-10), Presidente del Consejo de Investigadores de la *Commonwealth Foundation*, presidente de la *Mont Pelerin Society* en 2013 y 2014, y también del comité organizador de su última reunión general en 2016 .

También asesoró en varios períodos al Departamento del Tesoro, a otros gobiernos y bancos centrales, siempre defendiendo la necesidad de frenar la inflación con políticas monetarias disciplinadas, evitando el intervencionismo estatal, inclusive en episodios de crisis fiscales y de default de deuda. Entre 1998 y 2000 presidió la *International Financial Institution Advisory Commission* del Congreso de los Estados Unidos, conocida más informalmente como la “*Comisión Meltzer*”. La misma examinó el rol del FMI y del Grupo Banco Mundial frente al impacto de las crisis cambiarias del Sudeste Asiático de 1997-98 sobre los mercados financieros y de capitales de Estados Unidos, Europa y Latinoamérica. El informe final de dicha Comisión concluyó con duras críticas al rol de ambos organismos, recomendando una fuerte reducción de su staff y que “cambien sus operaciones, para así reducir las *oportunidades de corrupción* en los países recipientes de fondos de esos organismos”. Uno de los miembros de ese Comité, el ex banquero de inversión Adam Lerrick ha sido nombrado por la administración Trump como subsecretario de finanzas internacionales en el Departamento del Tesoro¹⁷.

En su libro *Why Capitalism?* (2012) reafirmaba su visión de que los países y los inversores deben cargar con los costos de sus errores, sean estos por políticas fiscales deficientes, o préstamos mal otorgados. Dos frases resumen su filosofía al respecto: “Capitalismo sin quiebras, es como una religión sin pecado”, y “Las quiebras y las pérdidas concentran la mente en comportamientos prudentes”. También mantuvo sin cambios su postura en contra del otorgamiento de paquetes de rescate, y mantuvo ese enfoque cuando testificó cuatro veces ante las audiencias del Congreso de los Estados Unidos convocadas por los legisladores Dodd y Franck. También colaboró con el equipo de Henry Paulson del Departamento del Tesoro luego del estallido financiero de septiembre de 2008.

Su visión de la economía y de la vida política ha sido calificada como de un “conservador”, pero en reiteradas oportunidades el manifestó verse así mismo como “libertario”, ya que en su opinión no adhería a dogmas rígidos como los conservadores. Igualmente, nunca modificó su visión crítica hacia el intervencionismo estatal. Esto lo enfrentó con no pocos detractores, destacándose entre ellos el Premio Nobel Paul Krugman.

Meltzer ha escrito decenas de artículos periodísticos en *The Wall Street Journal*, (1975 a 2011), *Financial Times* (1984 a 2008), *The Washington Post* (1987 a 2000), *Los Angeles Times*, (1987 a 1993), y *The New York Times* (1979 a 2011), además de artículos en otros diarios y revistas estadounidenses y del exterior. A esto cabe agregar la friolera de casi 400 artículos publicados en revistas científicas entre 1960 y 2011, fundamentalmente sobre temas de política monetaria, políticas de estabilización, política monetaria y fiscal en economías abiertas, e instituciones para prevenir crisis financieras y su contagio internacional.

En nuestro país su nombre estuvo presente en la crisis de 2001, cuando en mayo de ese año publicó en *The Wall Street Journal* con Adam Lerrick el artículo “Beyond IMF Bailouts: Default Without Disruption”. Allí afirmaban que el endeudamiento de Argentina era insostenible y que debían aplicar una reestructuración de la deuda, con una quita a los bonistas del 70%. A esto le sumaban un crédito multilateral de U\$S 54.000 millones del FMI, el Banco Mundial, el BID y el gobierno de España para comprar los bonos argentinos que vendiera el sector privado al 60% de su valor facial. La propuesta fue desestimada luego de que el entonces Secretario del Tesoro Paul O’Neill sostuviera que era “*inadmisibles que los plomeros y carpinteros de los EE.UU. pagaran impuestos para que los argentinos siguieran con su fiesta*”.

¹⁵ Se trata de un panel que evalúa las decisiones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, y promueve discusiones al respecto con especialistas, periodistas, políticos y público en general. Meltzer lo presidió entre 1973 y 1999.

¹⁶ Los presidentes en esos años fueron Ronald Reagan y George h. W. Bush.

¹⁷ Aun hoy Lerrick mantiene el mismo enfoque que el fallecido Meltzer a favor de la promesa de Donald Trump de reducir en tres años los aportes del gobierno de los EE.UU. al Banco Mundial por unos U\$S 650 millones.

Su vertiginoso ritmo de actividad intelectual se mantuvo prácticamente sin cambios hasta casi la fecha de su muerte. Pocos días antes, el pasado 25 de abril, había publicado “Three Democrat Errors” en la revista online *Defining Ideas* de la Hoover Institution. A la fecha de su deceso estaba escribiendo un libro con colegas de la Stanford University (*Regulation and the Rule of Law*) sobre los orígenes del imperio de la ley, y su importancia en el proceso de crecimiento económico de largo plazo. Algunas de sus contribuciones que continuarán siendo de suma utilidad para las generaciones futuras, son las siguientes:

Libros:

- *Keynes's Monetary Theory. A Different Interpretation*. Cambridge University Press (1988)
- *Political Economy*. Oxford University Press (1991), (con Alex Cukierman y Scott F. Richard).
- *Money, Credit and Policy*. Edward Elgar Publishing (1995)
- *A History of the Federal Reserve*. The University of Chicago Press: Vol. 1 (2002), Vol. 2, Book 1 (2010) & Book 2 (2010).
- *Why Capitalism?* Oxford University Press, 2012.

Artículos

- 1967: “Major Issues in the Regulation of Financial Institutions”, *Journal of Political Economy* 75, 4 II, 482-501
- 1969: “Money Intermediation and Growth”. *Journal of Economic Literature*, 7 (1), 27-56.
- 1970: “Is There an Optimal Money Supply? A Discussion”. *Journal of Finance*, 25 (2), 450-53.
- 1972 (con Karl Brunner): “Friedman’s Monetary Theory”. *Journal of Political Economy*, 80 (5), 837-851.
- 1976 (con Karl Brunner): “Institutional Arrangements and the Inflation Problem”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 3 (1), 1-13.
- 1977 (con Karl Brunner): “The Explanation of Inflation: Some International Evidence”. *The American Economic Review*, 67 (1), 148-154.
- 1986 (con Alex Cukierman): “A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information”. *Econometrica*, 54 (5), 1099-1128.
- 1986 (con Alex Cukierman): “A Positive Theory of Discretionary Policy, The Cost of Democratic Government and the Benefits of a Constitution”. *Economic Enquiry*, 24 (3), 367-388.
- 1988 (con Karl Brunner): “Money and Credit in the Monetary Transmission Process”. *The American Economic Review*, 78 (2), 446-451.
- 1989 (con Alex Cukierman): “A Political Theory of Government Debt and Deficits in a Neo-Ricardian Framework”. *The American Economic Review*, 79 (4), 713-732.
- 1990 (con Karl Brunner): “Money Supply”. *Handbook of Monetary Economics* (B.M. Friedman & F.H. Hahn eds.), 1 (1), ch. 9, 357-398.
- 1995: “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”. *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 49-72.
- 2002: “Back to Bailouts”. *The Wall Street Journal*.
- 2002: “Argentina and the IMF”. *Testimony Before the Committee on Financial Structure, Subcommittee on International Monetary Policy and Trade*. U.S. House of Representatives. March 5 (Washington DC).
- 2003: “Argentina 2002: A Case of Government Failure”. *Cato Journal*, 23 (1), 29-31.
- 2003 (con Adam Lerrick): “Blueprint for an International Lender of Last Resort”. *Journal of Monetary Economics*, 50 (1), 289-303.
- 2006: “From Inflation to More Inflation, Disinflation and Low Inflation”. *The American Economic Review*, 96 (2), 185-188.
- 2007: “A Blueprint for IMF Reform: What is Worth Retaining?”. *International Finance*, 10 (2), 177-182.
- 2007: “Reforming Central Banks”. *Testimony Before the Committee on Financial Services*. U.S. House of Representatives. July 17 (Washington DC).
- 2013: “What’s Wrong with the Fed? What Would Restore Independence?”. *Cato Journal*, 33 (3), 401-416.
- 2014: “Slow Recovery with Low Inflation”, en *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis* (M. N. Baily & J. B. Taylor eds.), Cap. 8. Hoover Institution. Stanford University.

INDICADORES

Indicador	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17
Indicadores de Actividad														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-3,4%	-2,1%	-5,1%	-5,7%	-1,7%	-2,8%	-4,6%	-1,3%	0,7%	1,7%	-2,1%	0,8%	n/d	n/d
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-1,6%	-0,6%	-0,4%	0,4%	0,5%	-0,8%	-0,3%	0,8%	1,9%	0,2%	-2,6%	1,9%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	30,5%	13,3%	3,2%	-6,3%	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	5,8%	26,6%	-13,2%	12,6%	31,7%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-0,3%	-0,3%	4,7%	-16,6%	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	24,4%	66,9%	-1,2%	16,7%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-7,0%	-2,7%	-10,1%	-7,9%	-6,8%	-5,7%	-8,2%	-1,3%	-0,2%	-3,6%	-9,0%	-0,8%	2,0%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-4,2%	-0,9%	-0,3%	1,9%	-2,1%	0,0%	-0,2%	2,6%	2,2%	-0,6%	-3,0%	2,5%	0,0%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-6,5%	-5,7%	-9,0%	-8,6%	-3,9%	-8,1%	-7,5%	-1,5%	-0,8%	4,0%	-8,7%	-1,2%	-2,0%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-2,2%	-2,1%	-0,2%	1,6%	0,3%	-2,3%	1,4%	1,9%	1,5%	-1,3%	0,1%	-1,2%	1,3%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	-0,4%	2,3%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	0,0%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-5,5%	2,9%	4,4%	5,6%	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-12,6%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-27,5%	-11,2%	-18,5%	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,0%	0,0%	-8,7%	28,7%	10,7%	8,7%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	4.724	5.347	5.266	4.967	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	4.252	3.881	4.527	4.825	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-8,0%	3,2%	-12,6%	-10,6%	12,2%	-2,8%	-6,3%	20,8%	33,9%	9,3%	-6,2%	2,4%	-8,8%	n/d
Importaciones en USD	4.423	4.904	5.135	4.690	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	4.340	3.939	5.468	4.964	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-11,8%	-2,1%	-11,3%	-18,0%	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	7,1%	-0,6%	15,9%	13,6%	n/d
Saldo Comercial en USD	301	443	131	277	705	361	-114	115	65	-88	-58	-941	-139	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	195,2	213,5	223,7	208,1	199,6	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	204,7	198,6	193,6	195,5
<i>Var. % a/a</i>	-6,2%	4,3%	7,2%	-4,8%	-2,5%	2,1%	1,0%	6,4%	8,4%	13,2%	12,9%	7,0%	-0,8%	-8,4%

Indicador	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	Ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17
Precios														
IPC (INDEC) Var. % m/m		4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>		2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%	1,8%	2,3%	1,6%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%	33,4%	27,3%	25,2%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%	2,4%	2,1%	1,8%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%
Indicadores Fiscales														
Ingresos Totales Var. % a/a	31,2%	32,1%	28,5%	27,3%	26,9%	27,0%	26,9%	29,2%	36,6%	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	n/d
Gastos Totales Var. % a/a	29,3%	29,8%	28,7%	28,2%	29,0%	29,8%	32,0%	32,2%	38,2%	42,0%	37,4%	30,1%	54,2%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
<i>Mediana</i>	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0
<i>Media</i>	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9
Confianza del Consumidor (UTDT)														
<i>Índice</i>	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	0,0	40,7	41,0	46,2	45,8
<i>Var. % m/m</i>	-10,3%	-1,2%	-0,2%	7,1%	-6,6%	1,6%	6,4%	-4,6%	1,2%	0,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%
<i>Var. % a/a</i>	-18,3%	-22,4%	-22,4%	-18,7%	-25,0%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	-19,0%	-17,7%	-10,8%	-15,0%	7,0%	7,3%