



## Informe Económico Mensual

Instituto de Investigación

Nº 162 - Año 17 - 8 de junio de 2018

Escriben en este número: Eloy Aguirre, Héctor Rubini, Eliana Scialabba y Jorge Viñas

### EL DATO DEL MES

**Inflación esperada.** Las consultoras locales esperan para mayo una inflación cercana al 3%, por la suba de tarifas públicas. El impacto pleno de la suba del tipo de cambio se observará en junio, mes para el que se espera una inflación superior al 2% .

### LO QUE HAY QUE SABER

**Acuerdo con el FMI.** El Gobierno y el FMI han acordado un crédito “stand by” de U\$S 50.000 M, y otros organismos (BID, Banco Mundial, CAF) aportarán U\$S 5.650 millones adicionales. El acuerdo prevé un ajuste fiscal gradual hasta 2021 y un proyecto de Ley para dotar de mayor autonomía del BCRA.

**Régimen cambiario.** El BCRA mantendrá el régimen de flotación “sucia”, pero dejará de ofrecer diariamente a U\$S 5.000 M a \$25. En las próximas semanas implementaría un mecanismo de rescate gradual de las LEBAC con fondos de las Letras Intransferibles del Tesoro que posee el BCRA.

**Precios y actividad:** Frente a la aceleración inflacionaria, el BCRA ha abandonado la meta de inflación e 15% para este año. La inflación de 2018 rondaría el 27%-30%, y se espera un escenario de recesión para el segundo semestre de este año.

**Ajuste fiscal.** El 1º de junio anunció recortes en el gasto público de impacto marginal en las cuentas fiscales. Sin una reducción significativa del déficit fiscal, seguirá creciendo el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, debilitándose los indicadores de solvencia fiscal.

### LO QUE VIENE

**Acuerdo con el FMI.** El 20 de junio el Directorio del FMI aprobaría el crédito para la Argentina, liberando un primer desembolso de al menos U\$S 15.000 M. En el marco del gradualismo actual no se espera una fuerte reactivación ni baja sustantiva en la tasa de inflación para el próximo año.

**Mejora de calificación.** También para el 20 de junio próximo se espera que el banco Morgan Stanley eleve la calificación de Argentina de “país de frontera” a “país emergente”. Esto impulsaría inversiones extranjeras en acciones de empresas argentinas por al menos U\$S 5.000 M.

**Negociaciones salariales.** El martes próximo se vuelven a reunir la CGT y el Gobierno Nacional. La misma será definitiva respecto del potencial llamado o no de la CGT a un paro nacional. Las proyecciones macroeconómicas incluidas en el Acuerdo con el FMI no permiten visualizar un horizonte social y político despejado.

**Brasil:** La conflictividad política y la huelga de camioneros ha puesto en dudas la gobernabilidad del país. La demanda de dólares seguirá en aumento y que cotice a más de R\$ 4. Aun así, se espera una tasa de crecimiento real del PIB de 2,4% para este año y de 3% para el año próximo.

**Estados Unidos:** Las condiciones favorables de la economía de EE.UU. han fortalecido las expectativas de que la Fed a mantendrá su estrategia de suba gradual de tasas, y que la próxima semana aumentará la tasa de Fondos Federales en 25 p.b.

Decano Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Héctor F. Dama  
Director Instituto de Investigación: Juan Massot - Editor del IEM: Héctor Rubini

## PANORAMA DE ARGENTINA

### DE LA CRISIS CAMBIARIA AL FMI:

*Héctor Rubini*

---

**El Gobierno y el FMI han acordado los términos de un crédito “stand by” por U\$S 50.000 M. El mismo prevé un ajuste fiscal gradual hasta 2021 y mayor autonomía del BCRA. Sin embargo, la inflación tiende a acelerarse y se espera un escenario de recesión hasta fin de año.**

---

#### *a. Crisis cambiaria y desajustes de política*

Afortunadamente, el 15 de mayo se renovaron con éxito los vencimientos de LEBAC y se terminó el clima de pánico y expectativas de estallido cambiario. Requirió hacer lo que no se quiso hacer desde fines de abril: a) el BCRA mantuvo elevadas tasas interbancarias a 7 días (40% anual promedio de pasivos y pasivos), b) un acuerdo con los titulares de los principales bancos para que renueven sus tenencias de LEBAC, c) liberación de encajes para que las entidades financieras compren nuevas LEBAC, d) el retorno de los fondos Templeton y Blackrock que ingresaron U\$S 3.000 M para la compra de Bonos del Tesoro en pesos (“BOTEs”) con vencimiento en 2023 y 2026, e) el anuncio del BCRA de que saldrá a vender diariamente hasta U\$S 5.000 M toda vez que el tipo de cambio mayorista supere los \$25 y f) la mayor actividad del BCRA recomprando LEBAC y vendiendo dólares a futuro.

La calma retornó y cierta normalización se fue consolidando con el avance de las negociaciones con el FMI para proveer divisas adicionales, pero las señales de los funcionarios mostraban una visible falta de coordinación operativa, y cierta pérdida del control de la crisis:

a) Todos los funcionarios afirmaban que el episodio resultó de un shock externo inesperado la suba de tasas de los EE.UU. que habría “cortado” el financiamiento externo del Tesoro. La suba no fue sorpresiva ni abrupta, y no hay indicios de tal “corte”, si bien se registra cierta migración de fondos de mercados emergentes a Estados Unidos. Pero también es cierto que además de Argentina, sólo Irán, Turquía y Brasil, han sufrido una fuerte depreciación de su moneda en los últimos 60 días.

b) El ministro de Hacienda y el titular del BCRA hablaban de un supuesto “proceso de desinflación”, pero este año tiende a acelerarse y acercarse más al 27%-30% que a la entonces meta oficial de 15%.

c) El titular del BCRA ha vuelto a sostener que el régimen es de tipo de cambio “flotante”, pero de facto el tipo de cambio ha fluctuado desde el 15 de mayo sujeto a ese “techo” de intervención oficial a \$25.

d) El ministro de Finanzas afirmó que lo más conveniente para el país es tomar deuda del FMI porque es la más barata, pero desde 2016 ha emitido deuda a tasas más altas, tanto fuera como dentro del país.

e) Uno de los CEOs de Jefatura de Gabinete sostuvo que la meta de inflación de 2016 era no creíble, pero nunca la cuestionó desde su cargo.

f) El ministro del Interior, afirmó que los fondos que invierten “especulativamente” en LEBAC no deberían volver más al país, pero el aporte de dos de esos fondos cortó el clima de pánico, no el FMI.

g) El Poder Ejecutivo se muestra firme para aumentar las tarifas públicas, pero dos de los partidos de la alianza gobernante se manifestaron en contra de la estrategia oficial, sembrando serias dudas sobre el único intento de hecho de reducir la brecha fiscal en el primer cuatrimestre del año.

h) El ministro de Hacienda anunció un recorte de gasto en inversión pública y metas fiscales más restrictivas el viernes 4 de mayo, pero desde el lunes 5 se conoció una serie de contrataciones que tornaron poco creíble el anuncio oficial.

i) Varios funcionarios, incluido el Presidente, han admitido que la presión fiscal es elevada y exagerada. Sin embargo, el pasado 28 de mayo el Gobierno Nacional aumentó por Decreto 486/2018 la alícuota de la retención sobre exportaciones de biodiesel de 8% a 15%. Además, el titular de Hacienda dio a entender que no se descartaban

alternativas como la de suspender la baja mensual de retenciones a la exportación de soja y reponer las retenciones aplicadas hasta diciembre de 2015 a las exportaciones de trigo y de maíz.

j) También se ha tratado siempre de mostrar una línea pro-mercado desde el inicio de la gestión, pero la gobernadora de la provincia de Buenos Aires, María Eugenia Vidal, ha anunciado el inicio de investigaciones a empresas por subas de precios atribuidas a comportamientos abusivos. Los mismos no han sido probados hasta ahora. En principio no se trata más que el traslado (“pass-through”) de la suba de tipo de cambio, precio de combustibles y de tarifas públicas a precios, en un escenario de demanda agregada sostenida (al menos hasta abril pasado).

Las autoridades parecieran empezar a entender que el desequilibrio de las cuentas públicas es insostenible. El 1º de junio anunció junto al Ministro de Modernización la suspensión por 24 meses de nuevas incorporaciones de personal al sector público nacional, luego de ser consagrado como coordinador de bajas de gastos en todos los ministerios. Sin embargo, el ahorro anunciado fue de poco más de \$ 20.000 M (US\$ 800 M) anuales -en dos años, esto es, el 10% del gasto primario del mes de abril pasado. Por otro lado, si bien el Poder Ejecutivo vetó la semana pasada la Ley aprobada por el Congreso para retrotraer las tarifas a los valores de noviembre del año pasado, debe ahora apelar un fallo judicial que declara inconstitucional el incremento jubilatorio según la reforma de diciembre pasado. El mismo determina que en marzo pasado la ANSeS debió aplicar la fórmula indexatoria previa a la reforma de diciembre, de modo que las jubilaciones debieran haberse beneficiado de una suba de 14,5%. Por consiguiente, al haberse aplicado un aumento de 5,71% en marzo, el fallo obliga a la ANSeS a abonar al demandante (y automáticamente al resto de los jubilados) el 8,69% perdido por utilizar la fórmula de la reforma de fin de 2017<sup>1</sup>. Ciertamente, habrá que aguardar nuevos anuncios en materia de ajuste fiscal.

*b. El impacto de la crisis*

La demanda de dólares aflojó en los últimos tres días, luego de más de un mes de suba del tipo de cambio y caída de reservas internacionales del BCRA:

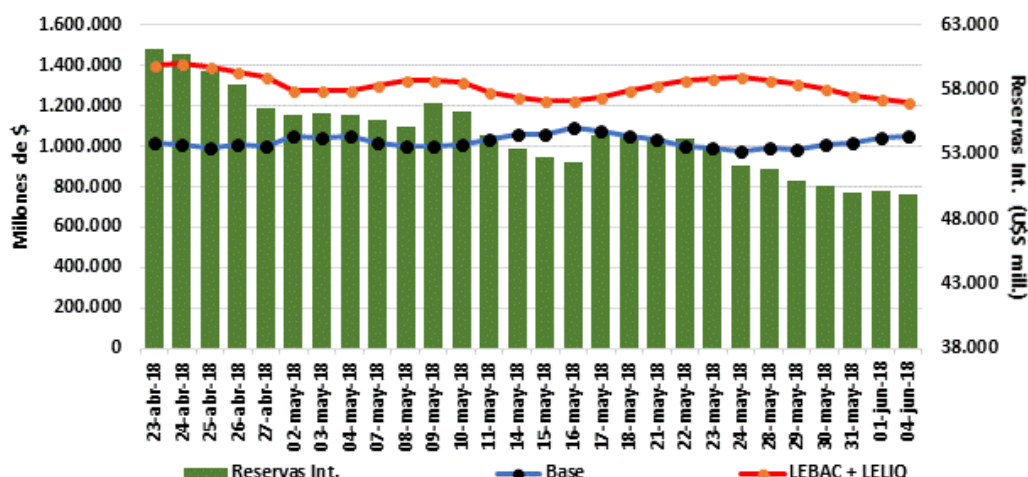
**CUADRO 1: AGREGADOS MONETARIOS Y TIPO DE CAMBIO (23 DE ABRIL A 4 DE JUNIO DE 2018)**

	Reservas Intern. BCRA	Res. Internac. Neta de dep. en USD en BCRA	Circulante en manos del público	Base monetaria	LEBAC + LELIQ	Base M. / Rvas. Int.	Base M. / Rvas. Int. Netas de Dep en USD	Tipo de cambio mayorista	Tipo de cambio minorista vendedor
Fecha	U\$S M	U\$S M	\$ M	\$ M	\$ M	\$ por dólar	\$ por dólar	\$ por dólar	\$ por dólar
23-abr-18	61.185	48.496	649.977	1.021.051	1.401.204	16,7	21,1	20,2	20,5
02-may-18	55.998	43.339	658.796	1.054.561	1.278.781	18,8	24,3	21,0	21,5
15-may-18	52.727	41.255	658.438	1.058.421	1.222.613	20,1	25,7	24,8	24,6
22-may-18	54.262	42.776	647.819	1.001.754	1.323.405	18,5	23,4	24,4	24,9
04-jun-18	49.928	38.194	655.098	1.053.728	1.216.199	21,1	27,6	25,0	25,6
04 Jun. vs. 23 abril	-11.257	-10.302	5.121	32.677	-185.005	4,4	6,5	4,7	5,0
Var. %	-18,4%	-21,2%	0,8%	3,2%	-13,2%	26,5%	31,0%	23,3%	24,5%

Fuente: BCRA

<sup>1</sup> Se trata de la acción judicial iniciada en diciembre del año pasado contra la Administración Nacional de la Seguridad Social por parte de Miguel Fernández Pastor, un ex directivo de dicho organismo oficial, jubilado en 2015. Su demanda recibió una sentencia desfavorable en diciembre pasado. Luego apeló y la Sala III de la Cámara de la Seguridad Social falló a favor sosteniendo que el ajuste no debió aplicarse sobre la realidad económica de los meses previos a la sanción de la Ley (diciembre de 2017). De acuerdo a los jueces de dicha Sala (Dres. Martín Laclau y Néstor Fasciolo), la nueva fórmula debe aplicarse a partir de septiembre de este año. Al hacerlo desde marzo la ANSeS habría incurrido en el error de confundir el criterio de devengado, que se refiere al momento en que nace un derecho, con el de percibido, que señala el momento en que se concreta el pago asociado a dicho derecho.

**GRÁFICO 1: RESERVAS INTERNACIONALES Y PASIVOS MONETARIOS Y NO MONETARIOS DEL BCRA**



Fuente: BCRA

Los pasivos del BCRA se han estabilizado desde el pasado 15 de mayo, pero las reservas internacionales recién dejaron de caer en los primeros días de este mes. Los depósitos, a su vez, comenzaron a crecer a partir de la suba de tasas de interés, especialmente los de plazo fijo, reduciéndose los depósitos en dólares hasta el “supermartes” 15 de mayo. Desde entonces se recuperaron los depósitos en dólares, pero recién a partir del 22 de mayo comienzan a crecer las colocaciones del sector privado. En el caso de los depósitos en pesos en caja de ahorro (cuyos titulares son individuos), cayeron por casi \$ 60.000 millones entre el 2 y el 22 de mayo. La recuperación al inicio de esta semana refleja el fin del pánico cambiario.

**CUADRO 2: DEPÓSITOS BANCARIOS EN MONEDA LOCAL Y EXTRANJERA**

	Total depósitos	Dep. en dólares	Dep en dólares sector privado	Dep en pesos	Dep. en \$ sector público	Dep. en \$ sector privado	Dep. en \$ caja de ahorro sector privado	Dep en \$ plazo fijo sector privado
Fecha	\$ M	U\$S M	U\$S M	\$ M	\$ M	\$ M	\$ M	\$ M
23-abr-18	2.661.323	30.323	26.108	2.047.419	625.304	1.422.115	366.942	683.629
02-may-18	2.725.059	30.556	26.565	2.084.428	586.338	1.498.090	432.613	692.609
15-may-18	2.839.310	29.728	26.262	2.102.065	607.193	1.494.872	407.748	702.964
22-may-18	2.865.472	30.046	25.878	2.133.500	678.883	1.454.617	373.326	716.990
04-jun-18	2.859.106	29.887	25.987	2.113.150	598.549	1.514.601	438.632	705.270
04 Jun. vs. 23 abril	197.782	-436	-121	65.731	-26.755	92.486	71.690	21.641
Var. %	7,4%	-1,4%	-0,5%	3,2%	-4,3%	6,5%	19,5%	3,2%

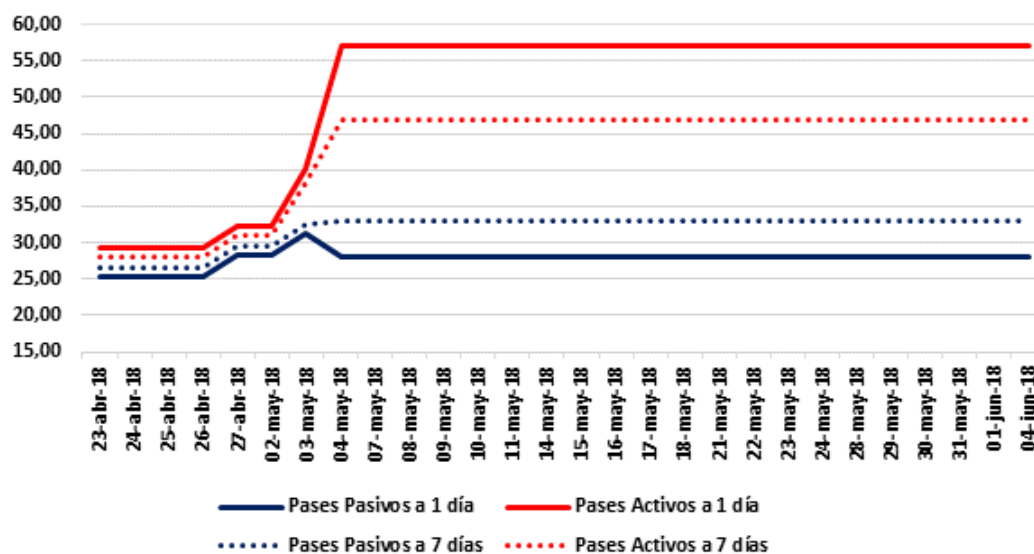
Fuente: BCRA

El aumento de los depósitos a plazo fijo vino de la mano de la suba de tasas de interés hasta la tercera semana de mayo. Si bien al 4 de junio se registró una caída respecto del 22 de mayo, los depósitos a plazo fijo en pesos se sostienen de manera estable por encima de los valores previos al día 14 del mes pasado. Tanto las tasas atractivas como la relativa confianza en que un acuerdo con el FMI estabilizaría expectativas, contribuyeron a un incremento de depósitos en pesos del sector privado por casi \$ 140.000 M entre el 22 de mayo y el 4 de junio, y un aumento de los depósitos en dólares por U\$S 109 M (esto es, \$ 2.725 M) en dicho período. Un verdadero “enfriamiento” del pánico que se trasladó en mayo de los inversores institucionales, que huían de LEBAC a dólares, a los individuos particulares que a su vez huían de depósitos en pesos en cajas de ahorro a dólares. De hecho, entre el 2 y el 22 de mayo se había registrado una caída de los saldos en caja de ahorro en pesos por \$ 59.287 M (-13,7% en apenas 14 días hábiles).

Lo que sí es claro, es que el BCRA debería iniciar cierta baja de tasas de interés, habida cuenta que con flotación libre y un “colchón” de organismos internacionales, no se justifican los niveles actuales para evitar compras de dólares:



**GRÁFICO 2: TASAS DE PASES DEL BCRA (% ANUAL)**



Fuente: BCRA

La suba de tasas activas no han mostrado ser un instrumento realmente antiinflacionario, sino una perturbación para la cadena de pagos de pequeñas y medianas empresas. De mantenerse los niveles actuales de tasas activas por uno o dos meses más, al impacto recesivo ya visible vía postergación de pagos, y suspensiones y despidos de personal, se sumará un rápido aumento de la morosidad y la incobrabilidad de créditos. En caso de profundizarse, conducirá a una agudización del enfriamiento en curso de las ventas y la producción manufacturera, sino una abierta recesión para el próximo semestre, junto a un potencial aumento de la fragilidad del sistema bancario.

**CUADRO 3: TASAS DE DEPÓSITOS Y PRÉSTAMOS (% ANUAL PROMEDIO)**

Fecha	Tasas de interés. Pases BCRA				Depósitos a plazo fijo en pesos		Call money en pesos		Préstamos	
	Pasivos a 1 día	Activos a 1 día	Pasivos a 7 días	Activos a 7 días	Plazo fijo 30-44 días hasta \$ 100.000	BADLAR \$ Bancos priv.	Call bancos privados	Total	Personales	Adelantos 1 a 7 días por más de \$ 10 M
23-abr-18	25,3	29,3	26,5	28,0	20,5	22,7	25,5	26,3	39,9	27,9
02-may-18	28,3	32,3	29,5	31,0	21,3	23,5	31,2	31,4	39,6	32,8
15-may-18	28,0	57,0	33,0	47,0	25,0	31,1	43,2	43,1	42,7	48,3
22-may-18	28,0	57,0	33,0	47,0	24,7	29,5	37,2	37,1	44,1	39,7
04-jun-18	28,0	57,0	33,0	47,0	24,4	28,8	35,9	37,4	44,2	41,5

Fuente: BCRA

*c. El acuerdo con el FMI*

Sobre el cierre de este informe, el Ministro de Hacienda y el Presidente del BCRA anunciaron los puntos principales del préstamo del FMI a nuestro país, que sería aprobado por el Directorio del FMI el próximo 20 de junio. Según el ministro de Hacienda es para “evitar una crisis”, o sea, una nueva crisis. El primer desembolso sería de U\$S 15.000 M en esa misma semana. Los puntos principales son los siguientes:

**i. Monto:** U\$S 50.000 M.

**ii. Plazo para su devolución:** 36 meses

**iii. Costo financiero anual en dólares:**

1,96% para desembolsos de hasta U\$S 8.480 M

3,96% para desembolsos mayores a U\$S 8.480 M

4,96% si el crédito vigente supera dicho monto por más de tres años.

**iv. Metas de resultado fiscal primario sector público no financiero (% del PIB)**

	Anteriores	Acordadas con el FMI	Compromiso cambio gasto primario proy.
2018	-3,2%	- 2,7%	-1,5%
2019	-2,2%	- 1,3%	-1,0%
2020	-1,2%	0,0%	-1,2%
2021	0,0%	+ 0,5%	0,0

**v. Metas de resultado financiero total sector público no financiero (% del PIB)**

2018	-5,1%
2019	-3,7%
2020	-2,3%
2021	-1,7%

**vi. Metas de resultado fiscal consolidado (Nación + provincias % del PIB)**

	Resultado primario	Resultado financiero
2017	-4,2%	- 6,7%
2018	-2,8%	- 5,6%
2019	-1,3%	- 4,1%
2020	+ 0,8%	- 2,7%
2021	+ 0,1%	- 1,9%

El núcleo del ajuste fiscal es vía contracción de gasto primario, con aumento en gasto en jubilaciones y otro gasto social en 2018 (+0,1% PIB) y 2019 (+0,5% PIB). Se prevé abandono de compromiso de ajuste de gasto en caso de insuficiencia de fondos para el gasto social.

**vii. Metas de inflación**

2018: no hay meta de inflación

Julio 2018 a junio 2019: 20% - 21%

2019: 17%

2020: 13%

2021: 9%

2022: 5%

**vii. Compromisos de reforma del régimen legal del BCRA**

- Reforma a la Carta Orgánica no detallada. Se focaliza en limitar (no eliminar) la dominancia fiscal sobre la monetaria vía limitación (no eliminación) de transferencia de utilidades del BCRA al Tesoro, si bien se mencionó la intención de “discontinuar” el financiamiento monetario al fisco, y “cero” transferencias al Tesoro.
- Cancelación anticipada de la Letras Intransferibles del Tesoro en el activo del BCRA. Sería en pesos y de esa forma se rescatarían LEBAC. Se prevé reducción del stock de LEBAC, no su eliminación.
- La contraparte del BCRA para sus operaciones de mercado abierto pasarán a ser sólo bancos locales **a fines de julio de 2019.**
- Reducción del stock de deuda neta del Tesoro en el activo del BCRA en U\$S 25.000 millones **hacia mayo de 2021.**

**viii. Proyecciones adicionales**

Crecimiento del PIB: revisión a la baja del 3% de la ley de Presupuesto 2018.

Proyección para el año 2018: 1,4% (supuesto para proyecciones fiscales: 0,4%)

Tipo de cambio: se mantiene el régimen de flotación “sucia”, con abandono inmediato del “techo” de \$25 para intervención del BCRA.

*d. ¿Y ahora?*

En términos básicos se trata de nueva deuda (con el FMI) para asegurar el pago a titulares de otra deuda (tenedores de bonos en dólares, y aparentemente LEBACS). La carga del esuferzo fiscal reside básicamente sobre reducción de gasto

gasto de capital (menos obra pública), subsidios a energía y transporte (vía tarifazos) y transferencias a gobiernos de provincias. Las magnitudes no son en extremo exigentes, pero su factibilidad política puede ser algo dificultosa.

El documento distribuido a través de los medios de prensa no es suficientemente explícito respecto de cómo se lograrán, estas metas. En lo que resta del año habrá un ajuste de gasto focalizado en el gasto de capital y en salarios y bienes y servicios. En 2019 y 2020 en gasto de capital y subsidios a energía y transporte. Llama la atención que se prevea para 2020 una caída (0,2 % del PIB) en jubilaciones y gasto social. Esto entraría en contradicción con la previsión o “salvaguarda” para ampliación del gasto social equivalente justamente a 0,2% del PIB.

Cabe observar que el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA de mayo ha mostrado que **la mediana de las proyecciones de inflación (IPC General) para 2018 aumentó de 22% en el mes anterior, a 27,1%, y el promedio de dichos pronósticos pasó de 21,9% a 27,4%**. En el caso de la inflación núcleo, esto es, la de precios no sujetos a fluctuaciones estacionales, regulaciones o con alto componente impositivo, la mediana de las proyecciones para 2018 aumentó **de 19,8% a 25,5%, y la media aritmética, de 19,9% a 24,8%**. **Claramente, la meta de inflación de 15% carecía de sentido alguno.**

**El acuerdo con el FMI significa la admisión de un segundo semestre recesivo e inflacionario.** En junio se espera que terminen los impactos de la suba del tipo de cambio del mes anterior. Las subas de combustibles, precios estacionales y precios regulados continuarán al menos hasta octubre próximo, y para el segundo semestre se esperan subas entre 40% y 60% de las tarifas de gas y electricidad. Por consiguiente, **salvo algún shock favorable e inesperado, el año 2018 cerraría con un crecimiento del PIB en torno de 1% y una inflación cercana al 30%.**

Respecto de la puja distributiva en curso, algunas negociaciones salariales se vieron interrumpidas por esta crisis cambiaria, y otras, culminaron con acuerdos de suba en trono del 15%, más aumentos posteriores a septiembre sujetos a que se observe una inflación superior a ese nivel. La aceleración de la inflación y las suspensiones y despidos conducirán inevitablemente a mayores protestas de los gremios. El Presidente Macri ha emitido un Decreto por el cual autoriza un aumento de 5% en los salarios para el bimestre julio-agosto adicional a lo que se acuerde en paritarias de trabajadores del sector privado. La conducción de la CGT, sin embargo, no lo ha aceptado aún como una solución genuina, y **no descarta la convocatoria a un paro nacional, al que adherirán las fuerzas políticas opositoras para expresar en público su oposición a este acuerdo con el FMI.** Además, la CGT elevó al Gobierno un pedido de exención de pago de Impuesto a las Ganancias para los trabajadores, cese de despidos en el segundo semestre, que el Gobierno retire del Congreso el proyecto de ley de reforma laboral, y reapertura a fin de años de paritarias para los gremios que acordaron subas salariales inferiores a 15%. Si bien se espera que continúen las negociaciones, y que la CGT no llame a un paro nacional, no es claro si el sindicato de camioneros optará por iniciar un agresivo plan de paros sorpresivos y totales como los registrado en Brasil en las últimas dos semanas.

El crédito del FMI no sería una “donación” de fondos de manera irrestricta. Es un “puente de liquidez”, que ha disipado el riesgo de una nueva crisis cambiaria. Sin embargo, **sin estabilizar precios relativos, y con ajustes tarifarios pendientes, la efectividad “telepática” de las tasas de corto plazo sobre la inflación esperada y observada seguirá todavía en un cono de dudas.** Algo más que esperable bajo flotación cambiaria, dominancia fiscal limitada (no eliminada) y sin hacer desaparecer las LEBAC. **¿Seguirá el BCRA sosteniendo que con dinero endógeno, podrá influir en las expectativas de inflación?** Las expresiones de su titular revelan por primera vez, y en público, que el BCRA pasó a adaptar sus pronósticos de inflación a los del mercado, lo que es admitir en público el **rotundo fracaso del inflation targeting también en su segundo año de vida.** Sin control exógeno de la base monetaria la autoridad monetaria no logró el objetivo de influir sobre la inflación esperada. Por el contrario, **las expectativas del mercado son las que han forzado al BCRA a cambiar de rumbo, y plasmar ese cambio en un compromiso a firmar nada menos que con el FMI**

Tema final que asoma ahora: a este mega préstamo al que se le sumarán otros **U\$S 5.650 M del BID, el Banco Mundial y la CAF.** Si desde el exterior se acelera la apreciación del dólar y la suba de tasas de mercado en EEUU, volverán las presiones hacia la depreciación del peso. Si no, ante el volumen de estos ingresos de dólares, el tipo de cambio se volverá a atrasar recurrentemente, exacerbando problemas de competitividad **¿Se abandona un escenario de volatilidad cambiaria e inflacionaria, y se ingresa a un período de volatilidad de la actividad económica y del empleo, sin perspectivas ciertas de mayor inversión y crecimiento?** La respuesta dependerá del sendero futuro del tipo de cambio, los costos internos y las supertasas de interés.

En síntesis, se trata de un “puente de liquidez” que permitirá sostener las intenciones reformistas del actual gobierno, y evitar un escenario de desestabilización económica e institucional en el corto plazo. Ciertamente habrá un retorno del entusiasmo en los mercados financieros, y la recuperación del apetito por acciones y bonos argentinos. Sin embargo, todavía **no es muy clara su coherencia con un programa de estabilización y crecimiento**. Habrá que esperar el texto completo del acuerdo firmado y las primeras semanas de avance bajo esta nueva etapa para tener cierta idea concreta de sus probabilidades de éxito o fracaso. De todas formas, algo positivo emerge de este anuncio: **el apartamiento del Jefe de Gabinete y sus CEOs, cuya influencia en la política económica de los últimos seis meses ha sido la gran responsable de la pérdida de credibilidad en la actual administración.**

## DÉFICIT “GEMELOS” Y CONDICIÓN DE SOLVENCIA

*Eliana Scialabba*

**El 1° de junio, el gobierno anunció recortes en el gasto público, los cuales tendrán un impacto marginal en las cuentas fiscales. Sin una reducción significativa del déficit fiscal, seguirá creciendo el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, debilitándose los indicadores de solvencia fiscal.**

### 1. Contexto

En el marco de las negociaciones con el FMI, el 1° de junio el gobierno anunció una “reforma” del Estado, que le permitirá ahorrar \$20.400 millones.

Entre las nuevas medidas presentadas para controlar y reducir los gastos de la Administración Pública Nacional por el ministro de Modernización de la Nación, Andrés Ibarra, y el Ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, se destacan, entre otras<sup>2</sup>:

- No habrá ingresos al Estado durante 24 meses bajo cualquier tipo de modalidad.
- Los convenios por Asistencias Técnica quedarán sin efecto a partir del 31 diciembre y ya no podrá utilizarse esta modalidad para proveer servicios personales.
- Se revisarán las estructuras de entes descentralizados y desconcentrados. Las modificaciones de las nuevas estructuras implicarán un ahorro presupuestario mayor al 25% en el conjunto de organismos.
- Se reducirá en un 15% los fondos destinados a las empresas públicas con el objetivo de alcanzar un equilibrio operativo para 2019.

Si bien el anuncio incluye recortes que, a simple vista, parecen relevantes; al analizarlo en términos cuantitativos, el mismo no es muy auspicioso: el ajuste del gasto público es marginal, y el impacto sobre el déficit fiscal, por lo tanto, es casi nulo. Bajo este sendero, el déficit externo continuará incrementándose, de manera permanente.

### 2. Resultado fiscal y saldo de cuenta corriente

Entre 2004 y 2017, los ingresos del Tesoro como % del PBI se mantuvieron estables, en torno al 24%-25% del PBI, lo que muestra que los recursos públicos evolucionaron a un ritmo similar al nivel de actividad. Sin embargo, las erogaciones del Tesoro incrementaron su participación en el producto en más de 10 puntos, pasando del 20,8% del PBI en 2004 al 32,1% del PBI en 2017 (con un máximo de 33,3% del PBI en 2016), lo que implica que durante los últimos trece años el gasto del sector público aumentó muy por encima del crecimiento económico.

De esta forma el resultado fiscal pasó de resultados superavitarios entre 2004 y 2010 (salvo 2009 con un déficit de 0,6% del PBI) a un creciente e insostenible “rojo” hasta la actualidad.

<sup>2</sup> “El plan oficial para ahorrar \$20.400 millones”, *El Economista*. 1 de junio de 2018. <http://eleconomista.com.ar/2018-06-plan-oficial-ahorrar-20-400-millones/>



**CUADRO 4. INGRESOS, GASTO PÚBLICO, Y RESULTADO FISCAL DEL SPN (% DEL PBI)**

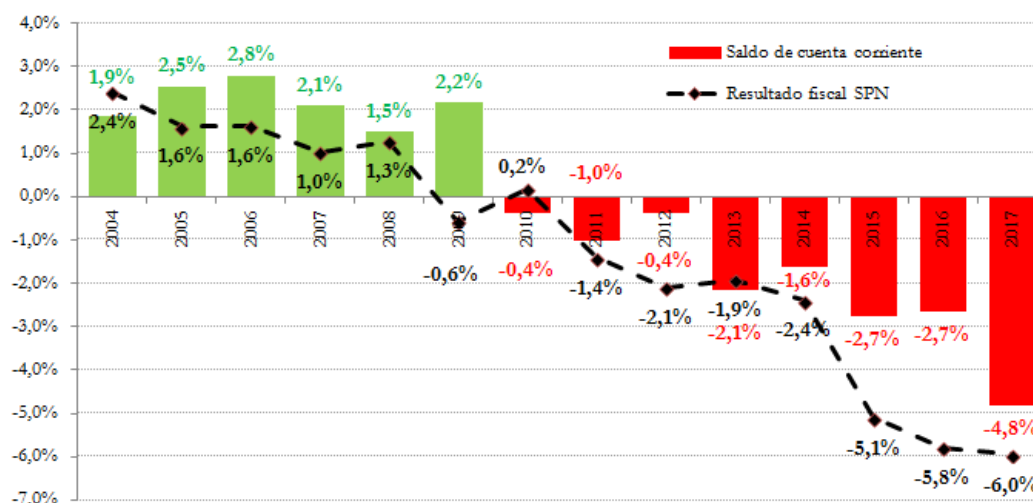
Año	Ingresos	Gasto público	Resultado primario	Resultado fiscal	Intereses de la deuda pública
2004	24,1%	20,8%	3,6%	2,4%	-1,2%
2005	24,4%	21,2%	3,4%	1,6%	-1,8%
2006	25,1%	22,3%	3,2%	1,6%	-1,6%
2007	21,7%	21,0%	2,9%	1,0%	-1,8%
2008	22,7%	22,2%	2,8%	1,3%	-1,6%
2009	24,3%	26,2%	1,4%	-0,6%	-2,0%
2010	24,4%	26,2%	1,5%	0,2%	-1,3%
2011	24,4%	26,9%	0,2%	-1,4%	-1,6%
2012	26,1%	29,3%	-0,2%	-2,1%	-1,9%
2013	26,3%	30,0%	-0,7%	-1,9%	-1,3%
2014	26,9%	32,0%	-0,8%	-2,4%	-1,6%
2015	26,9%	32,3%	-3,8%	-5,1%	-1,3%
2016	27,2%	33,3%	-4,2%	-5,8%	-1,6%
2017	25,5%	32,1%	-3,8%	-6,0%	-2,1%

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Además, “de la mano” del déficit fiscal y las crecientes necesidades financieras del Tesoro, se incrementó el nivel de endeudamiento, y, por lo tanto, la carga de intereses de la deuda pública, que alcanzaron un máximo de 2,1% del PBI en 2017.

Si bien desde el gobierno plantearon la voluntad de rebajar el gasto público en unos \$ 20.400 millones, en términos del desempeño económico de 2017 esto equivale al 3,2% del déficit fiscal del SPN y el 0,2% del PBI, un resultado que “no mueve la aguja”. En el marco de las negociaciones con el FMI, se plantea que “el Gobierno se comprometería a llevar adelante un ajuste fiscal más rápido. La meta de déficit pasaría de 2,7% del PBI a 2,5% este año. Esto se conseguiría por la baja de gastos en la obra pública -se ejecutarán \$30.000 millones menos-, del funcionamiento del Estado -se ahorrarán \$26.400 millones en un año-, y eventualmente menos transferencias de capital a provincias”<sup>3</sup>. ¿Qué implica este creciente déficit fiscal? Dado que el sector privado se encuentra virtualmente “ahogado”, el financiamiento del “rojo” del sector público debe provenir del resto del mundo: una cuenta corriente negativa implica el incremento el endeudamiento con el resto del mundo.

**GRÁFICO 3. RESULTADO FISCAL SPN Y SALDO DE CUENTA CORRIENTE (% DEL PBI)**

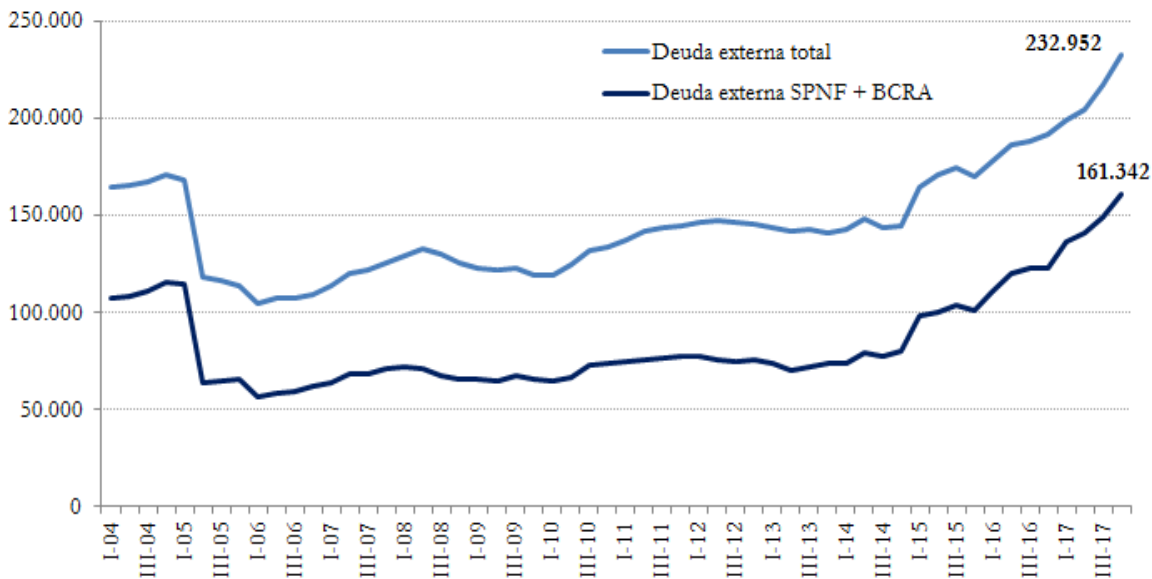


Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

<sup>3</sup> “Además del Fondo Monetario, otros tres bancos complementarán la ayuda a la Argentina”, *iProfesional*, 3 de junio de 2018. <http://www.iprofesional.com/notas/269331-banco-central-lebac-bonos-macri-mauricio-macri-banco-mundial-nafta-trabajo-gasto-hipoteca-hipotecario-tarifa-provincias-hipotecarios-retenciones-subsidio-christine-lagarde-plan-nicolas-dujovne-fondo-monetario-luis-caputo-ministerio-de-finanzas-Ademas-del-Fondo-Monetario-otros-tres-bancos-complementaran-la-ayuda-a-la-Argentina>

Luego del “canje de deuda” de 2005, se nota un leve incremento del endeudamiento externo, el cual comienza a aumentar a mayores tasas a partir de 2011, año en el que reaparecen los “déficit gemelos”.

**GRÁFICO 4. DEUDA EXTERNA TOTAL Y SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF) MÁS BCRA (USD M)**

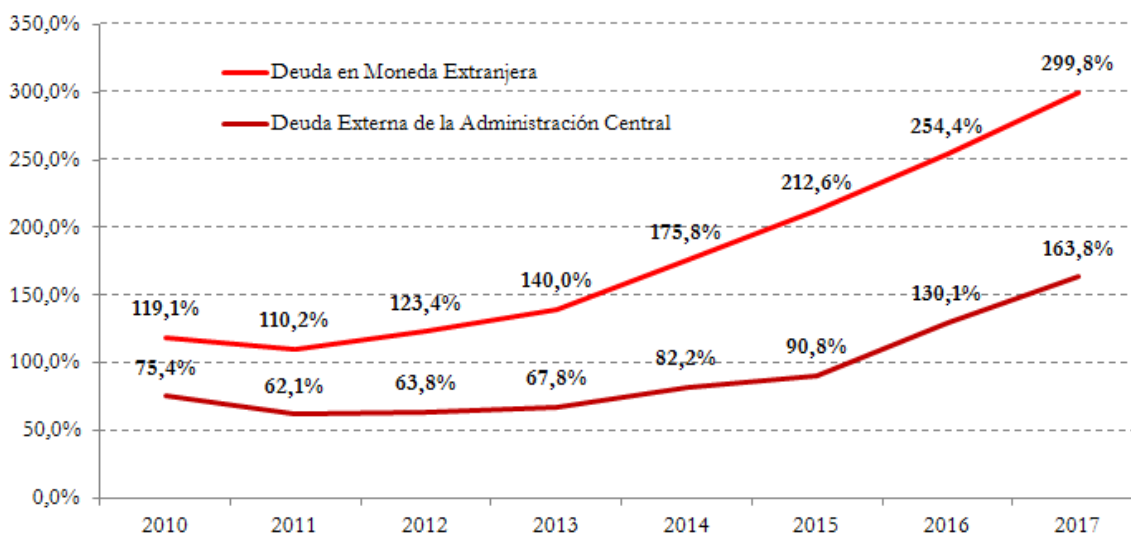


Fuente: elaboración propia en base a INDEC

No obstante, la mayor suba del stock de deuda externa, tanto total como la correspondiente al SPNF más BCRA se verifica en el período 2015-2017: en promedio, la deuda externa subió un 13,7% mientras que la correspondiente al sector público se expandió un 22,9%, cerrando 2017 con US\$ 232.952 millones de deuda externa total, de los cuales el 69% (US\$161.342 millones) corresponden al sector público.

Tal como se observa en el siguiente gráfico, al analizar la evolución de indicadores de deuda externa como porcentaje de las exportaciones, se verifica una creciente participación, sobre todo a partir del año 2015, debido a la fuerte expansión de la deuda externa y un amesetamiento de las ventas al exterior. La deuda en moneda extranjera representa casi tres veces las exportaciones, casi triplicándose entre 2010 y 2017, mientras que el ratio deuda externa de la Administración Central / exportaciones más que se duplicó, pasando de 75,4% de las exportaciones en 2010 a 163,8% en 2017.

**GRÁFICO 5. DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA Y EXTERNA DE LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL (% DE LAS EXPORTACIONES)**



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

### 3. *(In) sostenibilidad de la deuda*

Como se analizó previamente, el rumbo fiscal continúa siendo incierto, ya que si bien desde el Ejecutivo anuncian varios recortes del gasto público, todos ellos tienen impacto marginal en el déficit del Tesoro, el cual se explica - en parte importante - por la fuerte participación del gasto social en el total (en torno al 60%).

Con ingresos públicos constantes en términos del PBI, el creciente “rojo” debe ser cubierto con mayores colocaciones de deuda pública, la cual, según información del Ministerio de Finanzas, finalizó 2017 totalizando el 55,4% del PBI, y con las colocaciones del primer trimestre de 2018 alcanzó el 59,3% del PBI.

Este incremento del nivel de endeudamiento, junto con la creciente alza del déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos, lleva a la necesidad de analizar la sostenibilidad en el tiempo de esta estrategia, dado que parece ser la única estrategia del Ejecutivo para llegar a 2019.

Para ser solvente, el gobierno necesita generar superávits tales que, al menos, sean iguales al pago de los intereses de la deuda: esto implica, en términos de PBI de 2017, un **excedente fiscal de 2,2% del PBI (aproximadamente \$235.000 millones)**.

En tanto, analizando la solvencia fiscal en relación al saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, se puede concluir que, para un nivel dado de deuda:

- a) El capital e intereses de esa deuda en el período actual debe ser igual al valor presente de sus futuras exportaciones netas.
- b) Si un país tiene hoy una deuda elevada por déficits de cuenta corriente heredados del pasado, esta debe ser igual al valor presente de las futuras exportaciones netas.
- c) Ese valor presente requerirá futuros superávits comerciales.
- d) Un país endeudado no puede tener déficit comercial ni de cuenta corriente para siempre: deberá revertirlos en algún período para pagar la deuda

¿A qué se debe esto? Las calificadoras de riesgo y los acreedores en general, analizan la sostenibilidad intertemporal (a largo plazo) de la deuda: es decir, se busca conocer el nivel de deuda pública máxima que el Tesoro podrá solventar de aquí en adelante, dados los resultados macroeconómicos (internos y externos) y a la tasa de interés que se endeuda, y la capacidad de repago estimada que pueda generar la economía.

Por lo tanto, si se asume que el incremento en el déficit fiscal es permanente, y no se revierte la tendencia negativa del sector externo, el gobierno no cuenta con otra alternativa que imprimir dinero (lo cual queda fuera de la ecuación, ya que la cancelación de esta herramienta de financiamiento al Tesoro es uno de los condicionamientos del FMI para acuerdo en negociación) o tomar deuda; y una vez que la deuda se empieza a acumular, el endeudamiento debe ser más mayor al inicial, generando un problema de solvencia a nivel intertemporal.

### 4. *Consideraciones finales*

El crecimiento del gasto público por encima de los ingresos del Tesoro ha llevado a un fuerte aumento en el nivel de endeudamiento, en un escenario en el que casi se ha dejado de monetizar el déficit fiscal.

No hay más margen para generar ingresos por el lado de los impuestos, el sector privado se encuentra virtualmente asfixiado con la enorme carga tributaria, por lo que los ingresos genuinos deberían generarse en el sector externo, a través de mayores exportaciones y de cuenta corriente de balanza de pagos. Sin embargo, el sector externo también se encuentra con un abultado “rojo”, debido a la creciente necesidad de financiar el excedente de gasto público por sobre los ingresos.

En un complejo escenario internacional, con el dólar fortaleciéndose y las tasas de interés internacionales y el rendimiento de los bonos de la Fed a 10 años incrementándose, los capitales tenderían a retirarse de países menos estables como la Argentina, dando lugar a una crisis de *sudden stop*, la cual podría agravarse si los acreedores comienzan a percibir inviable la estrategia de política de endeudamiento. Bajo estas circunstancias, si bien el Ejecutivo quiere llegar lo más “holgado” posible a 2019, debe desactivar esta bomba de endeudamiento antes que sea tarde.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### NUEVAS AMENAZAS PARA EL ESCENARIO GLOBAL

Jorge Viñas

**Los cambios políticos sorprendidos en Italia y España, y los conflictos comerciales impulsados por Donald Trump, suman nuevos desafíos para el escenario global. Mientras tanto, las condiciones favorables de la economía de EE.UU. llevarían a la Fed a mantener su estrategia de suba gradual de tasas, esperándose un alza de 25 p.b. en la reunión de la próxima semana.**

#### 1. Se suman riesgos para el escenario global

Tras un año 2017 muy favorable para la economía mundial y los mercados financieros, las perspectivas para 2018 lucían promisorias a comienzos de año. Sin embargo, el primer trimestre de 2018 trajo las primeras alarmas. El crecimiento económico en los países desarrollados registró una desaceleración inesperada, especialmente en Europa y Japón, mientras que los países emergentes empezaron a sentir el cambio de viento que representaba la tendencia alcista de las tasas de interés en EE.UU. y la incipiente reversión en los flujos internacionales de capital. Pese a ello, a comienzos del segundo trimestre seguía prevaleciendo el optimismo, basado en el argumento de que la desaceleración del primer trimestre en el mundo desarrollado obedecía a factores transitorios que se revertirían durante el resto del año, mientras en el mundo emergente, el problema del cambio en los flujos de capital afectaría solamente a aquellos países con déficits de cuenta corriente abultados.

Sin embargo, en el segundo trimestre, lejos de mejorar, el escenario global continuó acumulando tensiones y decepciones. En primer lugar, las encuestas y los datos económicos correspondientes al segundo trimestre que se fueron publicando muestran que, si bien en EE.UU. efectivamente el crecimiento se ha consolidado, Europa y Japón no se recuperan. En segundo lugar, los sucesos políticos en Italia, donde el partido anti-europeísta M5E (Movimiento Cinco Estrellas) logró formar gobierno en alianza con los ultraderechistas de la Liga, y España, donde el Congreso destituyó al Presidente Rajoy asumieron el poder los socialistas, sacuden la confianza en la Eurozona, complicando aún más sus perspectivas económicas. En tercer lugar, el Presidente Donald Trump, quizás envalentonado por la solidez que muestra la economía de EE.UU., redobla la apuesta en materia de negociaciones comerciales, reavivando la amenaza de guerra comercial a gran escala, lo que tendría implicancias negativas para el crecimiento global.

Todo esto repercute negativamente en los países emergentes, donde el deterioro de las condiciones financieras no se ha limitado sólo a aquéllos que arrastran fuertes desequilibrios externos, como Turquía y Argentina, sino que se ha extendido a la mayoría de los países de este grupo. En el Gráfico 6 se puede observar el aumento del riesgo soberano de acuerdo al índice agregado de bonos de países emergentes EMBI Global, que elabora JPMorgan. En el mismo sentido, el Gráfico 7 muestra que en el lapso de los últimos tres meses, una gran cantidad de países emergentes han experimentado una depreciación significativa de sus monedas frente al dólar.

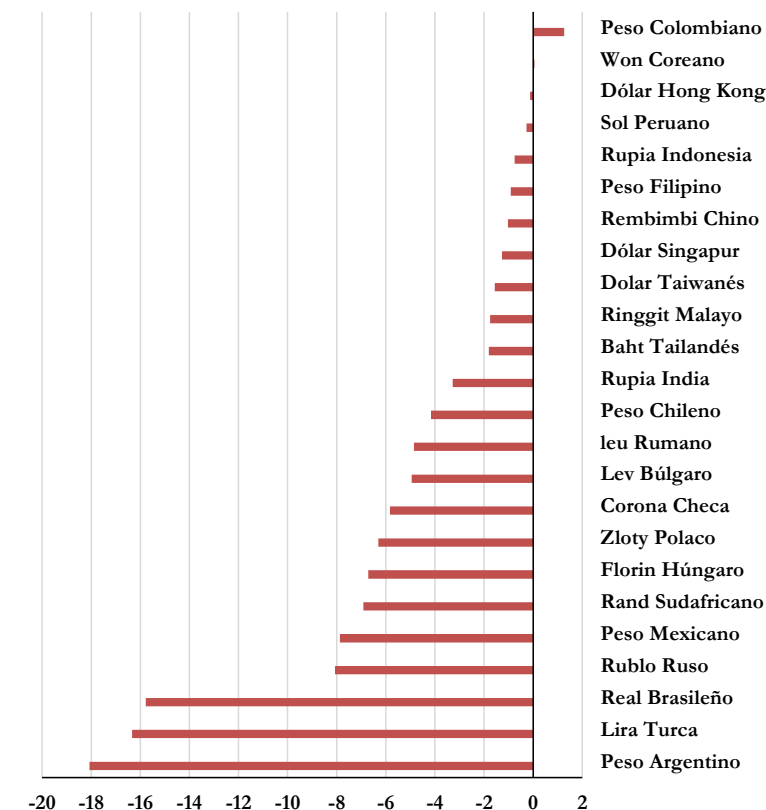
### GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL SPREAD DEL ÍNDICE DE BONOS EMBI GLOBAL



Fuente: Bloomberg, JPMorgan

### GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LAS MONEDAS DE PAÍSES EMERGENTES FRENTE AL USD

Variación porcentual contra el USD en los últimos 3 meses (datos al 6 de junio).



Fuente: Bloomberg

#### 2. Los sucesos políticos en Italia y España conmueven a Europa

En Italia, el acuerdo logrado a mediados de mayo entre el M5E y la Liga para formar gobierno se transformó rápidamente en una amenaza para la estabilidad de la Eurozona, ya que puso en duda la continuidad de la tercera economía del bloque, detrás de Alemania y Francia. En efecto, **la campaña electoral del M5E se basó en buena medida en consignas contra el Euro, mientras que los postulados anti-inmigración que promueve la Liga entran en contradicción directa con las políticas de la Unión Europea (UE) en esta materia<sup>4</sup>.**

La nominación inicial de un acérrimo opositor al Euro, el economista Paolo Savona, como ministro de Economía, contribuyó a amplificar los temores. Sin embargo, cuando el Presidente de la República, Sergio Mattarella, vetó al ministro de economía propuesto y los partidos que conforman la nueva alianza de gobierno amenazaron con dejarla sin efecto, lejos de significar un alivio, el temor se transformó en pánico. Esto se debe a que la alianza entre el M5E y la Liga constituía la última oportunidad de formar gobierno, si no se concretaba no quedaría otra alternativa que llamar a nuevas elecciones. En el estado de agitación política en que se encuentra el electorado italiano, **existía un alto riesgo de que una nueva elección general se transformara en un plebiscito sobre el Euro con resultado incierto.**

En el Gráfico 8, que muestra la evolución de la tasa de retorno del bono del gobierno italiano a 10 años, se puede apreciar la fuerte suba que experimentó desde mediados de mayo, cuando la posibilidad de un gobierno de coalición entre el M5E y la Liga empezó a tomar forma concreta. Dicha suba se exacerbó a fin de mes, cuando parecía que la alianza quedaba sin efecto y que habría nuevas elecciones. Sin embargo, las negociaciones se reencauzaron y se llegó a un nuevo acuerdo para que Giuseppe Conte, un abogado sin antecedentes políticos elegido por los líderes del M5E y de la Liga para liderar el gobierno de coalición, se transforme en el nuevo primer ministro. Esto trajo cierta descompresión, dado que junto con el reemplazo del ministro de economía exigido por el Presidente, los líderes de la coalición reafirmaron la continuidad de Italia en la Eurozona. Pero el alivio duró poco, ya que en su discurso inaugural ante el Senado, **Conte reafirmó el**

<sup>4</sup> Hay que recordar que en el caso del Reino Unido, las diferencias planteadas en torno a las políticas de inmigración de la UE fueron una de las claves que terminaron inclinando la balanza en favor del Sí, en el plebiscito por el Brexit en 2016.



programa de corte populista y anti-inmigración que había sido acordado por los líderes del M5E, Luigi Di Maio, y de la Liga, Matteo Salvini. Al cierre del 6 de junio, la tasa del bono italiano a 10 años cerró en 2,94%, una suba de 120 puntos básicos (p.b.) respecto a principios de mayo. En el mismo lapso, el diferencial respecto a la tasa del bono alemán a 10 años, una medida más precisa del riesgo soberano italiano, aumentó de 121 p.b. a 247 p.b.

GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE RETORNO DEL BONO ITALIANO A 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg

El programa económico del nuevo gobierno incluye aumentos significativos del gasto público, como la introducción del “Ingreso Mínimo Ciudadano” (un subsidio directo a los sectores de menores ingresos), y reducciones impositivas, como la introducción de un impuesto a la renta “plano” para empresas e individuos del 14%. El consiguiente aumento del déficit fiscal, que ascendería a 100.000 millones de euros sólo en el primer año (más de un 5% del PIB), representaría una violación a las reglas fiscales de la Eurozona, más aun cuando el ratio de deuda pública / PIB se ubica en 130%. Ello seguramente provocaría un conflicto con sus socios, en especial con Alemania y los países del norte de Europa alineados con los germanos en materia de disciplina fiscal, con consecuencias difíciles de prever, aun considerando la declamación de las nuevas autoridades italianas de mantenerse dentro del Euro<sup>5</sup>.

El desafío del nuevo gobierno italiano a las reglas de la Eurozona, representa un fuerte golpe para los intentos de los líderes de la región, con Macron a la cabeza, de alcanzar una mayor integración fiscal y compartir los riesgos de las emisiones de deuda entre todos los países miembros. Parece haber quedado lejísimo en el tiempo, a pesar de que fue sólo un año atrás, el optimismo que había despertado el triunfo de Macron en Francia y sus acercamientos a la líder alemana, Angela Merkel, para buscar una mayor integración regional. Dicho intentos se fueron diluyendo con el correr de los meses y ahora podrían quedar definitivamente truncos.

Aquí también entra en consideración el rol del Banco Central Europeo (BCE). Ante la desaceleración económica y descenso en la inflación que viene registrando la Eurozona desde principios de 2018, muchos empezaron a especular sobre la posibilidad de que el BCE plantee una nueva extensión del programa de compra de títulos que a fines de 2017 fue extendido hasta septiembre de 2018. Dicha especulación se intensificó ante el aumento del riesgo y la desconfianza que generaron los sucesos políticos en Italia, ante el contagio potencial al resto de los países periféricos de la región. Tales expectativas se vieron reflejadas en la depreciación que acumuló el Euro hasta fines de mayo. Sin embargo, las declaraciones más recientes de los miembros del BCE han transmitido que en la próxima reunión de política monetaria el 14 de junio se debatirá el final del programa de compra de títulos, señalizando que seguirán adelante con el plan original. Esto causó sorpresa, provocando una suba en las tasas libres de riesgo en la región y un rebote del Euro, que desde un mínimo de 1,15 dólares por euro a fines de mayo rebotó a casi 1,18 dólares por euro al 6 de junio.

<sup>5</sup> Entre los técnicos del M5E circuló la idea de implementar una cuasi-moneda para financiar el costo fiscal del programa económico sin abandonar el Euro. Pero se trata de una medida muy difícil de aplicar en la práctica con éxito, ya que generaría una fuga de depósitos y capitales privados que sólo se podría contener con controles de capital, lo que aumentaría aún más la desconfianza, al punto de tornar inviable la permanencia de Italia en la Eurozona. Ideas similares circularon en Grecia en la época en que estalló la crisis de deuda soberana, pero jamás pudieron implementarse.

En este comportamiento del BCE, que iría en contra del requerimiento de una política monetaria más laxa ante la desaceleración del crecimiento y la baja de la inflación, probablemente esté influyendo la particular situación italiana. Hay que recordar que Italia ha sido uno de los principales beneficiarios del programa de compra de títulos del BCE.

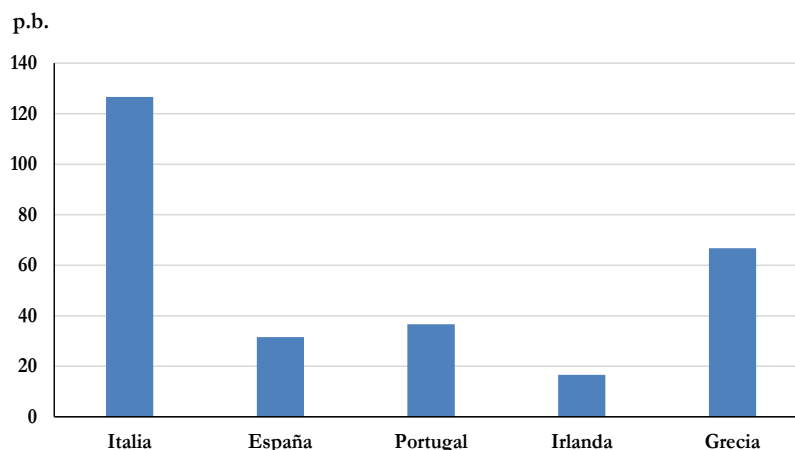
Cualquier señal de que dicho programa podría extenderse, podría ser interpretado por las nuevas autoridades italianas como que cuentan con el respaldo del BCE para su expansionismo fiscal. Por oposición, al señalar el final del programa, le están enviando un mensaje a Italia de que el BCE no avalará sus planes. El mayor riesgo que enfrenta el BCE con esta estrategia es que un deterioro adicional de la situación italiana intensifique el contagio al resto de los países periféricos, reeditando el stress financiero de la crisis de deuda desatada en 2010, que comenzó en Grecia y luego se extendió a Irlanda, Portugal, España y amenazó a Italia.

Por ello es que causó tanta preocupación la inesperada crisis política en España, que terminó en la destitución del Presidente Mariano Rajoy y su reemplazo por el líder socialista Pedro Sánchez. En principio, **la resolución de la crisis en España tomó un cariz muy diferente al de Italia, ya que el nuevo gobierno mantiene un sesgo claramente europeísta**, sin incluir en el gabinete a miembros de Podemos, el partido anti-sistema que apoyó a los socialistas para destituir a Rajoy. Además, la situación económica de España presenta algunas ventajas frente a Italia, como un mayor crecimiento económico (3 años seguidos creciendo el PIB por encima del 3% anual) y menor carga de deuda pública (98% del PIB en 2017).

Sin embargo, si bien muestra una recuperación significativa, la posición de España dista de ser cómoda. A pesar del crecimiento sostenido en los últimos 3 años el déficit fiscal cerró 2017 en 3,1% del PIB, mientras que la tasa de desempleo todavía asciende a 16,1%. Las iniciativas en materia económica del nuevo gobierno socialista podría resentir la confianza empresarial y debilitar el crecimiento económico, lo que exacerbaría nuevamente los problemas de arrastre.

En el Gráfico 9 presenta la variación durante el último mes en el diferencial de tasas de bonos a 10 años de Italia, España, Portugal, Irlanda y Grecia, frente a Alemania, como medida de riesgo soberano en los países periféricos. En el mismo se puede apreciar que, fuera del caso de Italia, el aumento de riesgo hasta el momento ha sido acotado. Vuelve a ser un indicador importante a seguir en los próximos meses en la Eurozona.

**GRÁFICO 9. EUROZONA: VARIACIÓN DEL SPREAD VS EL BONO ALEMÁN A 10 AÑOS EN EL ÚLTIMO MES**



Fuente: Bloomberg

### 3. *Trump endurece su postura en las negociaciones comerciales.*

Los conflictos y negociaciones en materia de política comercial han sido una fuente constante de sorpresas y volatilidad en los últimos meses. Los cambios de posición de los principales actores, con endurecimientos de posturas seguidos por señales de distensión, se han tornado frecuentes y difíciles de predecir. Donald Trump ha sido el principal promotor de estos conflictos, impulsando una política comercial más agresiva, forzando una reacción de los principales socios comerciales de EE.UU. Las últimas semanas han visto una nueva ofensiva por parte de la Administración de Trump

sostenida en tres líneas principales: a) relaciones con China, b) imposición de tarifas a la importación de acero y aluminio y c) renegociación del Tratado de Libre Comercio (TLC) con México y Canadá.

En el caso de China, las autoridades chinas han mostrado voluntad para llegar a un acuerdo que evite un conflicto comercial a gran escala, efectuando concesiones en materia de apertura comercial de sectores económicos importantes como el automotriz y comprometiendo nuevas importaciones desde EE.UU. para reducir el desequilibrio de la balanza comercial bilateral. Pese a ello, Trump sigue amenazando con implementar la suba de tarifas generalizada, que abarca importaciones desde China por u\$s 50.000 millones anuales.

La estrategia parece buscar explotar al máximo la necesidad que tiene China del mercado estadounidense para extraer concesiones más importantes de los chinos, pero se expone a un fracaso de las negociaciones que derive en una guerra comercial a gran escala destructiva para ambas partes. Por ahora los canales de negociación siguen abiertos y, pese a los frecuentes chispazos, las posibilidades de un acuerdo mutuamente satisfactorio no se han agotado.

Por otra parte, la decisión de reintroducir las tarifas a la importación de acero y aluminio de importantes socios comerciales de EE.UU. como la UE y Canadá, volvió a tensar las relaciones con dichos socios, que ya han anticipado que tomaran medidas de represalia. La reunión del G7 hacia fines de esta semana será seguramente un foco de tensión en la que seguirán las negociaciones. La incertidumbre respecto al acceso a las fuentes habituales de aprovisionamiento y el aumento de costos que enfrentan las empresas estadounidenses que utilizan como insumos las materias primas en cuestión, tendrá un costo en términos de actividad económica y de inflación en caso de que las medidas se confirmen y las represalias de los socios comerciales se concreten.

Finalmente, las intensas negociaciones por la redefinición exigida por Trump del TLC con Canadá y México, no han mostrado ningún avance concreto, lo que ha llevado a un creciente escepticismo respecto a la posibilidad de que se llegue a buen puerto. Las últimas novedades en este frente indican que ahora EE.UU. buscaría negociar por separado con México y Canadá, en lugar de en forma tripartita como ha sido siempre hasta ahora, lo que ha sido rechazado rotundamente por ambos países.

El impacto de tanto ruido e incertidumbre en materia de relaciones comerciales internacionales se ha hecho sentir en los mercados financieros. En algunos casos ha sido particularmente fuerte, tal el caso de México, como lo evidencia la fuerte depreciación que arrastra el peso mexicano. Más en general, se percibe que la solidez que exhibe el crecimiento de la economía de EE.UU. y la fortaleza del dólar, en otras circunstancias podrían haber inducido una fuerte reacción positiva en las economías y en los activos financieros de países exportadores de Asia, pero dicho efecto positivo se ve atenuado por la amenaza de la política comercial de Trump.

Incluso el mercado accionario de EE.UU., que muestra una evolución positiva tras la fuerte caída de principios de febrero, dicha evolución ha sido inferior a lo que podría haber sido en base al fuerte crecimiento de ganancias que han registrado las empresas estadounidenses en el primer trimestre de 2018. Justamente, uno de los factores que ha impedido un mejor desempeño accionario es el temor de los inversores a una guerra comercial a gran escala.

#### 4. *La Fed sigue adelante con su política de suba gradual de tasas*

Como se mencionó anteriormente, entre tantos riesgos y amenazas a nivel global, la economía de EE.UU. ha conseguido sostener un desempeño favorable. Una señal clara de ello es el último reporte de empleo correspondiente al mes de mayo, que mostró un ritmo sostenido de creación de empleo, 233.000 nuevos puestos de trabajo, superando ampliamente las proyecciones de consenso, que según Bloomberg se ubicaban en 188.000. Más significativo aún, la tasa de desempleo registró un descenso a 3,9%, nuevo mínimo del actual ciclo económico expansivo (ver Gráfico 10).

## GRÁFICO 10. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO



Fuente: Bloomberg

La solidez de los indicadores laborales favorece un repunte del consumo, que había evidenciado una desaceleración en el primer trimestre de 2018. Del mismo modo, el crecimiento de ganancias que muestran las empresas estadounidenses, junto con los incentivos de la reforma tributaria de Trump, generan un clima positivo sostener la inversión en activos fijos. En este contexto, el nuevo Presidente de la Fed, Jerome Powell, se enfrenta a un dilema que ya han enfrentado en varias ocasiones sus antecesores Ben Bernanke y Janet Yellen a la hora de decidir el curso de la política monetaria. Por un lado, las condiciones internas apuntan a la conveniencia de proseguir con la suba de tasas: crecimiento económico sostenido, bajo desempleo e incipiente suba en las expectativas inflacionarias. Pero por otro lado, el debilitamiento del escenario global despierta dudas sobre el curso de acción. Si bien en términos superficiales suele decirse que la Reserva Federal debe prestar atención primordial a las condiciones internas porque tiene que cumplir sus objetivos de inflación y de empleo internos, la realidad marca que alteraciones bruscas en el contexto externo terminan repercutiendo en las condiciones internas de EE.UU.

El reciente fortalecimiento del dólar, el menor crecimiento de Japón y Europa, los sucesos políticos en Italia y España, el deterioro de las condiciones financieras en los países emergentes, son luces amarillas que se encienden en el tablero de comando de la Fed. Pero por el momento no parecen lo suficientemente fuertes, o preocupantes, como para alterar la estrategia de suba gradual de tasas de interés que viene implementando. Por ello, existe una elevada convicción de que en la reunión de junio llevará a cabo la segunda suba de 25 p.b. del año en la tasa de Fondos Federales, sobre un total de tres subas que indican sus proyecciones más recientes. Por el momento, el deterioro del escenario global ha enfriado el debate respecto a la necesidad de una cuarta suba de 25 p.b. antes de fin de año.

## BRASIL: CADA VEZ MÁS COMPLICADO

Eloy Aguirre

**La conflictividad política no cede y la huelga de camioneros ha puesto en dudas la gobernabilidad del país. Aun así, se espera una tasa de crecimiento real del PIB de 2,4% para este año y de 3% para el año próximo.**

### 1. Introducción

En Brasil, a menos de cinco meses para las elecciones presidenciales, se presenta nuevamente un escenario de crisis institucional. El lunes 21 de mayo de 2018 comenzó una huelga del gremio de camioneros que tiene paralizado a todo el país. Hay desabastecimiento de productos, falta de combustible y se suspendieron más de setenta vuelos en todo Brasil. La protesta se inició por el reclamo del sector debido al incremento del precio del combustible, que tiene como origen el aumento del precio internacional del crudo.

El presidente Temer, anunció que había llegado a un acuerdo el jueves 24 de mayo pero la huelga continuó y luego autorizó la intervención de las fuerzas armadas para despejen las carreteras y caminos. Esta decisión fue condenada por la oposición y gran parte de la sociedad, igualmente no logró terminar con el conflicto.

Asimismo, con el objetivo de finalizar el conflicto las autoridades brasileñas resolvieron subsidiar el 12% del precio del diesel y reducir el costo de los peajes para los camioneros. Luego del discurso del presidente Temer del domingo 27 de mayo, parte de la población salió a protestar a las calles tocando bocinas y golpeando cacerolas manifestando su descontento con el gobierno. La mayoría de los brasileños está en contra del manejo de la crisis por parte del gobierno. Además, se sumaron a la huelga los trabajadores petroleros, que iniciaron un cese de actividad de 72 horas a partir del miércoles 30 de mayo.

El principal temor del gobierno es que el conflicto con los trabajadores se traslade a la economía impactando en las empresas de los sectores afectados. El primer efecto visible fue la caída de un 4,5% de la bolsa brasileña el lunes 29 de mayo impulsado principalmente por la acción de Petrobras que bajó más del 14% en una rueda y el viernes 1 de junio cayó 15% luego de la renuncia de su presidente. Esta renuncia fue consecuencia de la intervención del gobierno en el precio del combustible presionado por la huelga. Desde el 16 de mayo la acción de Petrobras se desplomó más del 40% en el mercado brasileño.

Es un contexto complejo y se le suma que el candidato con mayor caudal de votos según las encuestas es Ignacio Lula Da Silva, que se encuentra preso desde el 7 de abril condenado en segunda instancia a 12 años de prisión por el caso *Lava Jato*.

La legislación de Brasil prohíbe que los condenados en segunda instancia puedan ser candidatos<sup>6</sup>. Según el cronograma electoral las candidaturas deben presentarse en agosto del año 2018 y el Tribunal Superior Electoral (TSE) tiene entre 20 y 25 días para expedirse sobre los candidatos. Al parecer Lula se va a presentar a las elecciones y será el primer candidato que lo haga desde la cárcel, es muy difícil que el TSE apruebe su candidatura pero lo intentará. Si el TSE lo rechaza todavía tiene la instancia de recurrir al Tribunal Supremo Federal.

El candidato que le sigue a Lula en las encuestas es Jair Bolsonaro, un capitán retirado del ejército que se presenta por el partido Social Liberal. Las encuestas muestran una intención de voto del 15% y tiene mucha popularidad entre los camioneros y empresario del transporte que apoyan la huelga. En tercer lugar con un 8% de intención de voto se encuentra Marina Silva, la ex ministra de ambiente de Lula que se presenta por tercera vez por el partido Red Sustentabilidad. En las últimas elecciones presidenciales Marina Silva logró el 21,4% de los votos, pero no le alcanzó para superar la primera vuelta.

El pasado 22 de mayo el presidente Temer anunció públicamente su renuncia a la candidatura presidencial y lanzó como candidato del Movimiento Democrático Brasileño (MDB) a Henrique Meirelles, que señaló que buscará la unión de partidos para superar la primera vuelta. Las elecciones en Brasil se presentan en un escenario político complejo y con mucha incertidumbre.

## 2. *La economía*

En el primer trimestre del año 2018, la economía de Brasil mostró un crecimiento del 1,6% interanual y 0,45% respecto del trimestre anterior. Es el quinto trimestre consecutivo de crecimiento trimestral y el cuarto consecutivo de crecimiento positivo interanual.

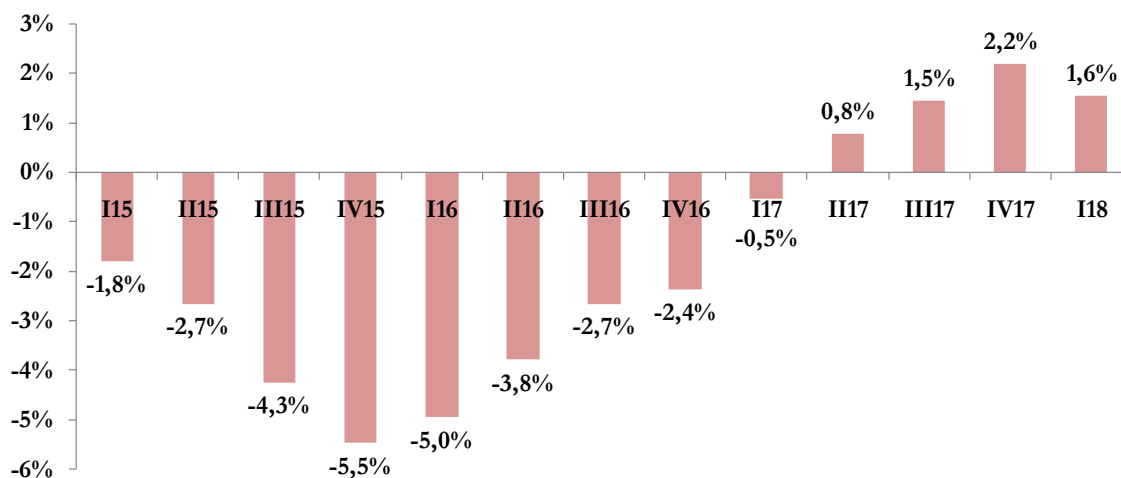
El gráfico 11 muestra la evolución de las tasas de crecimiento interanual del PIB brasileño entre el primer trimestre de 2015 y el primer trimestre del año 2018. Se observa, a partir del segundo trimestre del año 2017 una leve recuperación que se desacelera en el primer trimestre del año 2018.

---

<sup>6</sup> La Ley de “Ficha Limpia” fue aprobada en el año 2010 e impide que un condenado en dos instancias se presente como candidato y también a personas que hayan pasado por un “impeachment” o renunciado para evitar juicio político.



**GRÁFICO 11: CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB DE BRASIL. I TRIM 2015 – I TRIM 2018**



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Brasil

Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional publicadas en abril de 2018, el crecimiento de la economía brasileña llegaría al 2,3% en el año 2018 y 2,5% para el año 2019. Por su parte, las proyecciones de la encuesta que realiza periódicamente el Banco Central<sup>7</sup> entre las entidades financieras, indica que el crecimiento brasileño alcanzaría el 2,4% para el año 2018 y 3% para el año 2019. En cuanto a la inflación se proyecta un incremento del 2,5% para el año 2018 y 4,1% para el año 2019. Las proyecciones del tipo de cambio muestran que para fines del año 2018 alcanzaría 3,48 reales/dólar y 3,47 reales/dólar para fines del año 2019, prácticamente el mismo valor. En el caso de la producción industrial, la proyección señala un crecimiento del 3,8% en el año 2018 y 3,5% en el año 2019. Estos son buenos indicios para continuar con la recuperación económica durante lo que resta del año.

La economía brasileña está mostrando fuertes signos de recuperación. La inversión en Brasil creció un 5,3% interanual en el primer trimestre del año 2018 y la producción industrial brasileña se incrementó un 2% en el año 2017 respecto del año anterior. Otro signo que muestra la reactivación económica brasileña es la producción de autos. En el año 2017 la producción de autos creció 24% y en los primeros cuatro meses del año 2018 acumuló 965.865 autos, 165.675 autos más que el mismo período del año 2017.

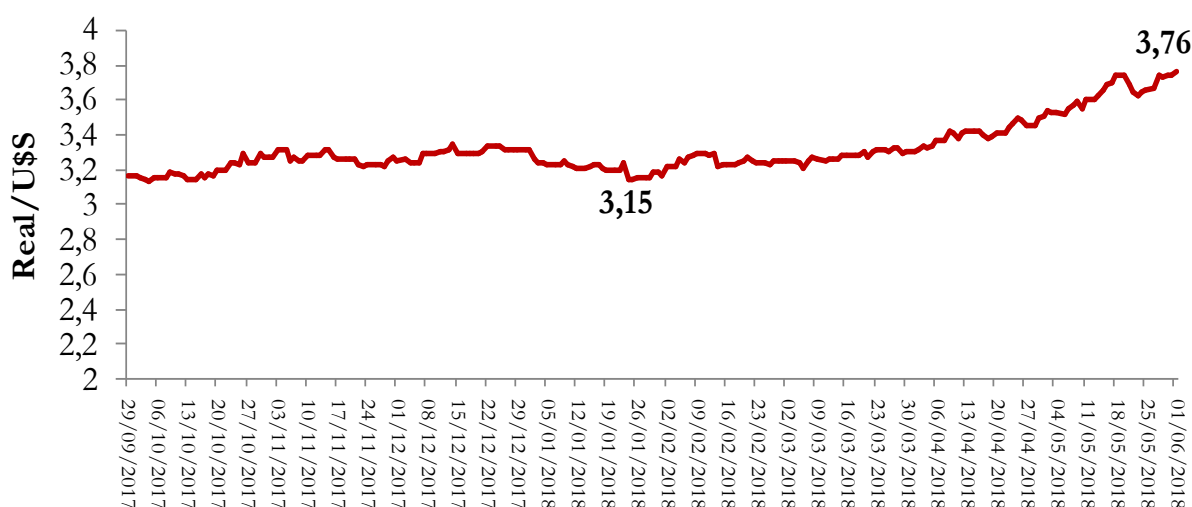
En este contexto de recuperación económica el alto desempleo continúa siendo un grave problema, en el primer trimestre del año 2018 la tasa de desempleo fue 13,1%, la más alta de los últimos catorce años junto con la del primer trimestre del año 2017 (13,7%). De seguir creciendo la desocupación, podría frenar el crecimiento del consumo privado y reducir las tasas de crecimiento económico. A su vez, el contexto internacional de suba de tasas de interés internacionales y fortalecimiento del dólar impactan en la demanda de moneda extranjera brasileña y la depreciación de su moneda. El gráfico 12 muestra la evolución del tipo de cambio nominal entre septiembre del año 2017 y principio de junio del año 2018. Se puede ver, que entre el 29 de enero de 2018 y el 1 de junio de 2018 el Real brasileño se depreció 19%, en esta última fecha renunció el presidente de Petrobras.

El Banco Centra, a su vez, sigue aplicando una política de no intervención en el mercado de cambios y sin restricciones a la entrada y salida de capitales, dejando libre el tipo de cambio a la oferta y demanda de divisas. A su vez, mantiene una política monetaria de metas de inflación modificando la tasa de interés de referencia Selic (como señala el trilema)<sup>8</sup>. Las reservas internacionales brasileñas alcanzan los U\$S 382.524 M a fin de mayo de 2018 y se mantienen cercanas a ese valor desde del año 2017. A su vez, el aumento de precios en los primeros cuatro meses de 2018 fue 0,7%, mostrando por el momento no se presenta un traslado a precios luego de la devaluación. Además, la tasa Selic de referencia del Banco Central pasó de 7% en enero de 2018 a 6,5% en mayo del mismo año, siguiendo la reducción de la inflación.

<sup>7</sup>Encuesta de Mercado Banco Central de Brasil 25/05/2018

<sup>8</sup> El trilema o trinidad imposible, establece que la economía debe optar por dos de las siguiente tres opciones i) libre movilidad de capitales, ii) autonomía monetaria y iii) autonomía monetaria.

**GRÁFICO 12: TIPO DE CAMBIO NOMINAL. SEPTIEMBRE 2017 – JUNIO 2018**



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Brasil

En el año 2017 las exportaciones brasileñas alcanzaron los U\$S 217.805 M, un 17,6% mayor al año anterior y el saldo comercial positivo fue de U\$S 67.074 M. Las exportaciones crecieron mucho más que las importaciones. En el año 2017 las importaciones brasileñas fueron U\$S150.730 con un incremento del 9,6% respecto del año 2016. El impulso de las exportaciones se observa principalmente en productos básicos, que crecieron 27% (U\$S 101.089 M) en el año 2017, los productos intermedios aumentaron 12,4% y los manufacturados 9,1%. A su vez, las exportaciones acumuladas en los primeros cuatro meses del año 2018, alcanzaron los U\$S 74.304 M, las importaciones fueron U\$S 54.206 M y un balance comercial favorable de U\$S 20.098 M. Las proyecciones del Banco Central<sup>9</sup>, indican que la balanza comercial del año 2018 podría alcanzar un superávit del orden de los U\$S 57.000 M.

En cuanto al frente fiscal, el déficit primario del gobierno brasileño durante el año 2016 fue 2,5% del PIB y se redujo en el año 2017 a 2,3% del PIB. El déficit fiscal total consolidado del año 2016 llegaba al 9% del PIB y en el año 2017 alcanzó el 8,75%. La baja del 13% en el precio del diesel anunciada por el gobierno para solucionar el conflicto con los camioneros, le costaría al Estado U\$S 2.600 M entre subsidios (Petrobras) y reducción de impuestos específicos. Con el objetivo de compensar parte de este costo el gobierno reduciría el gasto público en U\$S 1.017 M. A su vez, se está estudiando aumentar impuestos a la seguridad social e implementar un arancel variable a la importación de combustible para alcanzar la meta fiscal de U\$S 45.000 M.

En síntesis, en Brasil continúa la recuperación económica con proyecciones de incremento en las tasas de crecimiento del PIB para el año 2019. Igualmente, todavía existen protestas y problemas sociales que podrían tener consecuencias negativas en lo económico, persiste la tasa de desempleo alrededor del 13% y el déficit fiscal consolidado mayor al 8%.

<sup>9</sup>Encuesta de Mercado Banco Central de Brasil 25/05/2018

INDICADORES

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	
<b>Indicadores de Actividad</b>																		
EMAE (INDEC) Var. % a/a	1,6%	-2,1%	2,0%	0,4%	3,8%	4,9%	4,3%	3,7%	3,4%	4,9%	4,0%	3,0%	4,1%	5,1%	1,4%	n/d	n/d	
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,1%	-1,0%	1,3%	-0,8%	0,9%	0,7%	-0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%	0,5%	0,6%	-0,2%	-0,1%	n/d	n/d	
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%	6,8%	-4,7%	
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%	-8,6%	4,1%	
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-2,0%	-7,9%	1,2%	0,5%	5,5%	4,6%	5,9%	5,5%	4,2%	4,7%	2,7%	-1,9%	1,9%	8,5%	4,2%	2,1%	n/d	
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,6%	-5,0%	5,5%	-1,2%	0,9%	-0,3%	1,3%	-0,4%	-0,1%	-0,4%	0,9%	-1,3%	1,0%	1,5%	2,4%	-2,0%	n/d	
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,3%	-9,0%	-0,6%	-2,8%	5,7%	5,2%	6,0%	3,7%	5,2%	2,5%	0,9%	0,2%	1,6%	7,5%	2,8%	6,1%	n/d	
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-1,3%	0,0%	-1,0%	0,7%	1,6%	0,3%	1,7%	-1,3%	0,6%	-0,5%	-1,0%	1,4%	0,7%	0,4%	1,1%	-1,4%	n/d	
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	1,2%	3,4%	n/d	
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	13,4%	25,3%	21,6%	14,5%	19,0%	16,6%	8,3%	14,0%	n/d	
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-6,9%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%	21,0%	31,5%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%	n/d	n/d	
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-9,1%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%	1,3%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%	n/d	n/d	
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	2,4%	-0,3%	15,7%	11,1%	9,4%	16,9%	19,7%	7,5%	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,8%	
<b>Indicadores del Sector Externo</b>																		
Exportaciones en USD	4.289	3.899	4.564	4.863	5.490	5.150	5.293	5.243	5.238	5.241	4.642	4.515	4.767	4.294	5.360	5.164	n/d	
<i>Var. % a/a</i>	11,1%	-5,4%	3,2%	2,9%	2,7%	-2,2%	6,6%	-9,0%	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	11,1%	10,1%	17,4%	6,2%	n/d	
Importaciones en USD	4.341	4.116	5.474	4.975	6.066	5.900	6.041	6.314	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	5.197	5.958	6.102	n/d	
<i>Var. % a/a</i>	7,3%	2,2%	16,0%	12,5%	23,7%	14,9%	28,8%	25,0%	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	26,3%	8,8%	22,7%	n/d	
Saldo Comercial en USD	-52	-217	-910	-112	-576	-750	-748	-1.071	-725	-955	-1.509	-847	-969	-903	-598	-938	n/d	
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	188,5	190,7	186,4	184,8	188,1	191,0	197,4	185,7	184,3	183,6	186,4	185,9	188,7	196,6	199,6	200,6	207,3	
<i>Var. % a/a</i>	1,5%	1,3%	-2,1%	-5,1%	-6,0%	-8,1%	4,9%	3,2%	4,2%	3,1%	2,6%	1,3%	0,1%	3,1%	7,1%	8,6%	10,2%	

Indicador	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	
<b>Precios</b>																		
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,6%	2,1%	2,4%	2,7%	1,4%	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	n/d	
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%	2,1%	n/d	
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%	2,6%	n/d	
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	2,0%	1,6%	2,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,5%	2,2%	2,5%	2,1%	n/d	
IPCBA (CABA) Var. % a/a	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%	3,0%	n/d	
<i>Var. % t/ t, m/m</i>	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%	1,9%	n/d	
<b>Indicadores Fiscales</b>																		
Ingresos Totales Var. % a/a	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	24,3%	28,3%	30,5%	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%	20,9%	n/d	
Gastos Primarios Var. % a/a	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	25,6%	22,9%	17,4%	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%	14,1%	n/d	
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>																		
<i>Mediana</i>	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0	25,0	
<i>Media</i>	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	29,3	27,9	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2	33,1	33,3	
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>																		
<i>Índice</i>	44,5	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0	42,5	47,6	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8	40,1	36,1	
<i>Var. % m/m</i>	-1,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%	-10,0%	
<i>Var. % a/a</i>	-17,7%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,8%	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%	-21,2%	