

## II. INFORME DE COYUNTURA INTERNACIONAL

### 1. La economía mundial

#### *Nivel de actividad global*

La economía mundial registró una aceleración del crecimiento en el segundo semestre de 2016, impulsada principalmente por el desempeño de las economías avanzadas, en las que se verificó una modesta recuperación frente a un crecimiento dispar en las economías emergentes. Mientras que China mantuvo un buen ritmo de crecimiento, las principales economías de América Latina mostraron caídas en su nivel de actividad, como en el caso de Argentina, o prolongaron su recesión, como en el caso de Brasil y Venezuela.

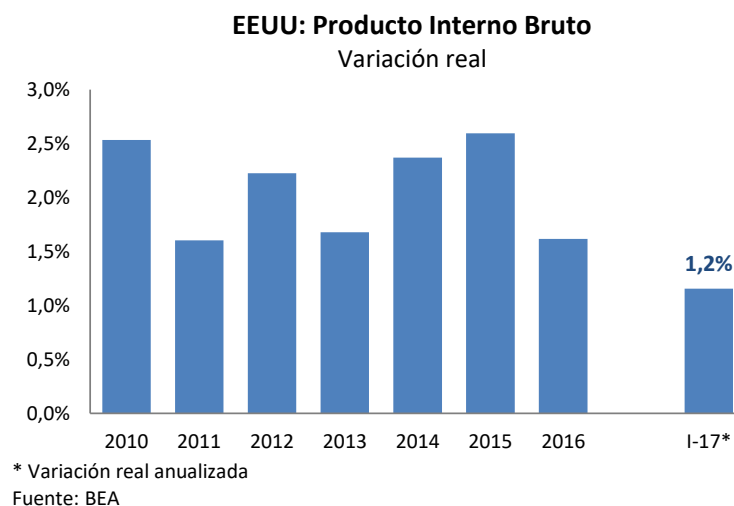
Conforme a esta recuperación en el nivel de actividad global y a una mejora en las expectativas de mayor demanda global, los precios de las materias primas verificaron en la segunda mitad de 2016 un mejor desempeño que el registrado a comienzos del mismo año. Las condiciones financieras, por su parte, estuvieron marcadas por factores de incertidumbre que derivaron en importantes episodios de volatilidad. Al respecto se destacan la asunción de Donald Trump como Presidente de EEUU y la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*).

En lo que va de 2017, la actividad económica mundial sigue mejorando su desempeño producto de mejores señales de crecimiento en las economías avanzadas y de moderados signos de reactivación en las economías de la región.

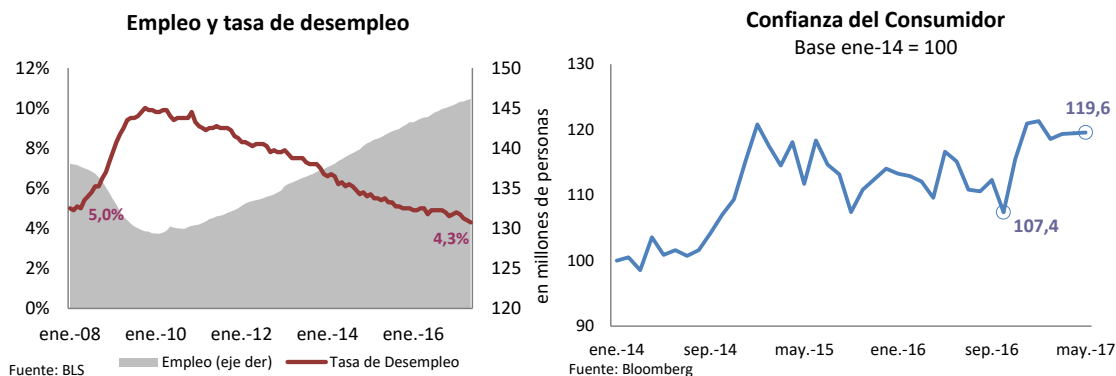
No obstante, el panorama plantea importantes riesgos para el mediano plazo, relacionados a la dirección y al alcance de los cambios en las políticas de EEUU (estímulo fiscal que torne insostenible el nivel de endeudamiento, mayor proteccionismo), así como posibles complicaciones en torno a las negociaciones para necesarias para que se produzca la salida efectiva de Reino Unido de la Unión Europea. En efecto, un giro más proteccionista y de menor cooperación multilateral en las relaciones comerciales podría resentir los flujos comerciales globales y en consecuencia, afectar la mejora observada recientemente en la economía mundial y en las emergentes en particular.

Otro elemento que podría impactar a la baja en las proyecciones de crecimiento global es la posibilidad de que se dé un proceso de normalización monetaria en EEUU más pronunciado que el previsto, afectando la trayectoria del dólar y los flujos financieros. Asimismo, una posible pérdida de optimismo y confianza de los mercados podría exacerbar las debilidades que se presentan en algunas economías emergentes; tales como China que enfrenta una fuerte expansión del crédito y una posible burbuja en el mercado inmobiliario.

La actividad económica de EEUU registró un incremento del 1,2% en términos anualizados en el primer trimestre de 2017 siendo éste un registro inferior a la expansión promedio del año 2016 (1,6%). Esta moderación en el nivel de actividad estuvo asociada a un menor crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del año (0,6% en términos anualizados frente a 3,5% del trimestre anterior).

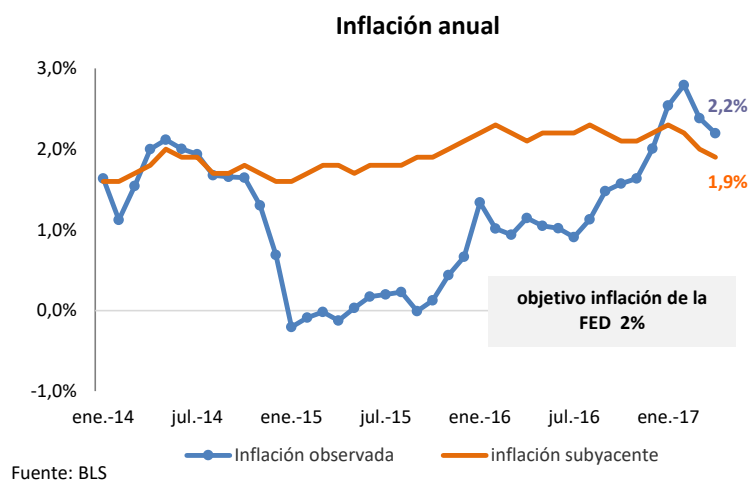


Pese a esta moderación, los indicadores del mercado laboral y de confianza del consumidor muestran cierto dinamismo, lo que refuerza la visión que la economía tendrá un impulso en lo que resta del año. En efecto, en el mes de mayo la tasa de desempleo se ubicó en 4,3% (menor registro observado desde fines de 2006) y la confianza del consumidor se ubicó 12% por encima de los niveles alcanzados a mediados del año pasado.

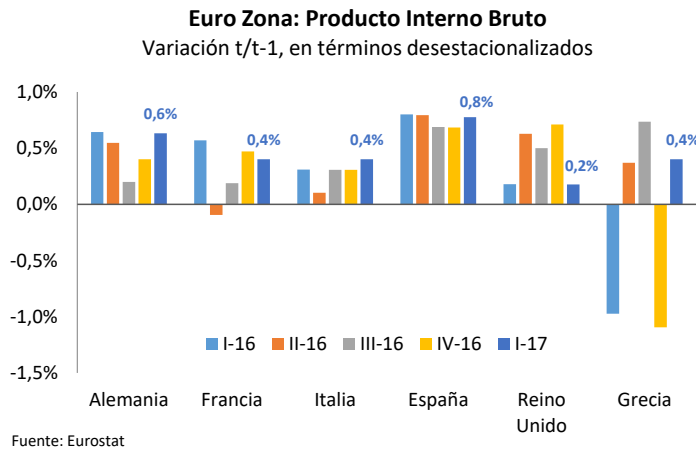


De concretarse alguno de los estímulos fiscales que la administración Trump pretende implementar (reducción de la carga impositiva y mayor gasto en infraestructura), en el corto plazo podrían generarse efectos positivos en el nivel de actividad. No obstante, los riesgos siguen siendo altos producto de la incertidumbre sobre el diseño, la concreción y la eficacia de dicho plan, así como, de la implementación de una estrategia de comercio exterior de orientación proteccionista.

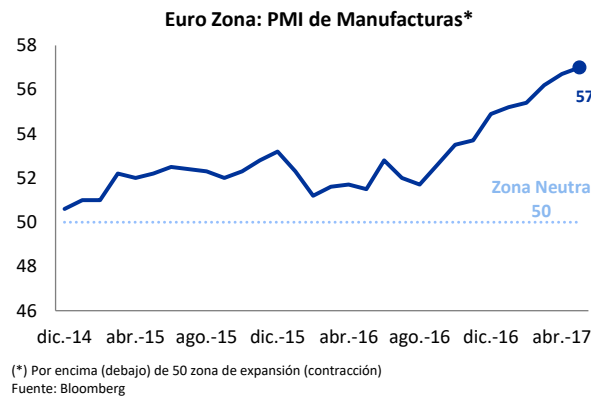
Si bien el mercado descuenta que el proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal se realizará de forma gradual, una aceleración de la inflación por encima del objetivo establecido (2%) podría acelerar el proceso de ajuste. Como se observa en el siguiente gráfico, la inflación anual observada se ubica por encima del objetivo (2,2% en mayo), aunque muestra una leve tendencia descendente en los últimos meses.



En la Zona Euro, la actividad continuó mostrando signos de recuperación. En el primer trimestre de este año se registró una expansión de 0,6% en términos desestacionalizado, impulso que fue generalizado a nivel de cada país. Si se analizan por separado las principales economías del bloque, se destaca el mejor comportamiento de la actividad económica de Alemania, España y Grecia (que mostraron repuntes de 0,6%, 0,8% y 0,4% respectivamente).



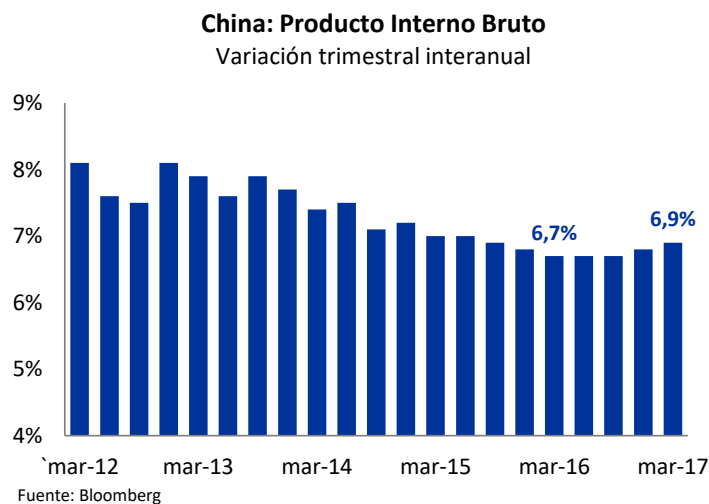
Un indicador anticipado como el PMI<sup>1</sup> de Manufacturas (*proxy* de expectativas de condiciones de negocios), sugiere que el crecimiento podría mejorar aún más en el segundo trimestre del año. En efecto, el PMI consolida su tendencia creciente desde mediados de 2016, alcanzando un registro de 57 en mayo, lo que representa una mejora de 11% respecto del mismo mes del año anterior.



<sup>1</sup> *Purchasing Managers Index*

No obstante lo reseñado en el párrafo anterior, el riesgo de menor crecimiento para el bloque no está disipado ya que Europa sigue enfrentando un escenario de incertidumbre en el terreno político. Un primer acontecimiento que genera riesgo es la manera de cómo se llevarán adelante las negociaciones del *Brexit* y, el segundo elemento, es el temor de un posible avance de partidos políticos ultranacionalistas en algunos países del bloque que tienen elecciones en los próximos meses como es el caso de Alemania e Italia.

En China, el nivel de actividad económica registró en el primer trimestre del año un avance interanual de 6,9%, mostrando un comportamiento mejor al esperado. Este desempeño estuvo impulsado principalmente por las políticas de estímulo, tanto fiscales como monetarias y crediticias, implementadas por el Gobierno.

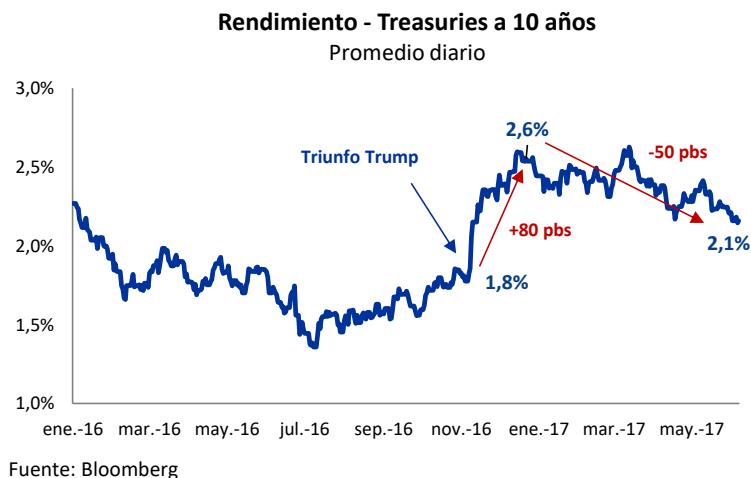


Tal como se comentó anteriormente, una posible pérdida de optimismo y confianza de los mercados podría exacerbar las debilidades que enfrenta la economía china producto del fuerte endeudamiento empresarial.

### ***Mercados financieros***

Tras el triunfo de Trump, las condiciones financieras se caracterizaron por incertidumbre y volatilidad, generando la expectativa de que la política monetaria en EEUU aceleraría su tónica contractiva. En consecuencia, el dólar se fortaleció inicialmente a nivel global y el rendimiento de los *Treasuries* a 10 años (T-10) aumentó 80 p.b. entre noviembre de 2016 y mediados de marzo de 2017, alcanzando un máximo relativo de 2,6%.

Esta evolución también impulsó al alza los retornos de los bonos de otras economías, tanto desarrolladas, como emergentes.



Sin embargo, tras este impulso inicial el dólar y las tasas de los bonos americanos retomaron una senda bajista. El retorno nominal de los T-10 retrocedió 50 p.b. frente al pico de diciembre y se ubica al cierre de este informe en 2,1% anual. En tanto, la divisa norteamericana se debilitó 6,3% en lo que va del año respecto a las principales monedas.<sup>2</sup>

Las condiciones financieras más débiles en EEUU generaron como contracara un escenario más favorable para las economías emergentes propiciando una entrada de capitales.

### ***Commodities***

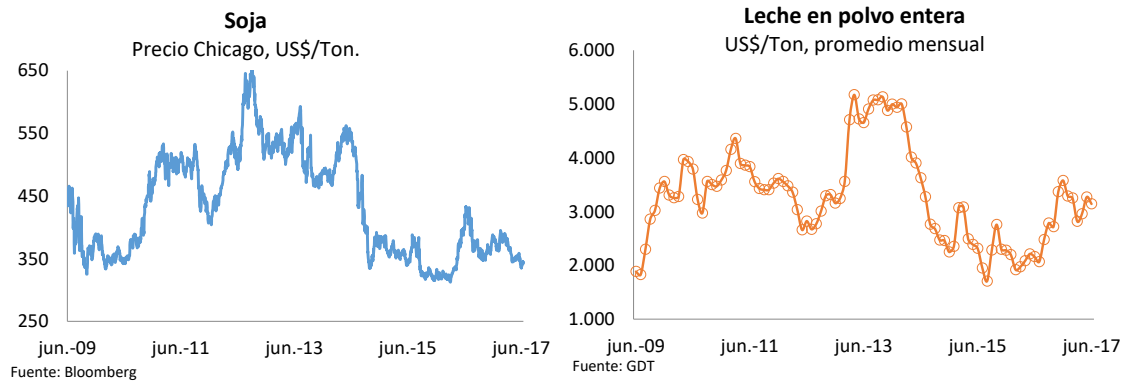
Los precios de las materias primas agrícolas alimenticias acumulan un retroceso de 3,1% en lo que va del año. Si se los compara con el registro de hace un año, dichos precios muestran un incremento del orden de 12%, en línea con la mejora observada en el nivel de actividad global.

Los precios de los *commodities* de origen agropecuario de importancia para nuestro país exhibieron movimientos dispares. Mientras que el precio

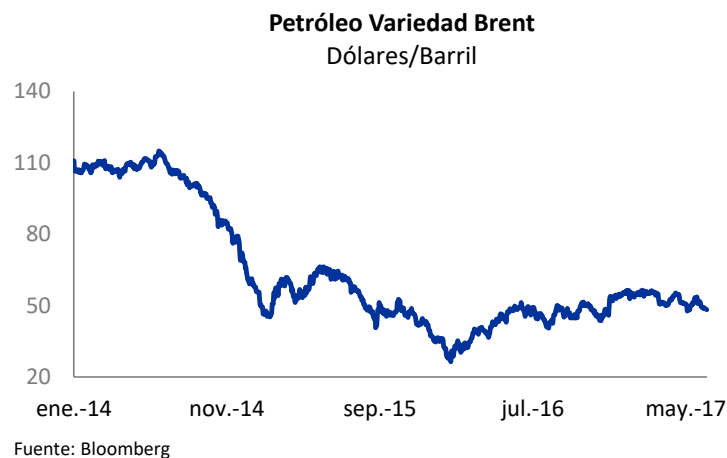
---

<sup>2</sup> El DXY es un índice conformado por las monedas de los principales socios comerciales de EEUU que está compuesto por una canasta ponderada del Euro (57,6%); Yen (13,6%); Libra (11,9%); Dólar Canadiense (9,1%); Corona Sueca (4,2%) y Franco Suizo (3,6%).

de la leche entera verificó una caída de 4% en el mes de junio respecto de mayo (acumulando en el año un descenso de 12%), el valor de la soja acusó un leve incremento (1,2%), lo que estaría indicando que el comercio mundial de soja gana tracción con el mejor comportamiento observado de la economía china. De todos modos, el exceso de oferta del grano a nivel global, podría contrarrestar dicha tendencia alcista.



Por otro lado, la cotización del petróleo de la variedad *Brent* ha descendido levemente en lo que va del año, aunque continúa ubicándose en niveles similares a los de un año atrás.

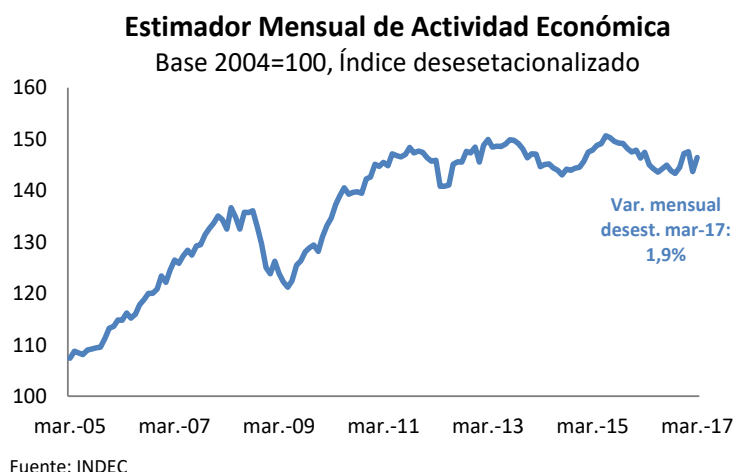


## 2. La región

### *Argentina*

El nivel de actividad cerró 2016 con una caída de 2,3% en términos reales, debido fundamentalmente al descenso de 11,3% en el sector de la construcción y 5,7% en la industria manufacturera.

En cambio, los indicadores de avance del nivel de actividad de los primeros meses de 2017 dan cuenta de que la economía comenzó a exhibir signos de reactivación y se encamina a crecer este año. En efecto, en el mes de marzo el Estimador Mensual de Actividad Económica publicado por el INDEC mostró un incremento de 0,8% respecto al mismo mes de 2016 y, acumula en el primer trimestre del año un crecimiento interanual de 0,1%. En la medición desestacionalizada, el nivel de actividad mostró un alza de 1,9% mensual.

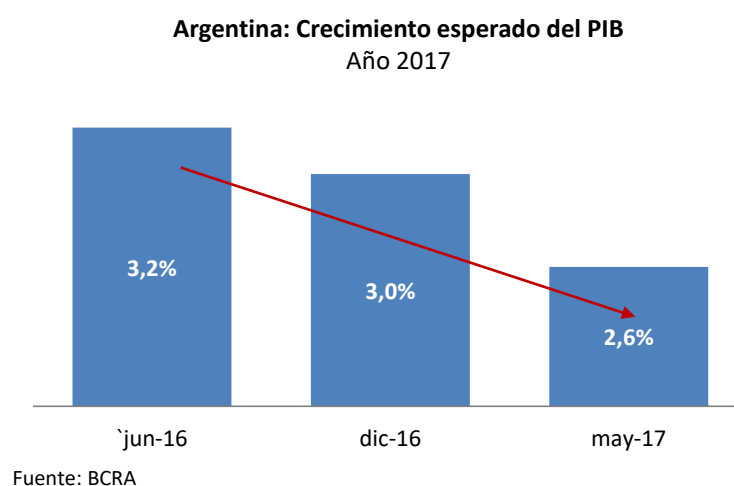


A nivel de sectores, la construcción dio signos de reactivación exhibiendo una suba acumulada de 2,2% en el primer trimestre del año, seguido de la agricultura que con cosechas record se perfila como uno de los principales motores del crecimiento (verificó un alza acumulada de 5,8% en los primeros tres meses del año).

Sin embargo, este mejor desempeño fue contrarrestado parcialmente por el débil comportamiento de la producción industrial, la que acumuló un descenso de 2,2% en los primeros tres meses del año en la comparación interanual.



En este marco, si bien la economía parece encaminarse a crecer, continúan existiendo focos de riesgo asociados a la incertidumbre política que implican las próximas elecciones legislativas, el alto déficit fiscal y los problemas de competitividad, que ponen en duda la sostenibilidad del crecimiento. Esto se refleja en el ajuste a la baja que exhibieron las expectativas de expansión económica en los últimos meses. Concretamente, la mediana del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) en su último informe corrigió a la baja cuatro décimas el pronóstico de crecimiento del PIB para este año ubicándolo en 2,6%.



En materia fiscal, los datos de los cuatro primeros meses del año continúan mostrando un nivel de déficit elevado. En efecto, el resultado primario registró un desequilibrio de 4,3% del PIB en el año móvil cerrado en abril. No obstante, es importante destacar un importante incremento en los ingresos tributarios impulsados por el buen desempeño del Régimen de Sinceramiento Fiscal aunque, buena parte de estos ingresos incrementales tienen carácter transitorio. En efecto, en el primer cuatrimestre del año los ingresos aumentaron 39,6% en términos nominales, mientras que los gastos acumularon un crecimiento de 35,8% impulsados por prestaciones de la seguridad social y transferencias a las provincias.

Cabe recordar que el gobierno argentino estableció metas para el déficit primario para el período 2017-2019, con el objetivo de reducirlo gradualmente y alcanzar un registro de 2,2% del PIB al final del período.

Por otra parte, la inflación repuntó en los primeros meses del año y mostró en el mes de mayo un incremento en el nivel de precios de 1,3%,

acumulando en la variación doce meses un aumento de 23,9%. Esta significativa aceleración de la inflación estuvo influenciado por los aumentos tarifarios (acumulan una suba en lo que va del año de 15,3%).

La política monetaria continuará con su sesgo contractivo por lo que se espera que la inflación se encamine a una senda descendente este año. Sin embargo, de acuerdo al REM los analistas no proyectan que el BCRA pueda cumplir su meta este año (12%-17%).

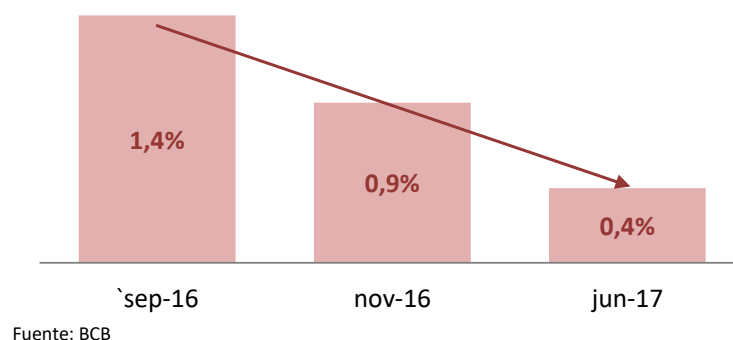
### ***Brasil***

En 2016 la economía nortea continuó en recesión acumulando por segundo año consecutivo una caída del PIB, en este caso de 3,6%, y poniendo de manifiesto la persistencia de desafíos estructurales y del re-escalamiento de la incertidumbre política.

Sin embargo, los datos más recientes de actividad sugieren que la economía brasileña se está recuperando. En efecto, el PIB mostró en el primer trimestre del año un incremento de 1,0% en términos desestacionalizados impulsado por el sector agrícola y en menor medida por la producción industrial (incrementos de 13,4% y 0,9% respectivamente).

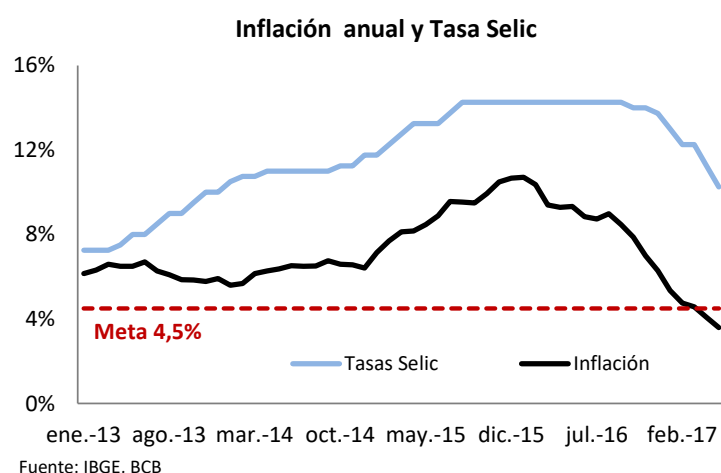
Más allá de la reactivación observada en el nivel de actividad, los pronósticos de crecimiento recogen en parte la complicada situación política. Concretamente, las expectativas de los agentes relevadas por el Banco Central de Brasil (BCB) siguen corrigiéndose a la baja y esperan para este año un incremento en el nivel de actividad de apenas 0,4% (frente al crecimiento de 1,4% que se preveía en setiembre de 2016).

### Crecimiento Esperado del PIB Año 2017



En este marco de magro desempeño económico y de Real apreciado, la inflación anual continuó desacelerándose en los primeros meses de este año y se situó en mayo en 3,6% en la variación doce meses (menor nivel desde junio de 2007), dentro del rango de tolerancia definido por el BCB respecto a la meta puntual de 4,5% anual.

Bajo este contexto de menor crecimiento en el nivel de precios, las expectativas de inflación relevadas por el BCB ubican a la inflación en 2,6% en la variación doce meses en diciembre de 2017, situándose casi dos puntos porcentuales por debajo de la meta (4,5%). En este escenario, es probable que el BCB continúe con el proceso de flexibilización de la política monetaria que inició en octubre de 2016 recortando la tasa Selic (actualmente se ubica en 10,25%). De hecho, existe consenso que la misma descienda hasta alcanzar niveles cercanos a los 8,5% a fines de este año.



En materia fiscal, el déficit fiscal global se ubicó en 9,2% del PIB en el año móvil cerrado en mayo. Para fortalecer las finanzas públicas, se aprobó una enmienda constitucional en la que se busca que sus durante 20 años de vigencia, el incremento nominal del gasto público en cada año no supere a la inflación del año anterior. De todos modos, el escenario de inestabilidad política siguió profundizándose. Ello ha puesto en cuestión la voluntad oportunamente expresada por el Poder Ejecutivo de adoptar medidas adicionales orientadas a reencausar la sostenibilidad de las cuentas públicas, en particular de aquellas que tienen como objetivo reformar aspectos de la seguridad social.