



# Título I: Argentina

## Capítulo 1: Contexto económico internacional



## Capítulo 1: Contexto económico internacional

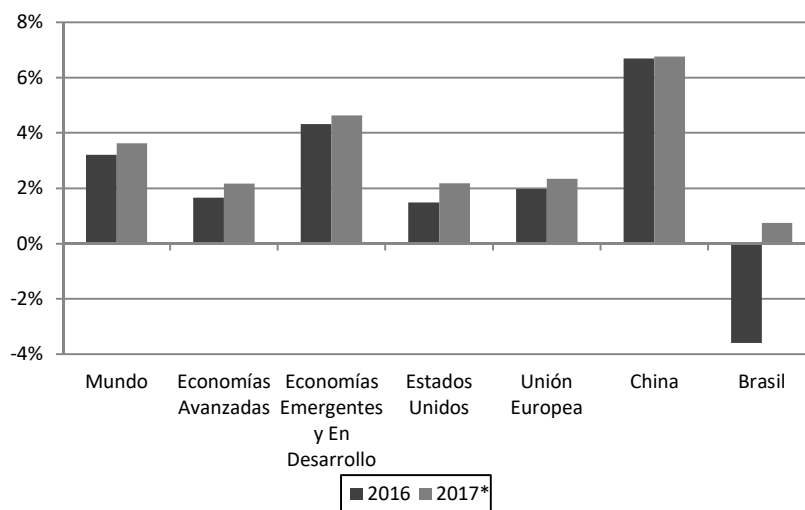
### 1.1. Introducción

De acuerdo a las estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional en su publicación periódica *World Economic Outlook*<sup>1</sup>, se produjo un aumento en el crecimiento a nivel mundial durante el año 2017, que alcanzó una tasa de 3,6%, 0,4 puntos porcentuales (p.p.) superiores con respecto a 2016, como se observa en el Gráfico 1.1.

En las economías avanzadas el crecimiento interanual avanzó 0,5 p.p. en relación al nivel alcanzado en el año anterior, pasando de una tasa de 1,7% en 2016 a una de 2,2% en 2017. Estados Unidos y la Unión Europea, dos de las economías avanzadas de mayor envergadura, presentaron tasas de crecimiento de 2,2% y 2,3% respectivamente durante 2017; estas cifras indican que hubo un incremento en la tasa de crecimiento de 0,7 p.p. para Estados Unidos y de 0,3 p.p. para la Unión Europea, en comparación con los aumentos que exhibieron durante 2016.

Las economías emergentes y en desarrollo también presentaron una suba en su tasa de crecimiento interanual durante 2017, que alcanzó un 4,6% - 0,3 p.p. mayor a 2016-. En este grupo destacan China, donde luego de seis años de desaceleración se estima que alcanzaría un crecimiento interanual de 6,8% en 2017, una tasa 0,1 p.p. superior a la que exhibió en 2016; por su parte, Brasil presentó una reactivación en su economía luego de dos años de una marcada recesión, con un crecimiento de 0,7% en 2017.

**Gráfico 1.1: Tasas de crecimiento de países, regiones y grupos de países seleccionados. Periodo 2016 a 2017**



Nota: \* 2017 estimado.

Fuente: IIE sobre la base de Fondo Monetario Internacional.

<sup>1</sup> Las estimaciones corresponden a octubre de 2017, última actualización disponible de la base de datos de la publicación al momento de redacción de este trabajo.

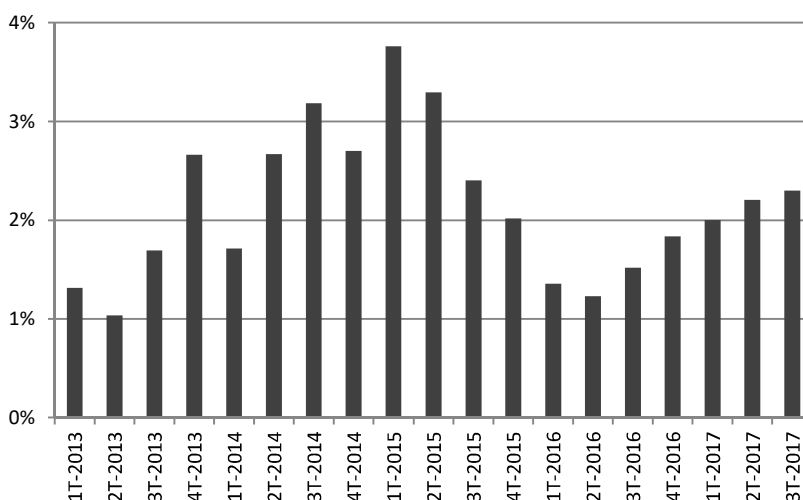
## 1.2. Economías desarrolladas

### 1.2.1. Estados Unidos de América

En base a las estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional, la economía de Estados Unidos se recuperó de la desaceleración que presentó en 2016, alcanzando en 2017 un crecimiento de 2,2%, 0,7 p.p. por encima de la tasa que exhibió durante 2016 (de 1,5%).

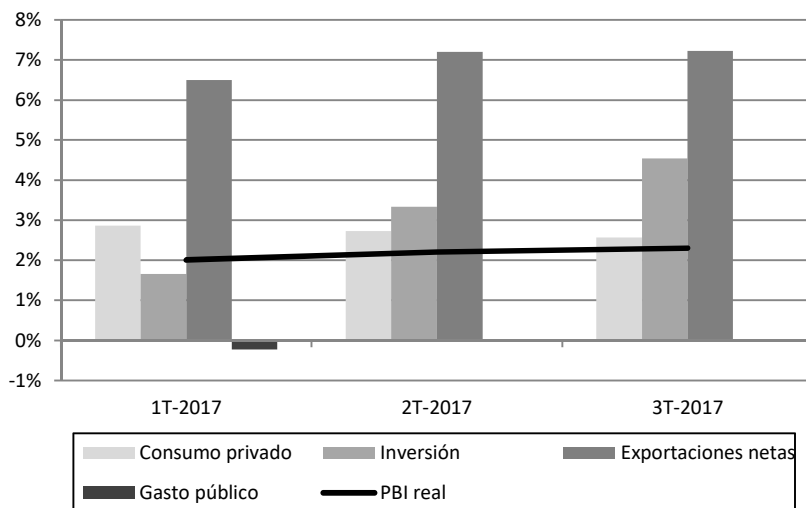
Al observar el comportamiento del Producto Bruto Interno (PBI) trimestral a precios constantes se percibe que luego de cinco trimestres de desaceleración en el nivel de actividad, a partir del tercer trimestre de 2016 el producto del país norteamericano logró encadenar otros cinco trimestres de aceleración en la economía, alcanzando en el tercer trimestre de 2017 un crecimiento interanual de 2,3%, como indica el Gráfico 1.2.

**Gráfico 1.2: Tasa de crecimiento interanual del PBI de Estados Unidos. Periodo 1T-2013 a 3T-2017**



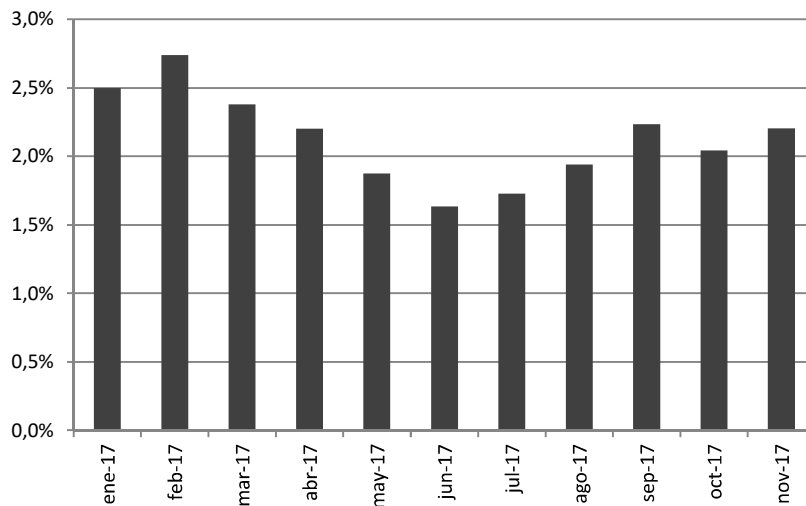
Fuente: IIE sobre la base de Oficina de Análisis Económico, Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

Las exportaciones netas jugaron un rol preponderante en el crecimiento durante 2017, alcanzando un incremento interanual de 7,2% durante el tercer trimestre del año, tal como se observa en el Gráfico 1.3; gran parte de este comportamiento puede asociarse a la depreciación que sufrió el dólar en términos reales durante los primeros nueve meses de 2017. Las inversiones también tuvieron un papel destacado que fue en aumento a lo largo del año, pasando de un crecimiento de 1,7% en el primer trimestre a un incremento interanual de 4,5% para el tercer trimestre de 2017. Si bien el consumo privado tuvo un aporte positivo en 2017, cabe destacar que fue disminuyendo a medida que avanzó el año; por último, el gasto público se mantuvo estable en comparación con el año 2016.

**Gráfico 1.3: Variación interanual de los componentes del PBI real de Estados Unidos. Periodo 1T-2017 a 3T-2017**

Fuente: IIE sobre la base de Oficina de Análisis Económico, Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

El índice de precios al consumidor de Estados Unidos aumentó un 2,1% en promedio durante los primeros once meses de 2017, de acuerdo a lo presentado por el Gráfico 1.4. Este valor se encuentra en línea con el objetivo fijado a largo plazo por la Reserva Federal de Estados Unidos de una inflación anual del 2%, a diferencia de 2016 en donde los bajos precios de las importaciones y la energía impidieron en los primeros once meses del año alcanzar esta meta.

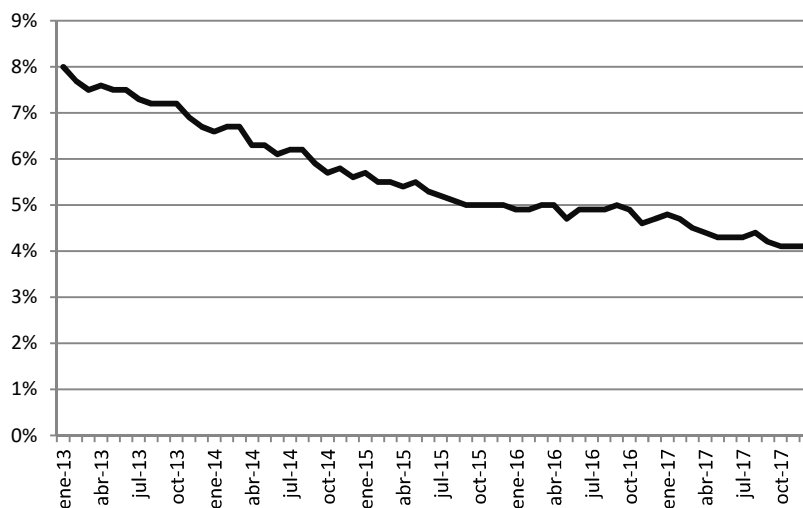
**Gráfico 1.4: Variación interanual del índice de precios al consumidor de Estados Unidos. Periodo ene-17 a nov-17**

Fuente: IIE sobre la base de Oficina de Estadísticas Laborales, Departamento de Trabajo de los Estados Unidos.

En el mercado de trabajo continuó la tendencia declinante de la tasa de desempleo, tal como se aprecia en el Gráfico 1.5. El desempleo alcanzó niveles de 4,1% a finales de 2017, cifra que también se encuentra en línea con el segundo objetivo de política de la Reserva Federal de alcanzar el máximo nivel de empleo sustentable. Esta señal positiva en el mercado laboral se

ve reforzada debido al aumento en la tasa de participación laboral<sup>2</sup> a lo largo de 2017, que no tuvo efectos negativos en la tasa de desempleo.

**Gráfico 1.5: Tasa de desempleo en Estados Unidos. Periodo ene-13 a dic-17**



Fuente: IIE sobre la base de Oficina de Estadísticas Laborales, Departamento de Trabajo de los Estados Unidos.

Por último, por tercer año consecutivo la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó la tasa de interés de referencia, que se duplicó a lo largo de 2017, pasando de 0,75% en diciembre de 2016 a 1,50% a finales de 2017 (aumentando 0,25 p.p. en los meses de marzo, junio y diciembre). Las buenas perspectivas en el nivel de actividad y en el mercado laboral, sumadas a la aceleración que presentó el nivel de precios en comparación con 2016 alentaron a que esta decisión sea tomada.

### 1.2.2. Unión Europea<sup>3</sup>

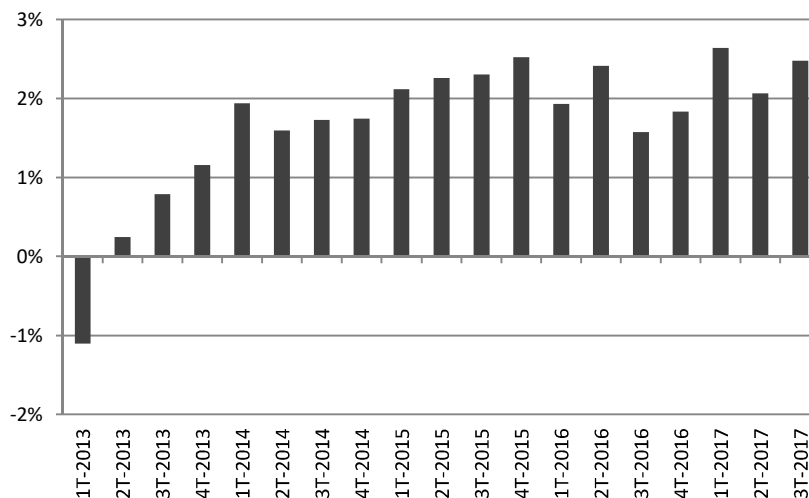
Las estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional también indican que la economía de la Unión Europea presentó un aceleramiento en su crecimiento, que alcanzó una tasa de 2,3% en 2017, 0,3 p.p. superiores a la tasa que había presentado durante 2016 (de 2,0%).

El comportamiento del PBI trimestral a precios constantes de la Unión Europea muestra una tendencia positiva en la tasa de crecimiento de la economía a partir del tercer trimestre de 2016, alcanzando una tasa interanual de 2,5% para el tercer trimestre de 2017, de acuerdo a lo presentado en el Gráfico 1.6.

<sup>2</sup> Cociente entre la población económicamente activa (personas que trabajan o buscan trabajo) y la población en edad laboral (entre 15 y 64 años).

<sup>3</sup> A lo largo de esta sección, al analizar a la Unión Europea se consideran los siguientes 28 países: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumania y Suecia.

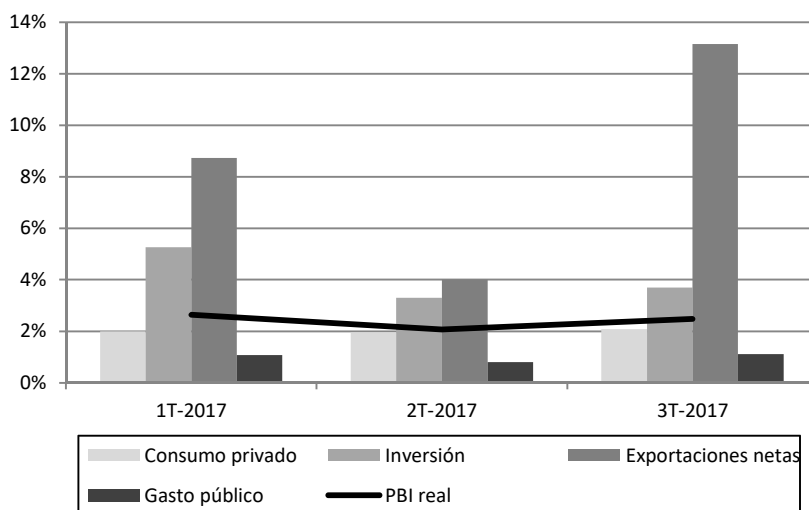
**Gráfico 1.6: Tasa de crecimiento interanual del PBI de la Unión Europea. Periodo 1T-2013 a 3T-2017**



Fuente: IIE sobre la base de Eurostat.

Las exportaciones netas fueron el factor más destacado en el crecimiento de la economía europea durante 2017, al igual que sucedió para Estados Unidos, como se observa en el Gráfico 1.7; estas lograron un crecimiento interanual superior al 13% durante el tercer trimestre de 2017, luego de haber alcanzado tasas del 8,7% y el 4,0% en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente. En segundo lugar se ubicaron las inversiones, que alcanzaron un crecimiento interanual de 5,3% en los primeros tres meses de 2017; si bien la tasa disminuyó al 3,3% en el segundo trimestre, esta rebotó para alcanzar un 3,7% en el tercer trimestre del año. El consumo privado mantuvo un comportamiento relativamente estable a lo largo del año, con una tasa de crecimiento interanual del 2,0% durante los primeros seis meses de 2017, para concluir con un leve aceleramiento en los tres meses posteriores (que aumentaron 2,1% con respecto al tercer trimestre de 2016). Por último, el consumo público avanzó un 1,1% en términos interanuales durante el primer y el tercer trimestre de 2017, luego de un leve desaceleramiento durante el segundo trimestre del año en donde la tasa fue del 0,8%.

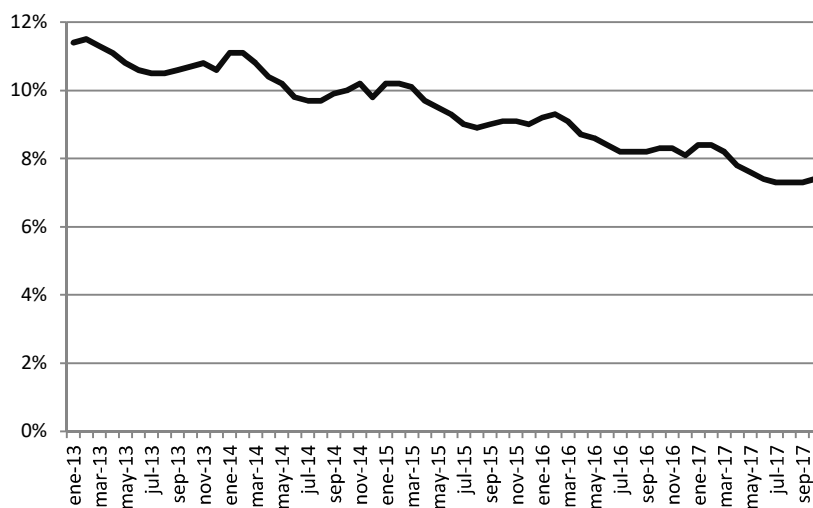
**Gráfico 1.7: Variación interanual de los componentes del PBI de la Unión Europea. Periodo 1T-2017 a 3T-2017**



Fuente: IIE sobre la base de Eurostat.

El mercado laboral nuevamente presentó mejoras, alcanzando tasas de desempleo de 7,3% durante 2017, como se observa en el Gráfico 1.8. Si bien estas tasas indican una disminución de casi 1 p.p. en un año, cabe destacar que el desempleo sigue siendo alto en comparación con otras economías desarrolladas, como Estados Unidos.

**Gráfico 1.8: Tasa de desempleo como porcentaje de la población económicamente activa en la Unión Europea. Periodo ene-13 a oct-17**



Fuente: IIE sobre la base de Eurostat.

Como es esperable, el comportamiento del nivel de actividad y del mercado de trabajo no resulta homogéneo entre los países que conforman a la Unión Europea, tal y como muestra la Tabla 1.1.

Irlanda fue el país que presentó la mejor performance en términos productivos, alcanzando un crecimiento de 7,4% durante los primeros nueve meses de 2017, seguido por Malta (7,2%) y Rumania (7,1%); por el contrario, destacan Grecia, Italia, Francia y Bélgica como los países que presentaron un menor crecimiento en su producción interanual, todos ellos con tasas iguales o inferiores al 1,6% interanual durante los tres trimestres iniciales de 2017.

En relación al mercado laboral, se distingue la baja tasa de desempleo (inferior al 4,5%) de países como República Checa, Alemania, Malta, Hungría y Reino Unido durante los primeros nueve meses de 2017; por otro lado, Grecia (21,6%) y España (17,5%) fueron los países con mayor tasa de desempleo durante el mismo periodo.



**Tabla 1.1: Tasa de crecimiento interanual del PBI y tasa de desempleo como porcentaje de la población económicamente activa de los países de la Unión Europea. Periodo 1T-2017 a 3T-2017**

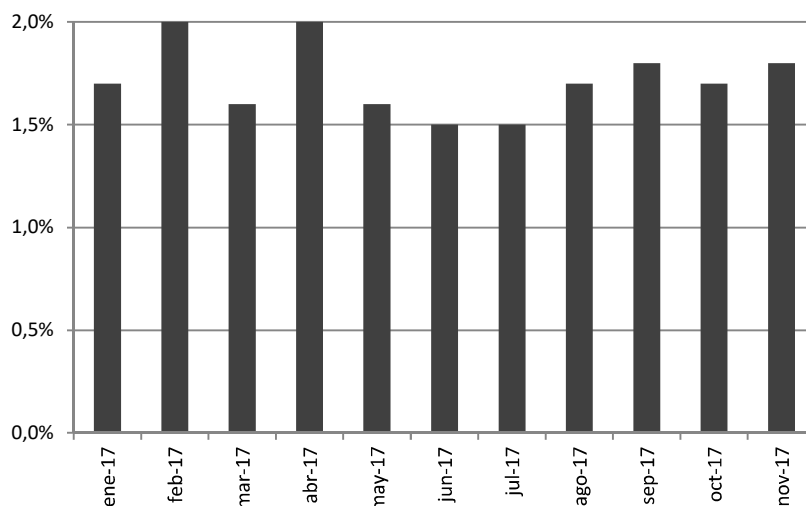
País	Crecimiento interanual	Tasa de desempleo <sup>4</sup>
Alemania	2,2%	3,8%
Austria	3,0%	5,6%
Bélgica	1,6%	7,3%
Bulgaria	3,8%	6,4%
Chipre	3,9%	11,4%
Croacia	3,0%	11,2%
Dinamarca	2,2%	5,9%
Eslovaquia	3,4%	8,3%
Eslovenia	4,7%	6,8%
España	3,0%	17,5%
Estonia	4,8%	5,9%
Finlandia	3,2%	9,0%
Francia	1,6%	9,5%
Grecia	1,2%	21,6%
Hungría	3,8%	4,3%
Irlanda	7,4%	7,0%
Italia	1,6%	11,2%
Letonia	4,7%	8,9%
Lituania	3,8%	7,2%
Luxemburgo	3,0%	5,7%
Malta	7,2%	4,1%
Países Bajos	3,2%	5,0%
Polonia	4,6%	5,0%
Portugal	2,8%	9,3%
Reino Unido	2,1%	4,4%
República Checa	4,0%	3,1%
Rumania	7,1%	5,0%
Suecia	2,3%	6,9%

Fuente: IIE sobre la base de Eurostat.

Por último, con respecto a los aspectos monetarios de la región, hubo un aceleramiento en el nivel de precios en comparación con 2016. Esto llevó a que la tasa de inflación ronde entre el 1,5% y el 2,0% en términos interanuales durante los primeros once meses de 2017, como lo indica el Gráfico 1.9, alcanzando una tasa promedio de 1,7% en este periodo. Al igual que para otras economías desarrolladas, este suceso puede asociarse a la recuperación que tuvieron los precios de la energía y las materias primas durante 2017.

Si bien la tasa de inflación se encuentra cercana a la meta del Banco Central Europeo para los países que tienen como moneda oficial al Euro (de una inflación anual del 2%), la región continúa con tasas inflacionarias inferiores a las de otras economías desarrolladas, como Estados Unidos.

<sup>4</sup> Cociente entre el número de desempleados (personas sin empleo que buscan trabajo) sobre la población económicamente activa (personas que trabajan o buscan trabajo).

**Gráfico 1.9: Variación interanual del índice de precios al consumidor armonizado<sup>5</sup> de la Unión Europea. Periodo ene-17 a nov-17**

Fuente: IIE sobre la base de Eurostat.

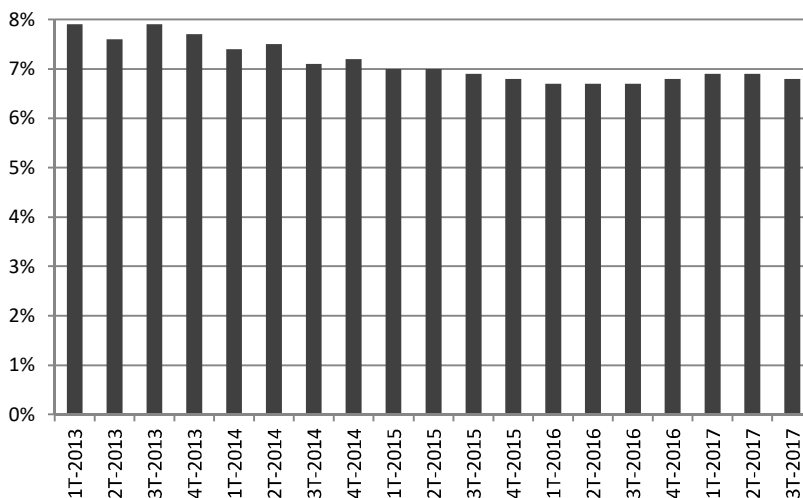
### 1.3. Economías emergentes

#### 1.3.1. República Popular China

De acuerdo a las estimaciones llevadas a cabo por el Fondo Monetario Internacional, China presentaría un aceleramiento en su crecimiento durante 2017, luego de seis años de caída en las tasas de crecimiento exhibidas. El país asiático alcanzaría un crecimiento del 6,8% en 2017, 0,1 p.p. por encima de la tasa alcanzada en 2016 y 0,3 p.p. superior a la meta de crecimiento anual de 6,5% planteada por el gobierno para el periodo 2016-2020.

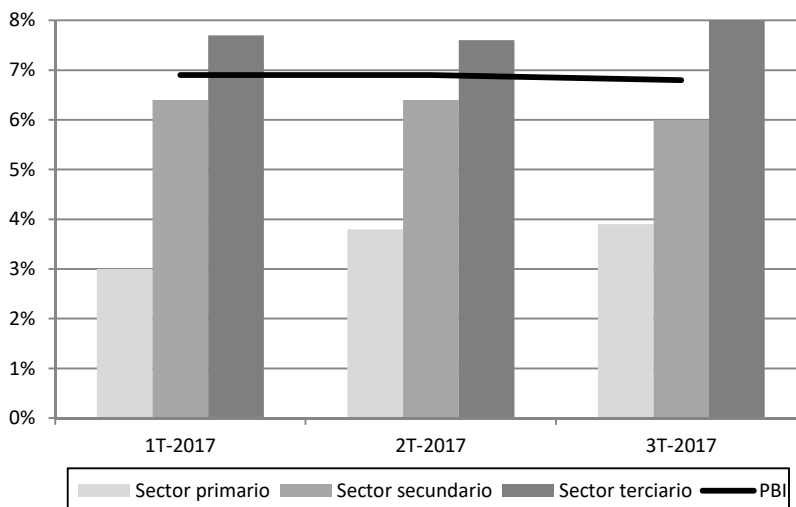
El comportamiento del PBI trimestral chino indica que desde comienzos de 2016 se produjo un aumento en la tasa de crecimiento, luego de haber presentado esta una tendencia decreciente desde 2013; luego de alcanzar un crecimiento interanual de 6,9% en el primer semestre de 2017, el tercer trimestre del año finalizó con una leve baja en la tasa, concluyendo con un aumento interanual de 6,8%, como plasma el Gráfico 1.10.

<sup>5</sup> El término armonizado indica que considera a todos los países que conforman a la Unión Europea y sus distintas estructuras económicas.

**Gráfico 1.10: Tasa de crecimiento interanual del PBI de China. Periodo 1T-2013 a 3T-2017**

Fuente: IIE sobre la base de Oficina Nacional de Estadísticas de China.

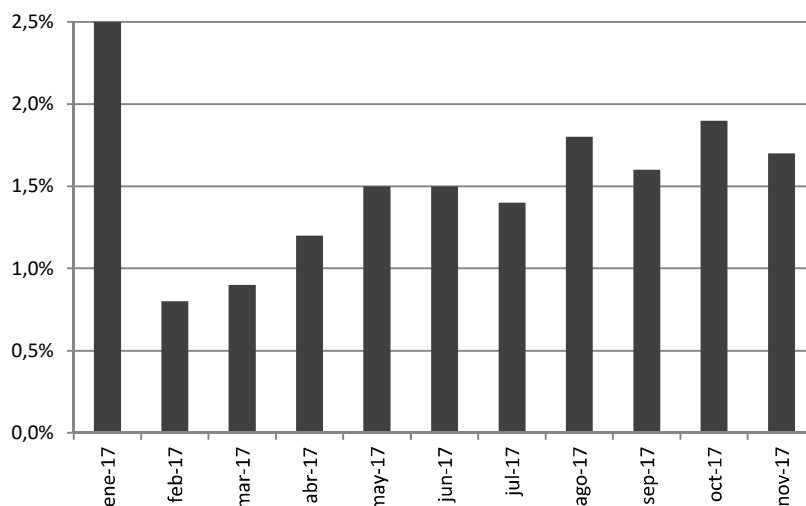
El sector terciario fue el que tuvo un mayor desempeño durante 2017, alcanzando un crecimiento interanual del 8,0% en el tercer trimestre del año; este fue seguido por la industria, que creció un 6,0% durante el mismo periodo, y el sector primario, que tuvo una tasa de crecimiento interanual de 3,9%, como muestra el Gráfico 1.11. Estas cifras indican que el proceso de tercerización de la economía continúa su rumbo, mientras que la industria continúa estable y la actividad primaria pierde importancia en la estructura productiva de China.

**Gráfico 1.11: Tasa de crecimiento interanual de China por sectores. Periodo 1T-2017 a 3T-2017**

Fuente: IIE sobre la base de Oficina Nacional de Estadísticas de China.

Con respecto a la política monetaria, siguen observándose bajas tasas de inflación en la economía, como se observa en el Gráfico 1.12. El nivel de precios al consumidor se mantuvo con un aumento interanual que se ubicó por debajo del 2% en diez de los primeros once meses del año, superando este tope únicamente durante el mes de enero, cuando la tasa de inflación interanual fue de 2,5%; aun tomando en cuenta esta cifra, la tasa de inflación se ubica por debajo del objetivo de inflación del 3% anual que persigue el Banco Popular de China.

**Gráfico 1.12: Variación interanual del índice de precios al consumidor de China. Periodo ene-17 a nov-17**



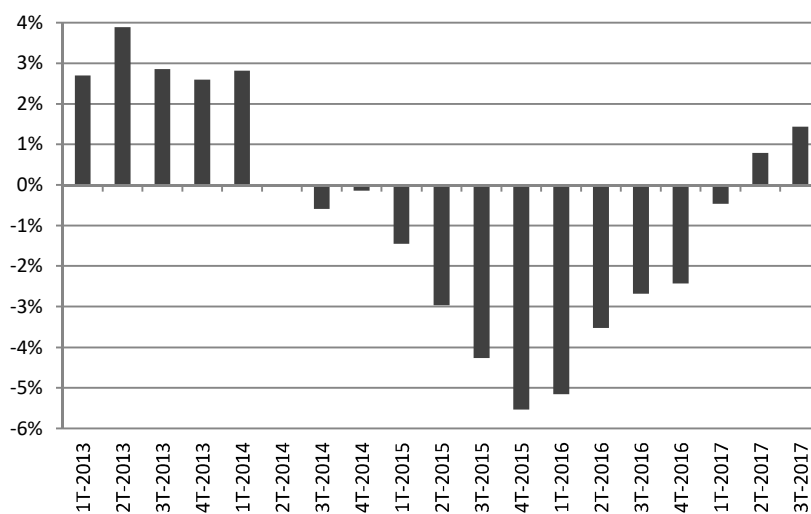
Fuente: IIE sobre la base de Oficina Nacional de Estadísticas de China.

### 1.3.2. República Federativa de Brasil

La economía brasilera finalmente dejó atrás la recesión ocurrida entre 2014 y 2016, mostrando una reactivación en su nivel de actividad luego de una crisis económica y política que llevó a una caída en su producción. De acuerdo a las estimaciones llevadas a cabo por el Fondo Monetario Internacional, Brasil presentaría un crecimiento del 0,7% durante 2017.

El comportamiento del PBI trimestral de Brasil presentó una caída en términos interanuales a lo largo de tres años, en el periodo que abarca desde el segundo trimestre de 2014 hasta comienzos de 2017, fecha a partir de la cual inició la reactivación económica, alcanzando un crecimiento interanual de 1,5% durante el tercer trimestre de 2017, como lo indica el Gráfico 1.13.

**Gráfico 1.13: Tasa de crecimiento interanual del PBI de Brasil. Periodo 1T-2013 a 3T-2017**

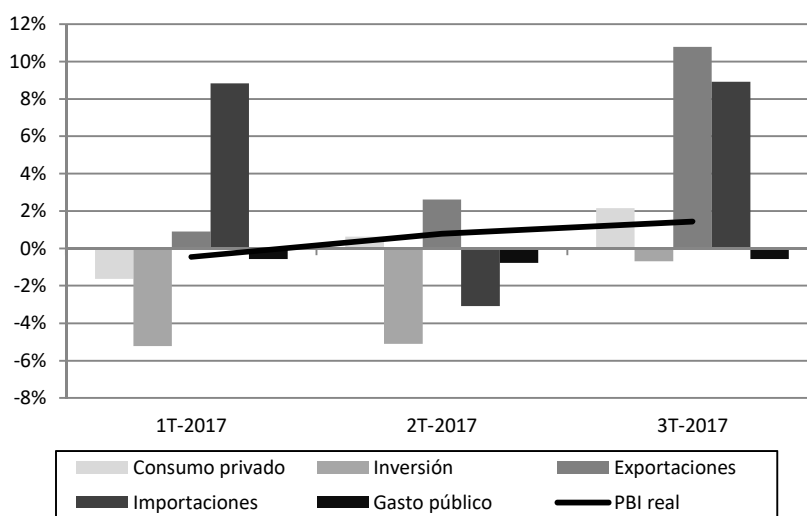


Fuente: IIE sobre la base de Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística.

Las exportaciones fueron el factor destacado en la recuperación económica de 2017; su tasa de crecimiento interanual fue en aumento a lo largo del año, alcanzando en el tercer trimestre del año una cifra de 10,8%. A pesar de ello, cabe aclarar que las importaciones también tuvieron un crecimiento interanual elevado durante el tercer trimestre del año (8,9%), y que incluso presentaron una mayor tasa de crecimiento que las exportaciones durante los primeros tres meses del año.

Otro factor destacado fue el consumo privado, que comenzó el año con una caída interanual del 1,6%, pero alcanzó un crecimiento del 2,2% para el tercer trimestre de 2017; por otro lado, el aporte del gasto público y de las inversiones en el producto fue negativo en los primeros nueve meses del año, aunque cabe destacar que hubo una mejora importante en el comportamiento de este último factor durante el tercer trimestre del año, como se observa en el Gráfico 1.14.

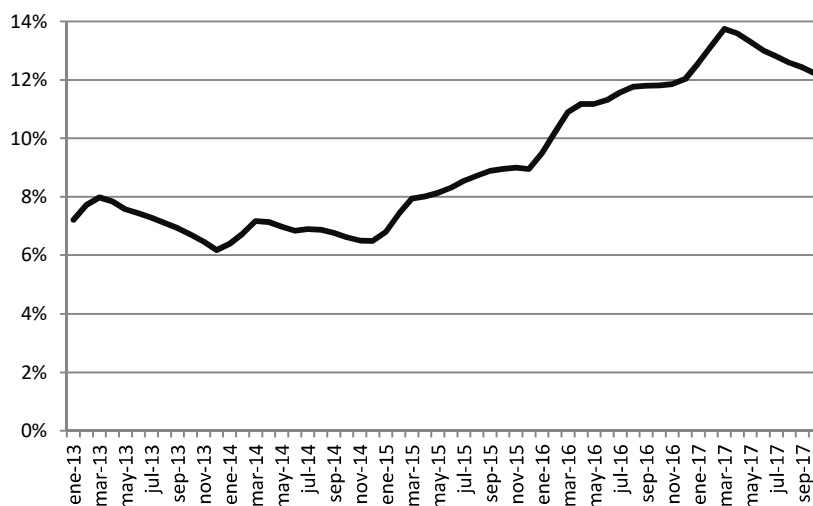
**Gráfico 1.14: Variación interanual de los componentes del PBI de Brasil. Periodo 1T-2017 a 3T-2017**



Fuente: IIE sobre la base de Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística.

En relación al mercado laboral, la tasa de desempleo mostró mejoras notorias luego de alcanzar un nivel máximo (13,7%) en el mes de marzo, cayendo 1,5 p.p. en siete meses, para alcanzar una tasa final de 12,2% en el mes de octubre de 2017. Sin embargo, el mercado laboral fue uno de los más perjudicados por la crisis económica y política de Brasil, debido a que duplicó su tasa de desempleo entre finales de 2013 (cuando alcanzó una cifra de 6,2% durante el mes de diciembre) y la actualidad, tal y como se aprecia en el Gráfico 1.15.

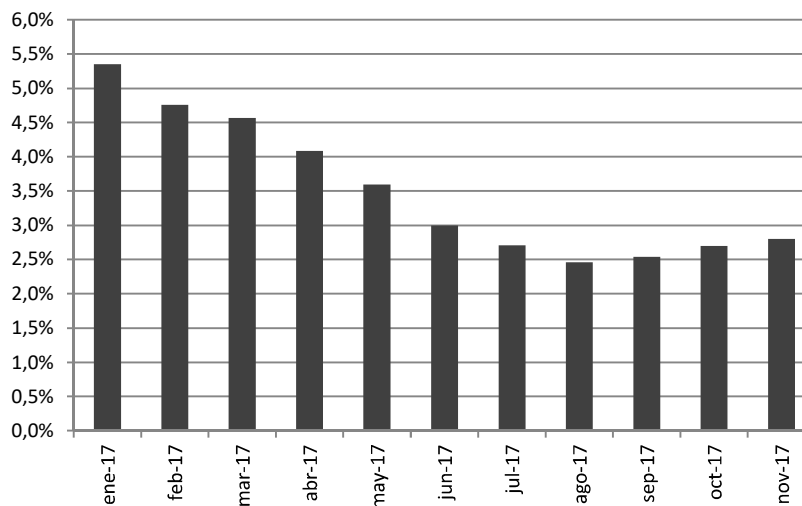
**Gráfico 1.15: Tasa de desempleo en Brasil. Periodo ene-13 a oct-17**



Fuente: IIE sobre la base de Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística.

Por último, el objetivo principal de política monetaria del Banco Central de Brasil se centra en su meta inflacionaria; esta se encontraba fijada en un 4,5%, con intervalos de tolerancia de 1,5 p.p. para el año 2017. En el Gráfico 1.16 se observa que la tasa de inflación tuvo una tendencia decreciente durante 2017, que llevó a que, a partir del mes de julio, se incumpla con el límite inferior tolerable de la inflación para la política monetaria (del 3%); si bien a partir del mes de agosto se presentó un aceleramiento en el nivel de precios, al mes de noviembre la tasa de inflación interanual continuaba por debajo del límite inferior fijado por la autoridad monetaria, alcanzando un incremento de 2,8% del nivel de precios en términos interanuales.

**Gráfico 1.16: Variación interanual del índice de precios al consumidor amplio<sup>6</sup> de Brasil. Periodo ene-17 a nov-17**



Fuente: IIE sobre la base de Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística.

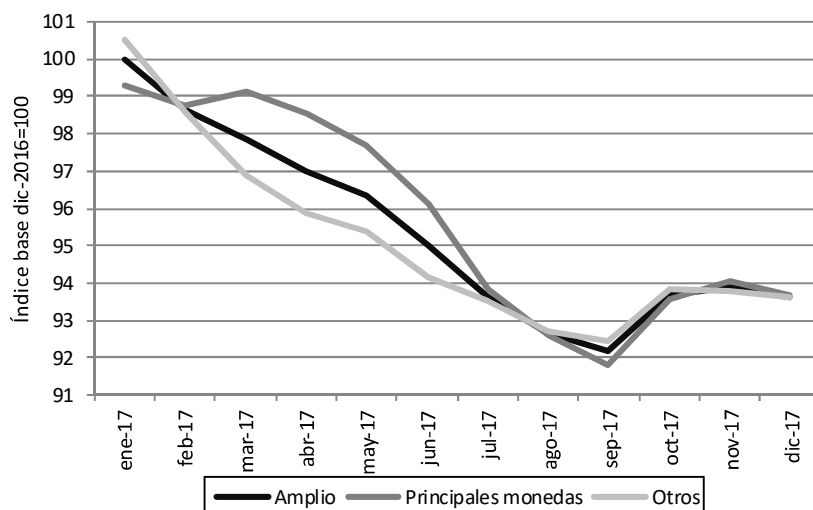
<sup>6</sup> Índice de precios sobre el cual el Banco Central de Brasil fija sus objetivos de política monetaria.

## 1.4. Mercados financieros

Uno de los eventos destacados en los mercados financieros, particularmente en el ámbito cambiario, fue la depreciación que sufrió el dólar estadounidense durante 2017, como se percibe al observar el comportamiento del índice de tipo de cambio real del dólar<sup>7</sup> elaborado por la Reserva Federal de Estados Unidos en el Gráfico 1.17.

El índice muestra una depreciación del dólar de 6,4% para el mes de diciembre de 2017 en comparación con el mismo periodo del año 2016; el comportamiento del dólar fue relativamente uniforme con respecto a sus socios comerciales, depreciándose un 6,3% con respecto a las principales monedas (euro, libra esterlina, yen japonés, dólar canadiense, franco suizo, dólar australiano y corona sueca) y un 6,4% con respecto al resto de los socios comerciales de Estados Unidos (entre los que se encuentran China, México, Rusia, Brasil y Argentina). Uno de los factores internos que permiten explicar este comportamiento fueron las tres subas que presentaron las tasas de interés determinadas por la Reserva Federal durante los meses de marzo, junio y diciembre de 2017.

**Gráfico 1.17: Evolución del índice de tipo de cambio real del dólar. Periodo ene-17 a dic-17**



Fuente: IIE sobre la base de Reserva Federal de Estados Unidos.

La contracara del debilitamiento del dólar fue la apreciación cambiaria que presentó el euro a lo largo de 2017, tal y como se observa en el Gráfico 1.18. La mayor parte de esta apreciación se produjo durante los primeros ocho meses del año, en el cual el tipo de cambio del euro con respecto al dólar estadounidense retrocedió un 12,4%. Además del debilitamiento del dólar, la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo fue otro de los factores que jugó un rol preponderante en el comportamiento del euro durante 2017.

<sup>7</sup> Promedio del tipo de cambio del dólar con respecto a otras monedas, ponderado por el comercio existente con sus socios comerciales.

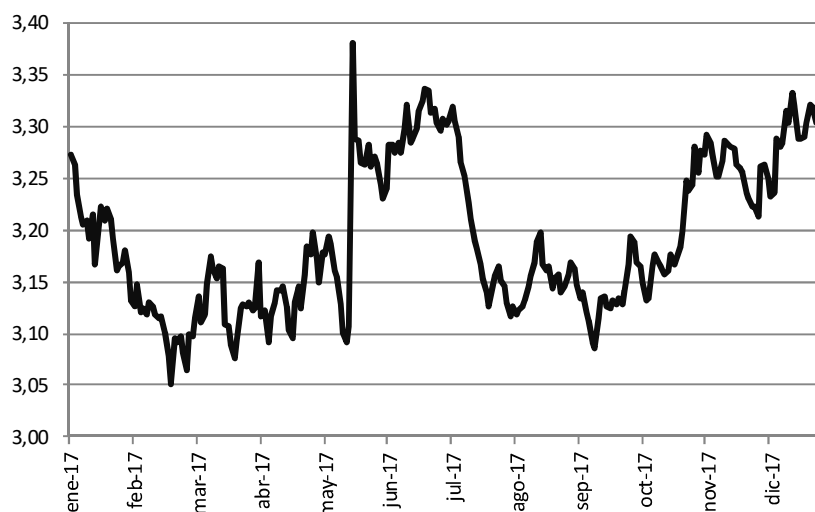
**Gráfico 1.18: Tipo de cambio nominal del euro con respecto al dólar (euros/dólar). Periodo ene-17 a dic-17**



Fuente: IIE sobre la base de Reserva Federal de Estados Unidos.

Con respecto al real brasilero, este presentó una leve depreciación en relación al dólar estadounidense durante 2017 (1,1%), pero su comportamiento mantuvo un curso errático a lo largo del año, como plasma el Gráfico 1.19. Mientras que el tipo de cambio presentó un rumbo decreciente durante los dos primeros meses del año, esta tendencia se revirtió durante los meses de marzo y abril, para concluir con una suba del 8,8% a mediados del mes de mayo, luego de la crisis política derivada de las denuncias de corrupción que recayeron sobre integrantes de la administración pública. Si bien el tipo de cambio se mantuvo en niveles “elevados” hasta mediados del mes de julio, la divisa recuperó los niveles cambiarios previos a la crisis del mes de mayo y concluyó el año con una tendencia creciente en el tipo cambiario.

**Gráfico 1.19: Tipo de cambio nominal del real con respecto al dólar. Periodo ene-17 a dic-17**



Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de Brasil.

En términos reales, se observa en el Gráfico 1.20 que el Índice de Tipo de Cambio Real de la moneda brasilera sufrió una caída de 29,3% entre el mes de septiembre de 2015 y febrero de 2017, lo que se tradujo en un efecto negativo sobre la competitividad. Si bien a partir del mes









