

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

Nº 145 AÑO 14

23 DE NOVIEMBRE DE 2016

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Gustavo Martín

Héctor Rubini

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO

1

PANORAMA DE ARGENTINA

▪ HACIA UN COMPLEJO FIN DE AÑO

2

▪ REACTIVEMOS

8

PANORAMA INTERNACIONAL

▪ DONALD TRUMP PRESIDENTE... ¿Y AHORA?

11

▪ PROYECCIONES DE CRECIMIENTO: AMÉRICA LATINA Y EL MUNDO

14

INDICADORES

18

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-4813-5622
<http://fceye.usal.edu.ar>

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del Instituto de Investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador.

Las opiniones aquí expresadas no representan bajo ningún concepto una posición u opinión de la Facultad o de la Universidad y corresponden exclusivamente a sus autores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador. Se permite la mención de los artículos citando la fuente.

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- El IPC (INDEC) aumentó 2,4% en octubre, mostrando signos de aceleración desde agosto pasado. A su vez, el IPC de la Ciudad de Buenos Aires registró en octubre un aumento de 2,9%, acumulando desde fin de 2015 una inflación de 35,7%.

LO IMPORTANTE

- Aumentan los reclamos de los sectores afectados por el deterioro del salario real, la contracción del consumo interno, el atraso del tipo de cambio real y el ingreso de mercaderías importadas. Se esperan medidas de alivio para los sectores de menores ingresos antes de fin de año.

LO QUE HAY QUE SABER

- La economía argentina sigue sin poder despegarse del persistente escenario de estanflación. No se observan inversiones extranjeras directas significativas, ni signos visibles de una sólida reactivación o de estabilidad de precios. La actual destrucción de empleos con caída del salario real podría profundizarse si no se instrumenta un programa integral, y coordinado, de estabilización y crecimiento.
- La recuperación económica se hace esperar, todos los datos actuales y adelantados sugieren un cuarto trimestre recesivo que probablemente se extienda hasta por lo menos el primer trimestre de 2017. La alta dispersión en las expectativas relevadas por el BCRA sugiere un alto grado de incertidumbre y que aún no se observan “brotes verdes”.
- Contra los deseos y pronósticos de estadounidenses y no pocos observadores del exterior, Donald Trump es el nuevo presidente electo de los EE.UU. Sus futuras políticas, tanto económicas como diplomáticas y estratégico-militares, son por ahora, inciertas. No se espera un drástico abandono de sus propuestas económicas, que mezclan elementos de diferentes experiencias del siglo XX: el proteccionismo de los años '30, el keynesianismo de posguerra y la Reaganomics de los '80.
- Las proyecciones de crecimiento del FMI indican que la economía mundial crecería un 3,2% en 2016 y 3,4% en 2017. En 2017 el PIB de la Unión Europea crecería un 1,7%, el de EEUU un 2,2%, y el de China 6,2%. América Latina podría crecer un 1,7% en 2017 pero prevalece la incertidumbre por el triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EE.UU.

LO QUE VIENE

- El 1° y el 2 de diciembre se realizará una reunión conjunta entre el Presidente Macri y sus ministros, para evaluar el grado de alcance o desvío de los objetivos de política del Gobierno.
- Baja gradual de tasas de interés, a partir de la reducción de las tasas de las Letras del Banco Central de este mes.
- Cortes de energía eléctrica en grandes ciudades a partir del próximo mes.
- Probables definiciones de Donald Trump, respecto de la conformación de sus equipos de gobierno y de las medidas económicas a adoptar apenas asuma como Presidente de los Estados Unidos el próximo 20 de enero.
- Reunión de la OPEP el próximo 30 de noviembre en Viena (Austria). Se espera que se acuerde una reducción del ritmo diario de producción a un rango entre 32,5 y 33 millones de barriles diarios. Sería el primer recorte desde el año 2008 para impulsar una suba de precios del crudo. En principio habría cierta flexibilidad para aumentos en la producción de países afectados por sanciones recientes (Irán) o conflictos armados (Libia y Nigeria).

PANORAMA DE ARGENTINA

HACIA UN COMPLEJO FIN DE AÑO

Héctor Rubini

La economía argentina sigue sin poder despegarse del persistente escenario de estanflación. No se observan inversiones extranjeras directas, ni signos visibles de una sólida reactivación económica, o de estabilidad de precios. La destrucción de empleos y la caída del salario real podría profundizarse si no se instrumenta un programa integral, y coordinado, de estabilización y crecimiento.

1. *La política: entre la economía y los posicionamientos para el año próximo*

No hay grandes novedades de política económica. La economía sigue en estanflación y mientras no se vislumbra una rápida salida de la desastrosa herencia dejada por el gobierno anterior, la actual administración empieza a sufrir las consecuencias de episodios que siguen dando “libreto” a comunicadores y políticos opositores:

- a) Las persistentes dudas en torno de una bolsa de dinero de origen poco claro supuestamente sustraída del domicilio de la vicepresidenta Gabriela Michetti un año atrás.
- b) La intención de varios Diputados Nacionales a incrementar unilateralmente sus ingresos, sumado a la no menos desacertada queja en público del Diputado de Cambiemos Federico Pinedo en el sentido de que “no puede vivir” con menos de \$83.000 mensuales.
- c) El viaje de legisladores de varios bloques, y allegados a Estados Unidos para “observar” las elecciones presidenciales de ese país, que ha recibido fuertes críticas en medios de prensa y redes sociales.
- d) Las expresiones por redes sociales a favor de Hillary Clinton, aun después de su derrota en las elecciones presidenciales de Estados Unidos por parte del jefe de Gabinete Marcos Peña, y sobre todo de la canciller Susana Malcorra y del embajador en Estados Unidos, Martín Lousteau. Esto aceleró pugnas internas en la Cancillería, que terminaron con el reemplazo del vice-canciller Carlos Foradori, por Pedro Villagra Delgado, actual Jefe de Gabinete de la Cancillería, y de la secretaria de Relaciones Económicas Internacionales, María Cristina Boldoroni, por Horacio Reyser, cuya Secretaría absorbería la Agencia de Inversiones, hoy en el Ministerio de Producción.
- e) La percepción de sindicatos y organizaciones sociales de insuficiente respuesta ante los reclamos por aumentos salariales de suma fija bajo la forma de “bonos” u otros.
- f) La **lenta reacción descendente de las tasas de interés**, que recién empieza a insinuarse en las últimas dos semanas con las bajas de las tasas que ofrecen las Letras del Banco Central a 35 días.
- g) El creciente clima de reclamos y protestas, plasmado en marchas casi a diario de organizaciones sociales y partidos políticos opositores.
- h) **Las explosivas declaraciones del ex ministro de Economía de Eduardo Duhalde y Néstor Kirchner, Roberto Lavagna, para quien el actual sendero de endeudamiento público y atraso del tipo de cambio real conduciría inexorablemente a un escenario de colapso.**

El Congreso Nacional, a su vez, está asistiendo al lanzamiento de la campaña electoral para las elecciones legislativas de 2017. La semana pasada la Cámara de Senadores dio media sanción a un proyecto de Ley de Emergencia Social y Alimentaria. El mismo, promovido por partidos opositores a Cambiemos, crea un Consejo de la Economía Popular que fijaría un “salario social complementario”, aumentaría un 15% los valores de la Asignación Universal por Hijo y la Asignación por Embarazo, y promovería la creación de 1 millón de nuevos empleos en cooperativas ad hoc (bajo el llamado “Programa Solidario de Ingreso Social con Trabajo”). **Supone un aumento del gasto público de no menos de \$1.000 M para el mes de diciembre, y entre \$11.000 M y \$ 12.000 M en 2017.** En caso de ser aprobada esa iniciativa como Ley, lo más probable es que sea vetada por el Poder Ejecutivo.

Mientras tanto, no se ha destrabado el debate y votación de la Ley de Presupuesto 2017 y del proyecto oficial de Reforma Política, que instauraría la sustitución del voto en boletas de papel por el voto electrónico. Además, frente a la demora del Ejecutivo en remitir a la Cámara de Diputados el proyecto de Ley para modificar el régimen del Impuesto a

las Ganancias sobre los asalariados, el Diputado Nacional Sergio Massa se anticipó anunciando un esbozo de proyecto alternativo.

Desde el lunes circularon en redes sociales y medios de prensa los supuestos principales puntos del proyecto oficial, **destacándose un irritante aumento (no desmentido por el Ministerio de Hacienda) de la alícuota de 35% a 45% para los perceptores de salarios superiores a los \$ 160.000 mensuales.** Antes del envío del proyecto del Ejecutivo, el Diputado Massa, a su vez, anunció en conferencia de prensa un aparente borrador de proyecto alternativo bastante complejo: 1) propuso aumentar el mínimo no imponible a \$ 34.000 para los solteros sin hijos y a \$ 48.000 para los casados con 2 hijos, 2) para los jubilados limita el pago de este impuesto a los que perciban más de \$ 60.000, 3) aumenta deducciones por cargas familiares, zona desfavorable, intereses de créditos hipotecarios y gasto en empleados de casas particulares, y 4) crea una deducción por alquiler de vivienda. Además, propone reducir la alícuota mínima de 9% a 3%, incorpora la actualización automática de las escalas por ley, e incorpora nuevos impuestos para compensar el eventual costo fiscal, varios de ellos de dudosa oportunidad y justificación:

- a) Un impuesto a la renta financiera de plazos fijos y LEBACs por tenencias superiores a \$ 1 millón, y a los dividendos de acciones.
- b) Un impuesto extraordinario “al dólar futuro”.
- c) Restauración del cobro de retenciones a las exportaciones del sector minero.
- d) IVA para servicios prestados por extranjeros en el país.
- e) Un impuesto específico sobre bebidas energizantes.
- f) Un impuesto al juego, focalizado en las 90.000 tragamonedas declaradas y explotadas de manera legal.

El Poder Ejecutivo finalmente envió su proyecto de Ley al Congreso Nacional que aumenta el mínimo no imponible en un 15%. Los salarios más bajos que pagaban una alícuota de 9% ahora pagarán en un tramo hasta 5 y la alícuota se reduciría a 2% para los nuevos contribuyentes del régimen y por un primer período fiscal. El nuevo proyecto elimina la deducción por cónyuge y por ascendente. A su vez la deducción por cargas de familia comprende a los hijos hasta 18 años, y no hasta 24 como en el régimen vigente. Por otro lado, no se incluyó el aumento de la alícuota de 35% a 45%, que recibió muy fuertes críticas, inclusive de la Diputada Nacional Elisa Carrió, quien señaló en redes sociales que dicha modificación era inconstitucional¹.

2. *La economía sigue en estancamiento*

Las autoridades enfrentan un segundo semestre que había sido desestimado, en principio, en la primera mitad del año, con baja mínima en la inflación esperada, pero sin descenso significativo de la inflación observada, ni reversión de la ya permanente destrucción de empleos y de Producto Interno Bruto:

- a. La inflación medida por el INDEC se ha acelerado. En agosto la decisión judicial de detener el ajuste de tarifas permitió reducir la inflación mensual de 2,0% a 0,2%. Pero esta se aceleró a 1,1% en septiembre y 2,4% en octubre.
- b. La Encuesta de Expectativas de Inflación de la UTDT a nivel nacional muestra en octubre que la mediana de expectativas de los encuestados es de una inflación de 20% para los próximos 12 meses (igual valor que en septiembre), pero el promedio de las respuestas fue de **27,6%**, levemente inferior al promedio de septiembre (29,8%).
- c. La actividad económica no se espera que se reactive en el corto plazo. El Índice Líder del Centro de Investigaciones en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) del mes de octubre ha anticipado un **descenso de 1,39% en la actividad económica**. Según dicha entidad, **la probabilidad de una recuperación económica en los próximos 6 meses cayó de 73% en septiembre a 40% en octubre**.
- d. Según información de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), **en los primeros 9 meses de este año se destruyeron 127.595 empleos formales** de los cuales, 46.163 (36,2%) correspondieron a la construcción, 36.578 a empleados administrativos (28,7%) y 36.257 (28,4%) a operarios de la industria

¹ En el Coloquio de IDEA en Mar del Plata, en el mes de octubre el economista del Consejo de la Producción, Eduardo Levy Yeyati propuso directamente aumentar la alícuota general del Impuesto a las Ganancias a 45%. Hasta el presente no se han conocido los fundamentos de esa propuesta. Ver <http://www.lanacion.com.ar/1947063-eduardo-levy-yeyati-no-es-cierto-que-aca-se-cobra-demasiado-impuesto-a-las-ganancias>.

- manufacturera. Por el contrario, aumentó la dotación de personal del sistema financiero (9.420 nuevos empleos registrados), enseñanza (9.114 incorporaciones), el sector público (6.287), comercio (4.176) y salud (3.747).
- e. El Índice Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) del INDEC acumuló en los primeros 9 meses del año una caída interanual acumulada de **12,8%**. En dicho período se registró una fuerte baja interanual del consumo aparente de diversos insumos para la construcción: asfalto (-26,9%), hierro redondo para hormigón (-19,3%), cemento portland (-12,3%), ladrillos huecos (-10,2%). A su vez al mes de agosto el total de empleados registrados en el sector (392.517) era un 13,5% inferior al de igual mes de 2015-
 - f. El Estimador Mensual Industrial (EMI) del INDEC registró una baja interanual acumulada en el mismo período, de **4,6%**. Las bajas acumuladas interanuales más importantes se observaron en la producción de acero crudo (-18,4%), automotores (-13,8%), lácteos (-13,8%), cemento (-11,4%), detergentes, jabones y productos personales (-10,8%).
 - g. Expectativas del sector industrial: el INDEC realizó el habitual cuestionario a empresarios del sector sobre perspectivas para el 4° trimestre de 2016 respecto de igual trimestre de 2015. En todas las preguntas predomina la expectativa de que no habrá cambio alguno. **El 8,3% espera que aumente la dotación de personal, pero el 10,3% espera que disminuya.** El 14,3% de los encuestados espera que aumente el uso de la capacidad instalada, pero el 20,4% espera que baje. A su vez, **el 21,1% espera un aumento de la demanda interna, pero el 27,2% de los encuestados anticipa una caída respecto de igual trimestre del año pasado.**
 - h. En los primeros 9 meses de 2016 se acumuló un superávit comercial U\$S 2.089 M. Esto significa una importante reversión del déficit observado en igual período de 2015 (- U\$S 1.243 M), pero ha sido fruto de una **caída en las importaciones (-8,9%) superior al descenso interanual de las exportaciones (-1,6%)**. Con tipo de cambio estable, esto refleja fundamentalmente una demanda agregada local más débil que la de nuestros principales socios comerciales. Las mayores caídas interanuales de importaciones en montos absolutos han sido las provenientes de la República Popular China (-U\$S 3.820 M), Brasil (- U\$S 2.990 M), y Estados Unidos (- U\$S 2.631 M). A su vez, **las mayores caídas en las exportaciones se observaron en las destinadas a Brasil (- U\$S 3.553 M), República Popular China (- U\$S 1.289 M), Venezuela (- U\$S 796 M) y Chile (- U\$S 715 M).**

Sin “brotes verdes” ni arribo de inversiones en la economía real, las tensiones en torno de un bono de fin de año han aumentado. Los montos a pagar como suma fija oscilan entre \$1.000 y \$3.000, pero su aceptación no está asegurada. La ministra de Desarrollo Social Carolina Stanley ofreció a representantes de familias indigentes una suma extra de \$250 por hijo a los perceptores de la Asignación Universal por Hijo, aumentar de \$3.200 a \$4.000 el pago a los que trabajan en programas administrados por cooperativas y un bono de fin de año adicional de \$2.000. Frente a esta oferta, los dirigentes de organizaciones sociales, optaron por rechazarla y continuar a posteriori las negociaciones. Por otro lado, el líder del sindicato de docentes de la provincia de Buenos Aires ha anticipado que para el febrero próximo va a exigir un aumento salarial entre 35% y 40%. Esto preanuncia un fin de año conflictivo y con varios gremios ya preparados para reclamar a partir de febrero próximos aumentos salariales no inferiores al 30%².

En estanflación y con una renovada puja distributiva, la relativa estabilidad nominal exige continuar utilizando al tipo de cambio como ancla nominal, mientras los salarios, tarifas públicas y precios al consumidor se sigan deslizando al menos hasta febrero próximo. Lo que no es claro es la sustentabilidad del escenario de estanflación con un tipo de cambio real en descenso y persistente endeudamiento público. Tampoco, si el triunfo electoral de Donald Trump en Estados Unidos forzará o no a cambios en el sendero gradualista de ajuste de tarifas, con metas de inflación bajo dominancia fiscal de un Tesoro con creciente desequilibrios de caja.

Ciertamente, continuar el sendero del gobierno anterior, con déficit fiscal permanente, atraso del tipo de cambio real, déficit de cuenta corriente, y caída del nivel de actividad y del empleo de mano de obra, puede sostenerse un tiempo breve con endeudamiento público y contracción del gasto agregado del sector privado.

² El clima de negociaciones, si bien cordial, no oculta una realidad de creciente malestar que vienen manifestando algunos interlocutores de esos sectores, como Juan Grabois, abogado referente de la Confederación de Trabajadores de la Economía Popular, que representa a trabajadores informales y de cooperativas de trabajo. En declaraciones periodísticas afirmó que “están dadas las condiciones sociales para que haya un desborde en diciembre” que en su opinión serían originados por “las mafias de pauteros, narcotraficantes e incluso policías”. Ver <http://www.eleconomista.com.ar/2016-11-stanley-ofrecio-un-aumento-que-no-convence/>

Su reversión exigirá un programa integral y coordinado de estabilización y crecimiento. De no contarse con una estrategia coherente en esa dirección, la reversión será inducida por las fuerzas de mercado. Como lo ha mostrado la experiencia histórica, sería la salida más costosa en términos de empobrecimiento y pérdida de puestos de trabajo, y sin duda alguna, la más conflictiva.

3. *La visión del FMI*

A pesar la visible demora en observarse mejoras en la economía local, la reciente misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó con un saldo favorable para nuestro país. El pasado 9 de noviembre el organismo levantó la declaración de censura a la Argentina de septiembre de 2012 y febrero de 2013 por el falseamiento de sus cuentas nacionales. Al día siguiente publicó los resultados de la reciente auditoría de los números de la economía argentina según lo previsto en el Artículo IV del Estatuto del organismo.

El organismo ha ponderado positivamente los esfuerzos de la actual administración para normalizar el funcionamiento de la economía argentina. En su comunicado de prensa, el Comité Ejecutivo del FMI afirmó lo siguiente:

“Aunque la corrección de los graves desequilibrios y distorsiones heredados del gobierno anterior era necesaria para sentar las bases de un crecimiento vigoroso en el futuro, inevitablemente tuvo un impacto a corto plazo desfavorable para la economía argentina. Sin embargo, la recesión actual comenzó incluso antes de que entrara en funciones el nuevo gobierno, y **la opción de mantener el insostenible marco de políticas instaurado por el gobierno anterior resultaba sencillamente imposible, ya que hubiera terminado produciendo una repetición de la historia de crisis, contracción y aflicción social y vivida por Argentina**”.

Las recomendaciones de los Directores Ejecutivos, si bien en extremo diplomáticas, no están desalineadas de las diversas observaciones (inclusive críticas) de consenso, de la diversidad de economistas locales que no participa del actual Gobierno:

I. Reformas institucionales para mejorar la eficiencia y la credibilidad del marco fiscal:

- a: adopción de un plan simple y transparente de política fiscal a mediano plazo;
- b: racionalización del gasto público, incluido el gasto salarial;
- c: eliminación de subsidios energéticos mal focalizados y distorsivos;
- d: restablecimiento de la sostenibilidad financiera del sistema previsional
- e: infundir progresividad al sistema impositivo a lo largo del tiempo para reducir la carga tributaria y dotar al sistema de mayor eficiencia.

II. Reducción de la inflación a un dígito:

- a: el ritmo de reducción de la inflación debe tener en cuenta los costos económicos y el impacto distributivo;
- b: los costos económicos y sociales de la desinflación se reducirán si se afianza la credibilidad del marco monetario -en particular estableciéndole al banco central un claro mandato de estabilidad de precio y asegurándole su independencia operativa- y si se **elimina** el financiamiento monetario del déficit fiscal.

III. Reformas por el lado de la oferta para mejorar el clima de negocios y asegurar un crecimiento sólido, sostenido y equitativo:

- a: promover la competencia;
- b: mejorar el marco regulatorio para la energía y los servicios públicos;
- c: adopción de un cuadro tarifario alineado con el recupero de costos;
- d: establecimiento de un sistema de transferencias para proteger a los pobres;
- e: mejorar paulatinamente la calidad de la infraestructura;
- f: reducir las barreras al comercio exterior;
- g: desarrollar los mercados de capitales locales.

Las proyecciones macroeconómicas del organismo son bastante menos optimistas que lo esperado o deseado por varios observadores locales

1. La economía caería 1,8% este año y crecería apenas 2,7% el año próximo. El crecimiento promedio estimado para el quinquenio 2016-2021 sería de sólo 2,2%.
2. La tasa de desempleo laboral descendería del 9,2% de la población económica activa para este año a 6,8% en 2021. Esto supone una tasa de desempleo promedio de 7,9% entre 2016 y 2021, superando al observado entre 2009 y 2014 (7,5%).

CUADRO 1. INDICADORES DE LA ECONOMÍA REAL – PROYECCIONES DEL FMI HASTA 2021

Indicadores	Promedio 2009–14	Fin de 2015	Valores proyectados						Valores Promedio 2016-21
			2016	2017	2018	2019	2020	2021	
			<i>(Var. % anual, salvo indicación en contrario)</i>						
PIB a precios constantes	1,5	2,5	-1,8	2,7	2,8	2,9	3,1	3,3	2,2
Demanda interna	2,6	3,7	-2,2	3,4	3,6	3,6	3,5	3,6	2,6
Consumo total	2,8	4,1	-1,8	2,3	2,7	2,7	2,9	3	2,0
Privado	2,6	3,6	-1,7	2,5	2,8	2,8	3,0	3,1	2,1
Público	4,5	6,6	-2,5	1,6	2,1	2,4	2,5	2,5	1,4
Inversión	1,6	4,2	-3,6	8,2	7,2	7,2	5,9	5,8	5,1
Exportación	-1,0	-0,6	4,5	4,4	4,8	3,8	5,5	4,8	4,6
Importación	4,4	5,6	1,3	6,8	7,6	6,3	6,3	5,6	5,7
Variación de existencias y disc. estadíst. (contrib.al crecimiento)	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inflación IPC (final del período, var. % i.a.)	39,4	20,5	17,5	13,0	10,3	9,4	18,4
Tasa de desempleo (porcentaje)	7,5	...	9,2	8,5	8,3	7,5	6,9	6,8	7,9

Fuente: Fondo Monetario Internacional

3. La demanda interna crecería 2,6%, superando así al crecimiento del PIB. Según el FMI los motores de esa expansión serían las exportaciones (fundamentalmente a partir de 2020) y la inversión, con un fuerte crecimiento entre 2017 y 2019 (+8,2% el año próximo, y +7,2% en 2018 y 2019).
4. Esa expansión de la inversión sería todavía insuficiente para alcanzar al menos una tasa de inversión de 20%. En todo el período proyectado la tasa de inversión pasaría de 15,8% del PIB en 2016 a 18,2% en 2021. **Para el período 2016-2021 la tasa de inversión promedio calculada es de 17,2% del PIB, superando por apenas 0,9 puntos porcentuales a la observada entre 2009 y 2014.**
5. **La inflación convergería a un dígito recién en 2021, no en 2019 como espera el Banco Central de la República Argentina (BCRA).** Los niveles promedio que tiene como meta el BCRA son: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% 12% para 2018 y entre 3,5% y 6,5% para 2019. Las proyecciones razonables para el FMI son bastante superiores: 20,5% para 2017, 17,5% para 2018 y 10,3% para 2019.
6. En línea con la proyección de un crecimiento de la demanda agregada mayor que el de la oferta agregada, la brecha entre ahorro nacional e inversión nacional bruta total (el saldo de la cuenta corriente) arroja un resultado neto negativo para todo el período, con un déficit de cuenta corriente permanente y creciente, de 2,3% del PIB en 2016 a 4,2% del PIB en 2021.
7. Los números del sector externo son menos auspiciosos. **El organismo pronostica un deterioro permanente de los términos de intercambio a partir de 2017, de modo que en el período 2016-2021 prevé un descenso anual promedio de 0,5%. Por consiguiente, a fin de 2021 los términos de intercambio de nuestro país estarían ubicados en un nivel inferior en un 3,2% a los de fin de 2015.**

CUADRO 2. BRECHA AHORRO-INVERSIÓN Y CUENTA CORRIENTE PROYECTADAS POR EL FMI

Indicadores	Promedio 2009-14	Fin de 2015	Valores proyectados						Valores Promedio 2016-21
			2016	2017	2018	2019	2020	2021	
<i>(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)</i>									
Balance ahorro-inversión									
Inversión nacional bruta	16,3	15,9	15,8	16,5	17,1	17,6	17,9	18,2	17,2
Ahorro nacional bruto	15,9	13,4	13,5	13,3	13,5	13,7	13,9	14,0	13,7
Saldo en cuenta corriente	-0,4	-2,5	-2,3	-3,2	-3,6	-3,9	-4,0	-4,2	-3,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional

- En términos de PIB las exportaciones de bienes aumentarían de 53% del PIB en 2016 a 68,9% en 2021 y las importaciones lo harían de 51,6% del PIB en 2016 a 74,5% en 2021. Para 2016-2021, el valor promedio de la relación exportaciones/PIB sería de 61,4%, inferior al 71,9% del período 2009-2014, mientras que la relación importaciones/PIB promedio de 2016-2021 sería de 63,2%, superando al 60,1% del período 2009-2014.
- Luego del aumento de la deuda externa total de 25,2% del PIB en 2015 a 31,7% en 2016, crecería lentamente hasta el 34,6% del PIB en 2020, estabilizándose en ese nivel para 2021.

CUADRO 3. SECTOR EXTERNO DE ARGENTINA. PROYECCIONES DEL FMI

Indicadores	Promedio 2009-14	Fin de 2015	Valores proyectados						Valores Promedio 2016-21
			2016	2017	2018	2019	2020	2021	
<i>(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)</i>									
Exportaciones F.O.B. (bienes, U\$S miles de M)	71,9	56,8	55,3	57,2	59,5	62,0	65,6	68,9	61,4
Importaciones F.O.B. (bienes, U\$S miles de M)	-60,1	-57,2	-51,6	-56,4	-61,1	-65,5	-70,2	-74,5	-63,2
Saldo comercial (bienes, U\$S miles de M)	11,7	-0,4	3,8	0,8	-1,5	-3,5	-4,5	-5,6	-1,8
Saldo comercial (bienes)	2,6	-0,1	0,7	0,1	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,2
Términos de intercambio (var. %)	1,6	-4,0	2,3	-2,9	-1,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,5
Deuda externa total	31,4	25,2	31,7	32,5	33,8	34,5	34,6	34,6	33,6

Fuente: Fondo Monetario Internacional

- Luego del aumento de la deuda externa total de 25,2% del PIB en 2015 a 31,7% en 2016, crecería lentamente hasta el 34,6% del PIB en 2020, estabilizándose en ese nivel para 2021.
- Con relación a la política fiscal el FMI prevé una reducción del peso de los ingresos fiscales y del gasto público en el PIB apenas perceptible, así como de la deuda pública total (del gobierno nacional) sobre el PIB. **El organismo prevé un descenso significativo para el año 2021.**

CUADRO 4. INDICADORES FISCALES DE ARGENTINA. PROYECCIONES DEL FMI

Indicadores	Promedio 2009-14	Fin de 2015	Valores proyectados						Valores Promedio 2016-21
			2016	2017	2018	2019	2020	2021	
<i>(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)</i>									
Saldo primario	-1,7	-5,4	-5,6	-5,1	-4,1	-3,0	-2,0	-1,8	-3,6
Gobierno federal	-1,4	-5,0	-4,8	-4,5	-3,6	-2,5	-1,4	-1,3	-3,0
Saldo global	-2,7	-6,6	-7,3	-6,9	-6,2	-5,0	-3,8	-3,6	-5,5
Gobierno federal	-2,4	-6,2	-6,5	-6,3	-5,6	-4,4	-3,2	-3,0	-4,8
Ingresos fiscales	30,7	34,0	32,5	32,3	32,2	32,0	31,8	31,7	32,1
Gasto primario	33,1	39,4	38,0	37,4	36,3	35,0	33,8	33,5	35,7
Deuda pública total (federal)	43,3	52,1	51,8	51,1	51,2	50,0	48,4	47,5	50,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional

12. Según el organismo el promedio proyectado para la relación ingresos fiscales/PIB entre 2016 y 2021 sería de 32,1%, superior al 30,7% de 2009-2014. A su vez el gasto primario promedio entre 2016 y 2021 sería de 35,7%, superando también al promedio del período 2009-2014: 33,1%.

13. La deuda pública total del gobierno nacional promedio de 2016-21 descendería recién a partir de 2020, pero el promedio en este período sería de 50% del PIB, superando al 43,3% de 2009-2014.

En suma, un diagnóstico que no se aleja del consenso de la gran mayoría de los economistas locales. Lo que sí muestra es que, sin cambios más audaces en el mercado interno, y si no mejora de alguna forma el escenario internacional, la “transición” hacia una economía con estabilidad y crecimiento puede ser demasiado larga. Al menos para las ansiedades y reclamos que han empezado a ser cada vez más visibles en las últimas semanas.

REACTIVEMOS

Gustavo Martín

La recuperación económica se hace esperar, todos los datos actuales y adelantados sugieren un cuarto trimestre recesivo que probablemente se extienda hasta por lo menos el primer trimestre de 2017. La alta dispersión en las expectativas relevadas por el BCRA sugiere un alto grado de incertidumbre y que aún no se observan “brotes verdes”.

1.- Recesiones en Argentina

Técnicamente una recesión se define como un período de tiempo en el que al menos hubo dos trimestres de variaciones trimestrales negativas (ajustadas por estacionalidad). Existe acuerdo en cuanto a los trimestres de inicio y final de las recesiones en Argentina.

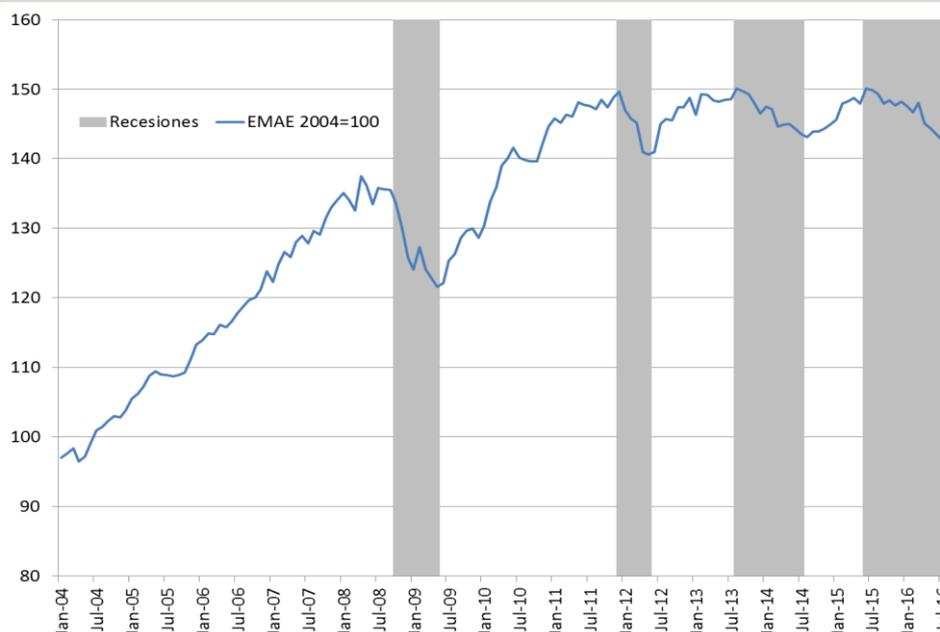
No obstante, según la serie que se use y el algoritmo aplicado, puede diferir la fecha exacta de inicio cuando se trata de precisar en qué mes. En este caso se recurre al trabajo publicado por Martín (2012)³ para las fechas hasta 2004 y se recurre al mismo algoritmo utilizado en ese trabajo para fechar las recesiones posteriores utilizando el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) publicado por el INDEC. De esta manera se obtienen los siguientes períodos recesivos:

Inicio	Fin
Dic-94	Sep-95
Jul-98	Jul-99
Feb-00	Ago-00
Feb-01	Ago-02
Oct-08	May-09
Dic-11	Jun-12
Ago-13	Ago-14
Jun-15	actual

Los datos indican que la actual recesión comenzó en junio de 2015 y lleva 15 meses de duración, convirtiéndose en la más larga desde la crisis de 2001. En rigor desde enero de 2007, la economía estuvo 41 de 105 meses en recesión, es decir un 35% del tiempo

³ Gustavo Martín (2012), “Predicción de Recesiones en Argentina”, documento de trabajo N °4, USAL.

GRÁFICO 1: RECESIONES EN ARGENTINA DESDE 2004



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

2.- La Recesión actual

El último dato publicado del EMAE a agosto de 2016 resultó superior al de julio mostrando una variación de 0,2% luego de 4 meses con caídas mensuales. No obstante, con un solo dato positivo no es prudente declarar el fin de la actual recesión que ya lleva más de un año. Es más, los datos coincidentes de la actividad muestran que hasta septiembre y octubre, ninguno sustenta siquiera la creencia de un fin cercano para la recesión.

En lo que respecta al futuro de la actividad económica, el Índice Líder de la Universidad Di Tella volvió a caer echando por tierra las esperanzas de una recuperación este año. En octubre de este año cayó 1,39% respecto del mes anterior y 12,12% interanual, la mayor caída de los últimos ocho meses. En el informe, también se publica la probabilidad de salir de la recesión. Mientras que para septiembre la probabilidad alcanzaba un 73% augurando una posible recuperación a partir de entonces, en octubre esta probabilidad se desplomó a 40%. De esta manera, lo que sugiere este indicador es que la caída en la actividad económica continuará por lo menos durante lo que resta del año.

Si bien el índice líder de la UTDT tiene cierto grado de acierto, existen, además, otras variables que se anticipan a una reactivación o recesión en la actividad económica y que permiten confirmar o descartar el diagnóstico de la situación futura de la economía. Tales variables son (Fuente: INDEC):

- Producción de acero crudo
- Evolución de la industria metalmeccánica (exc. Autos)
- Importaciones de bienes de capital
- Importaciones de piezas y accesorios para bienes de capital

La producción de acero crudo lleva 14 meses de caídas interanuales consecutivas. No obstante, este año acumula un crecimiento de 1,3% al mes de octubre. Por su parte, **la industria metalmeccánica arrojó variaciones interanuales negativas desde febrero a septiembre de este año, y sin variación interanual en octubre. Sin embargo, entre diciembre del año pasado y octubre de este año creció 10,2%.**

CUADRO 5: DATOS COINCIDENTES DE ACTIVIDAD

	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16
EMAE (2004=100 INDEC) Var % a/a	-4,8%	-4,3%	n/d	n/d
Var % m/m, desest.	-0,6%	0,2%	n/d	n/d
Producción Industrial (OJF) Var % a/a	-7,4%	-4,8%	-4,7%	n/d
Var % m/m, desest.	0,6%	-0,9%	-0,4%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var % a/a	-8,7%	-4,1%	-8,0%	n/d
Var % m/m, desest.	1,3%	0,3%	-2,6%	n/d
Producción Industrial (EMI 2004=100 -INDEC) Var % a/a	-7,9%	-5,7%	-7,3%	n/d
Utilización de la Capacidad Instalada (2004=100 INDEC)	62	63,6	63,9	n/d
Var % m/m	-4,5%	2,6%	0,5%	n/d
Energía Eléctrica Demanda Promedio Var % a/a (CNEA)	0,1%	-2,6%	-1,8%	n/d
Producción Automotriz (ADEFA) Var % a/a	-16,7%	-11,2%	-19,6%	-16,4%
Venta de autos O Km (ADEFA) Var % a/a	-6,3%	7,3%	10,3%	9,0%
ISAC Nuevo (INDEC) Var % a/a	-23,1%	-3,7%	-13,1%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var % a/a	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,8
Var % m/m, desest.	5,6%	-6,5%	3,6%	-0,8
Despachos de Cemento (AFCP) Var % a/a	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%
Venta en supermercados (INDEC) Var % a/a	30,0%	21,2%	n/d	n/d
Ctros. de Compras - Shopping (INDEC) Var % a/a	28,3%	12,7%	n/d	n/d

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, CNEA, ADEFA, Grupo Construya y AFCP

Los datos de importaciones de bienes de capital hasta septiembre muestran un comportamiento errático con períodos intercalados de crecimiento y caídas interanuales, pero desde diciembre acumulan un crecimiento de 15,9%. Finalmente, las importaciones de piezas y accesorios para bienes de capital muestran variaciones negativas interanuales desde abril de este año hasta septiembre (-27,9%) y acumulan en el año un magro crecimiento de 1,3%. En lo que se refiere a las expectativas de crecimiento del PIB relevadas por el BCRA en octubre pasado, mostraron mucha dispersión y por lo tanto incertidumbre tanto para el último trimestre de 2016 como para el primero de 2017.

CUADRO 6: EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO REM

PIB a precios constantes						
Período	Referencia	Mediana	Promedio	Desvío	Máximo	Mínimo
Trim. IV-16	var. % trim. s.e.	1,0	0,9	1,0	2,6	-1,8
Trim. I-17	var. % trim. s.e.	1,4	1,3	0,8	2,8	-2,5

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

De esta manera, se refuerza la presunción que la recesión todavía no acabó y que esta aun continuara a lo largo de último trimestre de este año y probablemente continúe durante el principio del primer trimestre de 2017. Es evidente que tanto el mal clima de todo este año, como la recesión en Brasil y una política fiscal expansiva pero cuyo déficit se mantiene con deuda para financiar el gasto corriente y no el de capital, conspiraron para que la recesión que comenzó hacia mitad del año pasado se mantenga e incluso haya empeorado. De esta manera, el crecimiento esperado de la economía el año que viene podría deslucirse en vistas que sólo se debería al incremento en el gasto público con fines electorales y no a una reactivación de la actividad con miras a extenderse en el tiempo.

PANORAMA INTERNACIONAL

DONALD TRUMP PRESIDENTE... ¿Y AHORA?

Héctor Rubini

Contra los deseos y pronósticos de estadounidenses y no pocos observadores del exterior, Donald Trump es el nuevo presidente electo de los EE.UU. Sus futuras políticas, tanto económicas como diplomáticas y estratégico-militares, son por ahora, inciertas. No se espera un drástico abandono de sus propuestas económicas, que mezclan elementos de diferentes experiencias del siglo XX: el proteccionismo de los años '30, el keynesianismo de posguerra y la *Reaganomics* de los '80.

1. *El triunfo menos esperado (¿o menos deseado?)*

Contra la gran mayoría de los pronósticos, el candidato Republicano Donald Trump ganó la elección presidencial del pasado 8 de noviembre. **Trump logró más electores propios que Hillary Rodham Clinton con una cómoda diferencia: 290 (53,9% del total de electores) contra 232 (43,1%).** El escrutinio definitivo confirmó que la candidata Demócrata obtuvo la mayor cantidad de votos: **63.620.704, contra 61.900.651 de Trump.** Este último se impuso en **29 de los 50 estados del país.** Hillary Clinton obtuvo más del 60% de los votos en Washington DC (90,9%), Hawaii (62,2%), California (61,7%) y Massachusetts (60,8%). Trump, a su vez, recibió más del 60% de los votos en West Virginia (68,7%), Wyoming (68,2%), Oklahoma (65,3%), Dakota del Norte (63,0%), Kentucky (62,5%), Alabama (62,2%), Dakota del Sur (61,5%), Tennessee (61,1%), Arkansas (60,6%) y Nebraska (60,2%). Cabe observar que **el 42,7% del padrón electoral no fue a votar, siendo este el mayor porcentaje de abstencionismo observado desde 2006.**

Este resultado le ha asegurado al Partido Republicano la mayoría absoluta propia en las dos cámaras del Congreso Nacional. Además, se espera que antes de abril consolide una mayoría Republicana en la Corte Suprema, de modo que al menos hasta fin de 2018 se observará una visible subordinación de los poderes Legislativo y Judicial al Ejecutivo.

El resultado muestra que Trump supo convencer a amplios sectores disconformes con la gestión de Barack Obama. Los números de encuestas de boca de urna muestran que fue el preferido de una porción apreciable de sectores que podrían verse afectados por las iniciativas del candidato republicano:

- a. El 54% de las mujeres votó a Hillary Clinton, pero ese porcentaje fue de 55% en la elección de 2012.
- b. El 55% de los jóvenes entre 18 y 29 años votó a la candidata demócrata Clinton, pero en 2012 el 60% de los jóvenes de esa franja etaria había votado a Obama. En ambas elecciones, sin embargo, se mantuvo estable el 37% de votantes de esos jóvenes al Partido Republicano. Además, **Trump obtuvo el 53% de los votos de personas de 45 o más años de edad.**
- c. El voto de los hispanos no fue previsto por ningún pronóstico: en 2012 el 71% había optado por Obama y el 27% por el republicano Romney, pero en esta elección el 65% votó por Clinton y el 29% por Trump (**creció 2 puntos la preferencia por los Republicanos, y cayó 6 puntos la preferencia por los Demócratas**).
- d. En las pequeñas ciudades y áreas rurales, **en 2012 los Demócratas obtuvieron el 48% de los votos y los Republicanos el 50%. En esta elección la candidata Demócrata logró apenas el 34% de los votos (14 puntos menos que Obama), mientras que Trump se alzó con el 62%, ampliando así la brecha de 2 a 28 puntos.**
- e. El candidato Republicano obtuvo el 52% de votos de personas de educación universitaria incompleta y del 51% de personas con secundaria completa o menor nivel de educación. Hillary Clinton, fue votada por el 49% de graduados universitarios y 58% de profesionales con posgrado completo.
- f. Entre los que están más preocupados por la economía estadounidense, el 52% votó a Clinton. A su vez entre quienes consideran que está bien la situación económica en el país, el 76% votó a Hillary Clinton, y el 83% de los que entienden que está muy bien. Por el contrario, Trump fue el preferido del 55% de quienes afirman que la situación de la economía es regular, y el 79% de quienes entienden que la situación es mala.

- g. En término de ingresos, la mayor parte de los votantes con un ingreso mensual de U\$S 50.000 o más, votó a Trump (49% de los votos de ese segmento), mientras que **el 52% de los perceptores de menores ingresos optaron por Hillary Clinton.**

2. *La transición hasta la asunción*

El próximo 20 de enero asumirá Trump como presidente. Tiene menos de dos meses para armar y organizar su equipo, algo que no le resulta hasta ahora nada fácil. Sus afirmaciones temerarias, no exentas de expresiones de pésima educación, inclusive hacia la propia Hillary Clinton, le ha restado apoyos hasta dentro del Partido Republicano. Con algunos dirigentes está en proceso de reconciliación algo forzada: **no abundan idóneos interesados en integrar sus equipos de gobierno.** En materia económica tampoco: **más de 700 economistas, incluyendo varios Premios Nobel y no pocos provenientes de universidades de tradición libremercadista llamaron a votar contra Trump.**

De las propuestas de campaña, una de las más controvertidas, se perfila como la más factible: **la deportación de extranjeros indocumentados o ilegales, sin descartarse un aumento del rigor de los controles previos para ingresar a EE.UU.** Las manifestaciones contra Trump si bien han amainado un poco, no han cesado, y reflejan la preocupación de inmigrantes no simplemente por el futuro endurecimiento de las normas sobre movilidad de personas, sino por **el temor a la inacción policial e inclusive judicial frente al resurgir de grupos violentos locales.** El Ku Klux Klan ha confirmado varias veces un importante desfile para diciembre, en celebración del triunfo de Trump, y también han manifestado su apoyo diversos grupos neonazis y nacionalistas locales que reivindican la supremacía racial de los anglosajones protestantes.

En el plano externo, a su vez, se perfila un endurecimiento de la relación con la República Popular China y un acercamiento cauteloso a Rusia. Ahora bien, si la idea primaria es la de “disciplinar” a China, la administración Trump no tendrá muchos márgenes de acción: ante restricciones comerciales de Washington, los bancos estatales chinos pueden vender abruptamente bonos del Tesoro y provocar en cualquier momento una nueva “crisis Subprime”. Y si la economía estadounidense se cierra contra todo el mundo, es inevitable una andanada de represalias arancelarias y no arancelarias que bloquearán el comercio mundial. Los efectos de la Ley Smoot-Hawley de 1930 bien podría repetirse. Ante una medida proteccionista unilateral, cae de maduro una guerra de represalias y contra-represalias comerciales y cambiarias. Resultado: **caería el comercio, la actividad y el empleo en prácticamente todo el mundo y, con certeza, también en los EE.UU.**

3. *Trump y la economía*

En materia económica, es todavía incierto qué hará el nuevo presidente. ¿Se supone que Trump no debiera cometer errores en la materia, y que el pragmatismo y su “olfato” como hombre de negocios prevalezca por sobre iniciativas más emocionales que racionales? Por ahora, al menos, nadie lo sabe.

Al cierre de este informe no tenía conformado su equipo económico, ni tampoco se han hecho anuncios concretos sobre nada. Lo único con lo que se cuenta es con los anuncios de campaña que **combinan de una manera algo voluntarista, elementos de la “Reaganomics” de los ’80, del keynesianismo vía obras públicas del “New Deal” y de la segunda posguerra, y del proteccionismo y bilateralismo de la primera mitad de los años ’30.**

En la campaña electoral propuso reducir de 35% a 15% la alícuota de impuestos a los ingresos de las empresas, desgravar utilidades de filiales en el exterior de empresas de EE.UU., casi cuadruplicar los mínimos no imponibles para el impuesto a los ingresos de personas físicas, y reducir de 7 a 3 las categorías de contribuyentes individuales al impuesto a los ingresos, con alícuotas nominales de 12%, 25% y 33%. Para las empresas eliminaría las deducciones tributarias, salvo las afectadas al financiamiento de Investigación y Desarrollo. Para los individuos, en cambio aumentarían sustancialmente las deducciones, de modo que los perceptores de menos de U\$S 75.000 anuales, afectados por una futura alícuota nominal de 12% a los ingresos, no pagarían nada por este impuesto. También prevé una exención de impuestos para fondos en cajas de ahorro para los niños o ancianos del grupo familiar. Los capitales que sean repatriados para inyectar capital a empresas existentes o nuevas pagarían una tasa uniforme de 10%.

Los equipos de Trump sostienen que su programa reduciría los ingresos fiscales en una década en U\$S 2,6 billones por año. Esto se compensaría con ahorros asociados a la reforma de la política comercial por U\$S 1,6 billones. **El déficit fiscal aumentaría entonces en U\$S 800.000 millones**, pero se podría reducir con recortes en gastos y transferencias sin afectar el gasto en defensa ni el gasto social (“entitlements”). Algo difícil cuando no prevé ninguna reducción del gasto en defensa y **se ha anunciado un incremento del gasto en obras de infraestructura de U\$S 1 billón en una década**. Es inevitable, obviamente, un aumento del déficit fiscal que se financiaría con deuda pública, provocando un aumento de tasas de interés que podría tener efecto negativo en la actividad económica y en los ingresos fiscales. Obviamente, los economistas del Partido Demócrata, entienden que la brecha fiscal y el endeudamiento necesario para financiarlo será mayor, y que el impacto favorable de las propuestas de Trump sobre la actividad real y el empleo no son más que voluntarismo (“*wishful thinking*”).

La suba de tasa de interés, que ya se ha descontado dentro y fuera de EE.UU., podría atraer capitales de los mercados emergentes. Esto dependerá de su magnitud y de su gradualidad o no. Si aumenta la demanda de dólares en el mundo, será inevitable su apreciación. En consecuencia, el probable escenario de déficit fiscal, endeudamiento, suba de tasa de interés y atraso de tipo de cambio real es claramente recesivo e inflacionario. Cualquier desvío no deseado obligaría a abandonar el esquema keynesiano-proteccionista combinado con una baja de impuestos inspirada en la “Reaganomics” de los ’80.

Como si esto fuera poco, Trump no ha dado marcha atrás, hasta ahora, en su intención de derogar la Ley Dodd-Franck de 2010, que restauró las barreras legales de la Ley Glass Steagall de 1933 para evitar el libertinaje financiero previo al crack bursátil de 1929. **Derogar la Ley Dodd-Franck apunta sólo a restaurar privilegios para el sector financiero, si no que podría echar por tierra las tareas de casi una década del G-20 para mejorar la arquitectura jurídica del sistema financiero internacional.**

Por otro lado, es retornar a la libre especulación con derivados eludiendo exigencias de capitales mínimos a través de cuentas fuera de balance, entre bancos comerciales, de inversión, aseguradoras, fondos de inversión y cuentas en paraísos fiscales.

Este riesgo que podría exacerbarse si con el Congreso dominado por los Republicanos aumentan las presiones sobre la Reserva Federal y su política monetaria, violentando su independencia operativa. Algo que no se puede descartar, dado el manifiesto interés de Donald Trump de remover a Janet Yellen, cuyo mandato termina el 3 de febrero de 2018, y a completar con hombres de su confianza las dos sillas vacantes en el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

En lo que respecta a nuestro país, si a partir del próximo 20 de enero pasa a enfrentar un escenario de mayor proteccionismo, suba de tasas de interés y apreciación del dólar, será inevitable una futura depreciación del peso, salvo cierta apreciación por ingresos transitorios de divisas. **En presencia de déficit fiscal, déficit de cuenta corriente y estanflación, mantener el dólar fijo atrasaría aún más el tipo de cambio real respecto del resto de las monedas que se deprecien respecto del dólar.**

En ese caso, el ingreso de capitales de este año en nuestro país puede revertirse, conduciendo a salidas netas de divisas que pondrían en serio riesgo la estabilidad macroeconómica de nuestro país. **Todo dependerá de las decisiones de la nueva conducción de la Casa Blanca, y de cómo se ajustarán nuestras autoridades a un nuevo escenario externo, cuya configuración precisa es, hasta ahora, totalmente desconocida.**

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO: AMÉRICA LATINA Y EL MUNDO

Eloy Aguirre

Las proyecciones de crecimiento del FMI indican que la economía mundial crecería un 3,2% en 2016 y 3,4% en 2017. En 2017 el PIB de la Unión Europea crecería un 1,7%, el de EEUU un 2,2%, y el de China 6,2%. América Latina podría crecer un 1,7% en 2017 pero existe incertidumbre por el triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EE.UU.

1. Panorama general

En octubre pasado el Fondo Monetario Internacional presentó las proyecciones mundiales de indicadores económicos⁴. Entre las principales proyecciones indica que el PIB mundial crecería en 2016 un 3,08%, levemente menor al crecimiento del 2015 que fue 3,2%. Además, según las estimaciones del FMI la economía mundial podría crecer en 2017 un 3,4%. Por su parte, la Unión Europea presenta estimaciones de crecimiento para 2016 de 1,9% y 1,7% en 2017, para EEUU se proyecta en 2016 un crecimiento menor al del año 2015, 1,58% y según las estimaciones del FMI se recuperaría en 2017 creciendo al 2,2%.

En el caso de China, el FMI proyecta una leve desaceleración que pasaría de una tasa de crecimiento del PIB del 6,6% para 2016 al 6,17% en el año 2017 y Japón continúa con tasas de crecimiento del PIB del orden del 0,5% para 2016 y 0,5% en 2017.

La reducción en la estimación de la tasa de crecimiento de EEUU en 2016, se debe principalmente al bajo nivel de la inversión privada, la desaceleración del crecimiento industrial y la disminución de la productividad laboral. Incluso la industria manufacturera cayó 3,7% interanual en el segundo trimestre de 2016. En contraste, el desempleo bajó al 4,9% y se fortaleció el consumo interno que creció en el primer semestre de 2016 un 3% interanual.

Por su parte China muestra signos de fortalecimiento en el corto plazo, la producción industrial presenta un crecimiento del 5,4% interanual en el tercer trimestre de 2016 y la construcción aumentó 6% en el mismo período. Igualmente, el alto endeudamiento de las empresas privadas chinas y la baja transparencia de las empresas estatales continúan generando fragilidad financiera que podría traer problemas en el futuro.

A raíz de esta situación la Comisión Regulatoria de los Bancos en China⁵ limitó a los bancos a invertir un máximo de 35% de productos estructurados (*wealth management*) en activos no estándar de crédito (*non-standard credit assets*). Estos activos son líneas de crédito donde el interés o el capital han permanecido impagos por un determinado período de tiempo⁶. También se denominan de esta forma aquellos préstamos en riesgo de incumplimiento, y luego de 90 días pasan a la categoría de *non-estándar credit assets*.

2. América Latina

En el cuadro 7 se observan los datos y proyecciones de crecimiento, inflación y desempleo de las principales economías de América Latina, EEUU, Japón, China la Unión Europea y el Mundo. Se observa que para América Latina la tasa de crecimiento del PIB fue 0% en 2015, según la proyección del FMI en 2016 caería 0,5% y en 2017 podría crecer 1,59%.

La proyección de una leve disminución del crecimiento para el año 2016 se debe principalmente a la recesión en Brasil (caída del PIB mayor a 3 p.p.), disminución de la tasa de crecimiento argentina del orden del 1,8 p.p. y las respectivas caídas de Venezuela (-10 p.p.) con una profunda crisis económica e institucional y Ecuador (-2,3 p.p.) país exportador de petróleo al igual que Venezuela.

⁴ Perspectivas de la Economía Mundial. Demanda Reprimida: Síntomas y Consecuencias. Octubre 2016 FMI.

⁵ China Banking Regulatory Commission.

⁶ En general tienen un máximo de 90 días.

CUADRO 7: TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB, DESEMPLEO E INFLACIÓN 2015 Y PROYECCIONES

	Crecimiento del PIB %			Tasa de Desempleo			Inflación %		
	2015	2016p	2017p	2015	2016p	2017p	2015	2016p	2017p
Mundo	3,19	3,08	3,44				2,86	3,16	3,22
UE	2,32	1,92	1,69	10,9	10,0	9,6	0,17	0,84	1,32
EEUU	2,59	1,58	2,20	5,2	4,9	4,8	0,73	1,82	2,56
Japón	0,54	0,51	0,56	3,4	3,2	3,2	0,19	-0,13	0,65
China	6,90	6,59	6,17	4,0	4,0	4,0	1,60	2,30	2,30
Latinoamérica	-0,003	-0,55	1,59				6,21	5,12	3,91
Brasil	-3,84	-3,27	0,49	8,5	11,2	11,5	10,7	7,25	5,0
México	2,46	2,09	2,32	4,3	4,0	3,9	2,13	3,26	3,14
Argentina	2,46	-1,76	2,73	6,5	9,2	8,5	26,9 ⁷	39,4	20,5
Colombia	3,08	2,17	2,69	8,9	9,7	9,6	6,77	5,95	3,68
Chile	2,30	1,70	1,98	6,2	6,9	7,6	4,40	3,46	3,0
Uruguay	0,98	0,10	1,20	7,5	7,9	8,5	9,43	9,90	8,80
Perú	3,28	3,75	4,12	6,0	6,0	6,0	4,40	2,94	2,50

Fuente: Elaboración propia en base a FMI

Por otro lado, Perú muestra una perspectiva de incremento del PIB del 3,7% para 2016 y 4,1% en 2017. El crecimiento peruano está impulsado principalmente por el sector minero, el consumo privado y la inversión pública, que crecieron en el primer semestre de 2016 un 20%, 3,5% y 16,5% respectivamente.

Según el FMI, México y Colombia mantienen sus estimaciones de crecimiento del PIB para 2016 y 2017 por encima del 2%. En México la inversión privada aumentó 2,7% y en el consumo privado un 2,9% interanual en el primer semestre de 2016. En el caso de Colombia la producción industrial aumentó en el primer semestre de 2016 un 4,3% interanual y la construcción un 3%. Para la Argentina la recuperación llegaría recién en el año 2017 con un 2,7% de crecimiento del PIB.

De acuerdo a las proyecciones del organismo, América Latina se recuperaría en 2017 año en el que el PIB de Brasil dejaría de caer y el resto de las economías aumentarían sus tasas de crecimiento. A su vez, la última encuesta de mercado del Banco Central de Brasil⁸, indica una proyección de crecimiento del PIB para el año 2017 del 1,1%, un incremento de la producción industrial del 1,1% y una estimación de inflación del 5%, mostrando mayor confianza para la salida de la crisis brasileña.

Por otro lado, durante el primer semestre de 2016 existió un incremento de flujo de capitales hacia economías emergentes específicamente en instrumentos de cartera (compra de activos), debido a la política monetaria de los bancos centrales de las economías avanzadas que presentan tasas bajas. Como consecuencia de estos flujos la mayoría de las monedas de las economías latinoamericanas se apreciaron en el primer semestre de 2016. En Brasil la moneda local se apreció nominalmente contra el dólar un 20%, en Colombia la apreciación fue del 10%, 9% en Chile, 8% en Uruguay y en el caso de México se depreció un 2%.

En el cuadro 7 también se puede observar que la tasa de desempleo observada y proyectada de los países latinoamericanos, es sustancialmente mayor a las de EEUU, Japón, China y países de Europa como Alemania y Reino Unido, con excepción de México.

A su vez, los diversos datos y proyecciones de inflación muestran que en América Latina la variación de precios es mayor a la de Europa, China y países desarrollados. El promedio proyectado de inflación mundial en 2016 es 3,2% y para Latinoamérica 5,1%. Entre los países latinoamericanos se destaca por su baja inflación Perú con una proyección del

⁷ Medida por índice de precios de la Ciudad de Buenos Aires.

⁸ Focus – Relatório de Mercado del 11/11/2016

2,9% en 2016, mientras que por alta inflación resalta Argentina donde se estima una variación de precios del 39,4% en 2016 que se reduciría al 20% en 2017⁹.

En cuanto a la restricción externa de los países latinoamericanos, el cuadro 8 muestra la cuenta corriente de algunos países de América Latina en millones de dólares y como porcentaje del PIB para el año 2015 y la proyección del 2016 según el FMI.

Durante el año 2015 la mayoría de los países de América Latina presentaron déficit de cuenta corriente y se proyecta para 2016 una reducción del déficit de cuenta corriente en todas las economías.

Colombia tuvo un déficit de cuenta corriente en 2015 mayor al 6% del PIB y Perú superó el 4% de su PIB. Asimismo, Venezuela presentó un déficit de cuenta corriente en 2015 de U\$S 20.360 millones que representa un 7,8% del PIB. Los desequilibrios de cuenta corriente en la región tienen que ver principalmente con la caída del precio internacional del petróleo de los últimos dos años, la desaceleración del crecimiento de China y la apreciación real de las monedas.

CUADRO 8: DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE

	Cuenta Corriente en millones de U\$S		Cuenta Corriente % del PIB	
	2015	2016p	2015	2016p
Latinoamérica	-182.183	-114.044	-3,56	-2,28
Brasil	-58.882	-14.109	-3,32	-0,79
México	-32.707	-29.031	-2,86	-2,73
Argentina	-15.941	-12.718	-2,53	-2,35
Colombia	-18.755	-14.311	-6,42	-5,22
Chile	-4.765	-4.550	-1,98	-1,94
Uruguay	-1.864	-1.586	-3,51	-2,92
Perú	-8.374	-6.801	-4,36	-3,77

Fuente: Elaboración propia en base a FMI

Además, la mayoría de las economías latinoamericanas presentan déficit fiscal, en el año 2015 el déficit fiscal como porcentaje del PIB de Brasil fue 9,7%. Argentina presentó un déficit fiscal en 2015 mayor al 6,1% del PIB, México 4,6% del PIB, Uruguay 3,8%, Colombia 3,6%, Chile 2,0% y Perú tuvo un déficit fiscal en 2015 del 1,7%.

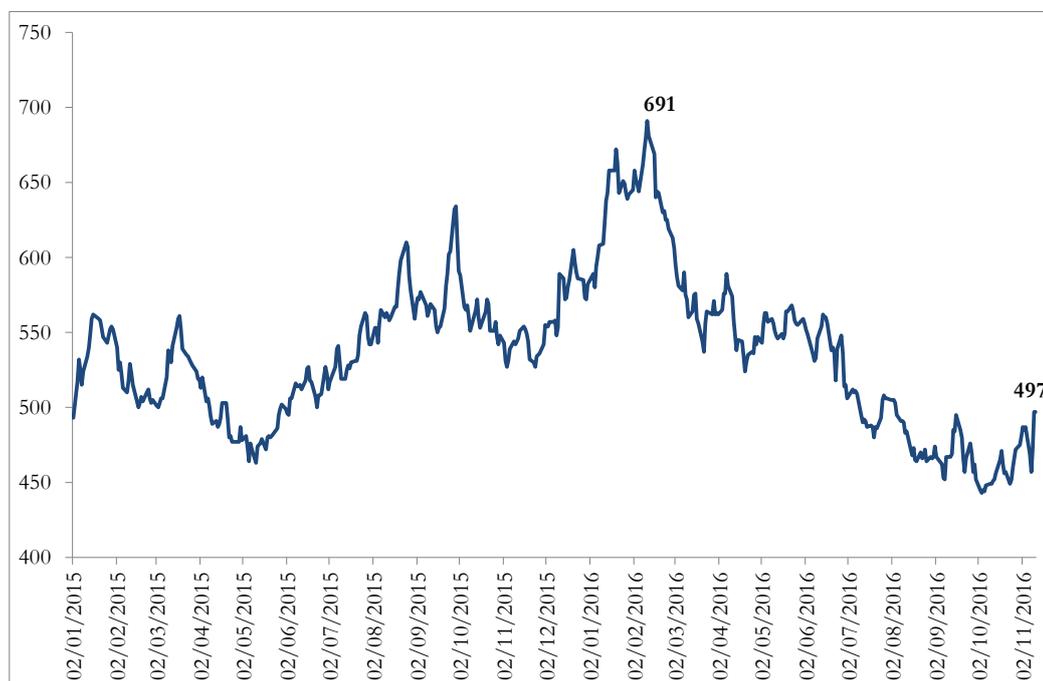
Según el FMI, las proyecciones para 2016 y 2017 son de continuidad del déficit fiscal. En el caso de Argentina, Uruguay y Perú el déficit se incrementa, mientras que el resto reduce levemente su déficit. Esta situación podría traer problemas en el futuro si aumenta el costo del financiamiento internacional.

3. Riesgo país

Los mercados financieros de América Latina crecieron en lo que va del año 2016, el mercado accionario brasileño aumentó 42% entre enero y noviembre de 2016, en Argentina el incremento fue del 36%, en Colombia 14,6%, en Chile el aumento fue del 13,3% y en México del 8%. Dado los altos rendimientos de las acciones y bonos de los mercados financieros latinoamericanos continúan siendo atractivos, sobre todo por los bajos rendimientos que presentan los mercados financieros de los países desarrollados.

⁹ Alta inflación presenta también Venezuela del orden del 180% anual proyectando 720% para 2016 y 2.200% para 2017.

GRÁFICO 2: RIESGO PAÍS AMÉRICA LATINA. EMBI LATAM 2015- 2016



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Por último, el gráfico 2 muestra el promedio de riesgo país¹⁰ de los países de América Latina entre enero de 2015 y noviembre de 2016. Se puede observar que a partir de marzo de 2016 cae fuertemente el índice de riesgo país de las economías latinoamericanas debido en parte a la recuperación de los precios internacionales de los commodities en ese período. Además, en el caso de Argentina cayó fuertemente el riesgo país luego del acuerdo con los holdouts y la salida del default, el último dato fue 474 bps, en Brasil también bajó el riesgo país luego del “impeachment” a Dilma Rousseff, alcanzando 339 bps. en noviembre de 2016. En Perú el riesgo país fue bajo y se mantuvo por debajo de los 200 puntos básicos desde junio de 2016, alcanzando actualmente los 175 bps. Esta situación mejora las perspectivas financieras y de inversiones extranjeras en América Latina.

El escenario económico internacional es incierto y los resultados se verán en los próximos meses. Hoy los ojos del mundo están puestos sobre los EEUU y sobre las primeras medidas en materia económica de su nueva administración. Como conclusión se puede señalar que:

- Las perspectivas de crecimiento para América Latina en el año 2017 serán de recuperación, pero existen algunos fantasmas que podrían revertir las expectativas y proyecciones.
- La suba de tasas de interés en diciembre por parte de la Reserva Federal de los EEUU podría generar movimientos de capitales deteriorando la cuenta corriente de países emergentes. Además, complicaría a las economías de América Latina con necesidad de financiamiento.
- El posible cambio de política comercial de los EEUU hacia un mayor proteccionismo aumentando las barreras comerciales y las consecuencias sobre los precios de los commodities que producen las economías de América Latina.
- Se profundizaría la desaceleración del crecimiento de China. La consecuente caída de demanda de productos primarios que afectaría el saldo comercial de las economías latinoamericanas productoras de commodities.

¹⁰ El riesgo país se mide con el EMBI que es un indicador de bonos de mercados emergentes calculado por JP Morgan Chase. Es la diferencia entre la tasa de interés de los bonos del tesoro y los del país emergente.

INDICADORES

Indicador	1T 16	2T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16
Indicadores de Actividad												
EMAE (INDEC) Var. % a/a	0,3%	-3,4%	0,4%	0,7%	0,0%	-2,8%	-2,7%	-4,8%	-5,9%	-2,6%	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>			<i>-0,2%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>0,2%</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	24,1%	-10,4%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%	9,2%	-2,4%	11,5%	12,2%	9,0%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	<i>12,7%</i>	<i>28,2%</i>	<i>43,6%</i>	<i>4,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-16,6%</i>	<i>21,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>-16,9%</i>
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	2,8%	-4,0%	4,7%	4,0%	0,7%	-6,3%	-0,8%	-8,4%	-7,4%	-4,8%	-4,7%	<i>n/d</i>
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	<i>0,1%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>4,9%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>n/d</i>
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	0,0%	-6,9%	-2,2%	4,1%	-1,7%	-6,8%	-5,2%	-8,8%	-7,9%	-4,1%	-8,0%	<i>n/d</i>
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>1,9%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,3%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>n/d</i>
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a			1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	-7,3%	<i>n/d</i>
ISAC (INDEC) Var. % a/a			-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	-13,1%	<i>n/d</i>
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-3,6%	-20,8%	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-13,6%	-17,9%	-19,8%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	<i>-20,9%</i>	<i>-19,2%</i>	<i>-13,9%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>3,6%</i>	<i>-0,8%</i>
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-9,1%	-19,2%	-8,0%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,7%	-20,7%	6,6%	-11,1%	-17,7%
Indicadores del Sector Externo												
Exportaciones en USD	12.404	15.337	3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.759	5.040	<i>n/d</i>
<i>Var. % a/a</i>	<i>2,9%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>12,2%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>n/d</i>
Importaciones en USD	12.794	14.462	4.046	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.051	4.679	<i>n/d</i>
<i>Var. % a/a</i>	<i>-3,4%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-10,9%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-15,2%</i>	<i>n/d</i>
Saldo Comercial en USD	-390	875	-185	93	-298	301	443	131	277	705	361	<i>n/d</i>
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	182,4	210,8	180,1	181,4	185,6	195,2	213,5	223,8	208,1	199,7	197,9	196,8
<i>Var. % a/a</i>	<i>-15,7%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-18,0%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>-6,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>2,1%</i>	<i>1,0%</i>

Indicador	1T 16	2T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16
Precios												
IPC (INDEC) Var. % m/m							4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>							2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	35,3%	43,5%	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	11,9%	13,1%	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	35,0%	44,1%	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	11,9%	14,7%	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%
Indicadores Fiscales												
Ingresos Totales Var. % a/a	42,5%	21,3%	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%	27,3%	27,9%	42,9%	n/d
Ingresos Totales sin Rtas. De la Prop Var. %	31,5%	24,0%	30,0%	25,7%	39,2%	23,9%	35,8%	12,3%	26,0%	26,0%	35,6%	n/d
Gastos Totales Var. % a/a	27,6%	24,7%	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	16,0%	25,7%	28,9%	28,4%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)												
<i>Mediana</i>	28,3	26,0	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0	20,0
<i>Media</i>	30,6	31,7	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8	27,6
Confianza del Consumidor (UTDT)												
<i>Índice</i>	49,3	43,7	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3	46,0
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-14,2%	-4,3%	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	0,2%	6,8%	-6,6%	1,6%	6,3%
<i>Var. % a/a</i>	-3,4%	-21,1%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,3%	-18,7%	-24,7%	-20,7%	-19,2%