

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

Nº 155 AÑO 15

17 DE OCTUBRE DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ ELECCIONES Y DESPUÉS	2
▪ A LA MANERA DE LA INFLACIÓN	5
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ CRECIMIENTO GLOBAL MÁS SINCRONIZADO	8
NOTA ESPECIAL	
▪ RICHARD H. THALER, PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA 2017	8
INDICADORES	18

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-811-5327
+5411-811-6052
+5411-811-7441
<http://fceye.usal.edu.ar>

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

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

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- **Inflación.** El Índice de Precios al Consumidor Nacional subió 1,9% en septiembre. En los primeros 9 meses de este año aumentó 17,6%, superando el nivel máximo de la meta de inflación del BCRA.

LO IMPORTANTE

- **Elecciones legislativas.** El próximo domingo se realizarán las elecciones para renovar la mitad de la Cámara de Diputados y un tercio del Senado. Las encuestas de opinión son mayoritariamente favorables a Cambiemos, que espera imponerse en la mayoría de las provincias.

LO QUE HAY QUE SABER

- **De la reactivación al crecimiento.** Todos los indicadores de actividad indican que se ha consolidado la reactivación, y que podría esperarse para 2018 una tasa de crecimiento del PIB superior a la de este año.
- **Los empresarios, optimistas.** La expectativa prevaleciente es de un triunfo electoral del oficialismo, lo que despejaría los próximos dos años del retorno a políticas intervencionistas. Aún así, la atención empresarial vuelve a focalizarse en la inflación y en los proyectos oficiales de reforma tributaria, laboral y previsional.
- **El mundo vuelve a crecer.** El FMI revisó hacia el alza las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para 2017 y 2018..
- **Europa, inquieta.** El avance de la ultraderecha en las elecciones de Alemania y el intento de secesión de Cataluña vuelve a poner en el centro de la escena a los grupos secesionistas y xenófobos de varios países de Europa.

LO QUE VIENE

- **Elecciones legislativas.** El 22 de octubre se celebrarán las elecciones legislativas. En general se espera que aumente la cantidad de legisladores de Cambiemos en ambas cámaras del Congreso de la Nación
- **Proyecto de reforma tributaria.** Se espera que luego de los comicios del próximo domingo, el Gobierno dé a conocer dicho proyecto para su posterior debate.
- **Tasa de Fondos Federales.** El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantendrá sin cambios la tasa de Fondos Federales. Se espera una primera suba para la última reunión del año en el mes de diciembre.
- **Elecciones en Chile:** El 19 de noviembre se celebrarán las elecciones presidenciales. El favorito en casi todas las encuestas es Sebastián Piñera, quien ya fue presidente entre marzo de 2010 y marzo de 2014.
- **Congreso del Partido Comunista en China.** Mañana comienza el cónclave en el que se resolverá si Xi Jinping seguirá a cargo del Partido hasta 2022, o incluso después.

PANORAMA DE ARGENTINA

ELECCIONES Y DESPUÉS

Héctor Rubini

El Gobierno espera un triunfo electoral y la consolidación de la reactivación. En el sector privado, la atención vuelve a focalizarse en la persistente inflación y en los proyectos oficiales de reforma tributaria y de la legislación laboral.

a. Horizonte despejado para las elecciones

La evolución de la economía y de las encuestas de opinión muestran un escenario favorable al Gobierno. En general se espera un triunfo de Cambiemos en los principales distritos, incluida la provincia de Buenos Aires. La economía muestra signos de consolidación de la recuperación observada en el trimestre anterior. Prácticamente todos los indicadores de la economía real muestran signos positivos, lo que permite a muchos funcionarios imaginar un crecimiento económico superior al 3% para este año, y mayor al 3,5% para el año próximo.

La industria manufacturera mostró una reacción positiva en agosto, con un aumento del uso de la capacidad instalada de 65,1% a 67,3% (hasta ahora la mayor de todo el año), con un aumento de la actividad del sector de 5,1% interanual y una suba acumulada de 1,4% en los primeros 8 meses del año. Dentro del sector, el mayor crecimiento interanual en agosto se observó en la producción de acero crudo (+21,6%), mientras que la mayor suba acumulada respecto de los primeros 8 meses de 2016 correspondió a la producción de cemento (8,9%). En el caso el mercado laboral la mejora también tarda en llegar. Si bien la tasa de desempleo descendió en el 2° trimestre de 9,2% a 8,7% de la población económica activa (P.E.A.), la tasa de empleo apenas subió de 41,3% a 41,5%. La tasa de actividad, a su vez descendió de 45,5% a 45,4% de la (P.E.A.).

Por el lado de las ventas, los datos del INDEC pasado indican que la venta de electrodomésticos y artículos para el hogar al mes de junio registró una suba interanual de 17,9%. Por el contrario, al mes de julio las ventas de supermercados mostraron una baja interanual de 2,1% a precios constantes, si bien es cada vez más notoria la información de otros canales de venta que muestran, por el contrario, variaciones positivas y de mayor magnitud.

El resto de los sectores muestra signos positivos, destacándose la venta de autos usados. Los datos publicados por la Cámara del Comercio Automotor indican que **en septiembre registró un aumento interanual de 17,96%, y para los primeros 9 meses del año, la suba interanual ha sido de 15,81%**. A su vez, los datos de la Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina (ACARA) muestran que en septiembre se patentaron 78.889 autos 0 km., un 10,9% más que el septiembre del año pasado. **Para los primeros 9 meses del año el sector acumula un total de 700.348 unidades vendidas, 28,3% más que en igual período de 2016.**

En el caso de las motos, se registró el patentamiento de 62.041 unidades 0 km., esto es, un 4% mayor al mes de agosto de 2017, y un 40% interanual. En los primeros 9 meses de 2017 se patentaron 504.777 motos 0 km., esto es un **47% más que en igual período del año pasado.**

A su vez, el Índice Sintético de Actividad de la Construcción subió en agosto 13% contra igual mes de 2016, acumulando en los primeros 8 meses un crecimiento interanual de 9,5%. La información hasta el mes de julio del INDEC sobre puestos de trabajo del sector indica la existencia de 439.916 empleados formales, nivel que supera en 1,2% al del mes anterior y en un 11,2% al de igual mes del año pasado. En cuanto a las compras de insumos para la construcción en general, los datos al mes de agosto muestran incrementos interanuales en todos los rubros, destacándose **asfalto (+86,8%), hierro redondo para hormigón (+26,0%), cemento portland (+10,4%), y pinturas para construcción (+8,9%)**. A su vez, el índice Construya, de actividad de empresas líderes de la construcción registró una leve caída mensual en septiembre de 2,5% desestacionalizado, pero **en un nivel superior en un 16,9% al de igual mes del año pasado. En términos acumulados, el índice Construya acumuló hasta el mes de septiembre un incremento interanual de 11,1% y con tendencia ascendente.**

La contrapartida es la fuerte expansión de los préstamos y en particular de los préstamos hipotecarios, observándose una reacción superior inclusive a las expectativas de los más optimistas:

CUADRO 1. PRÉSTAMOS DEL SISTEMA FINANCIERO EN PESOS Y EN DÓLARES (EN \$ M CORRIENTES)

Fecha	Toital préstamos	Adelantos en cta. cte.	Doc. a sola firma	Hipotecarios	Prendarios	Personales	A titulares de tarj de crédito	Resto
04/01/2016	889.598	82.627	153.615	56.509	40.449	161.138	192.931	202.331
11/10/2016	1.031.462	99.593	209.242	57.580	47.870	199.520	204.723	212.934
30/12/2016	1.138.842	88.897	232.593	63.469	55.236	221.358	243.750	233.539
11/10/2017	1.496.374	107.088	362.966	102.328	85.001	315.970	252.487	270.533
Var. % desde fin de 2016	31,4%	20,5%	56,1%	61,2%	53,9%	42,7%	3,6%	15,8%
Var% interanual	45,1%	7,5%	73,5%	77,7%	77,6%	58,4%	23,3%	27,0%
Var.% desde 04/01/2016	68,2%	29,6%	136,3%	81,1%	110,1%	96,1%	30,9%	33,7%

Fuente: elaboración propia en base a datos del B.C.R.A.

b. Los temas para después de octubre

El “aterrizaje suave” a un escenario económico relativamente auspicioso se ha logrado con relativo éxito. Lo que se viene es ahora una nutrida agenda de temas por resolver. El más acuciante a corto plazo es la inflación. En septiembre el Índice de Precios al Consumidor (IPC Nac) aumentó 1,9%. La suba acumulada en 9 meses fue de 17,6%, superando el tope de la meta de inflación del BCRA (17%) para los 12 meses del año. Si se toma el IPC del Aglomerado Gran Buenos Aires (IPC GBA), en septiembre registró un aumento de 2%, acumulando en 9 meses un incremento de 18,0%.

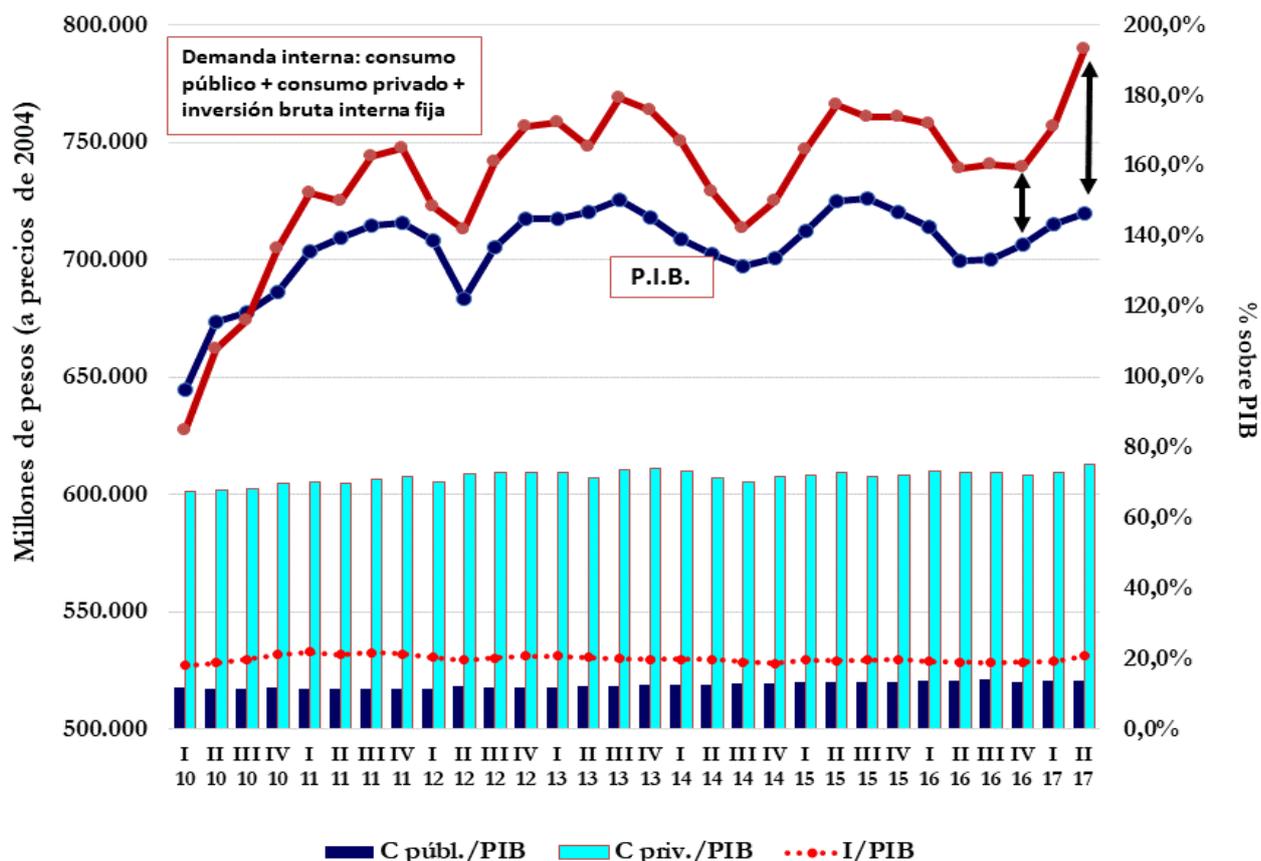
Las subas más significativas de septiembre se observaron en precios de bienes de oferta y demanda estacional. En el GBA las mayores subas se registraron en algunas verduras y frutas, carne de pollo y pescado, aceite de girasol y algunos productos lácteos. A su vez, el IPC de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (IPC C.A.B.A.) aumentó 1,6% en septiembre, pero acumulando en todo el año una suba de 18,7%, y en 12 meses una inflación de 26,2%. Los rubros de mayor aumento en la C.A.B.A. fueron servicios financieros (5,5%), seguros de salud (5,0%), prendas de vestir y materiales (4,2%) y frutas (4,1%).

La perspectiva no es alentadora. Todavía falta el demorado ajuste de tarifas públicas y de costo de transporte para fin de octubre o después. Frente a la dinámica de precios estacionales y regulados que escapa al control de cualquier banco central, la autoridad monetaria pareciera concentrar su energía en la llamada “inflación núcleo” que excluye esos precios. Si bien a nivel nacional aumentó 1,6% en septiembre, en el Gran Buenos Aires aumentó 1,8%. Desde diciembre de 2016 acumuló una inflación de 16,1% según el IPC Nac. En el Gran Buenos Aires, en cambio, subió 16,5%.

Esto muestra claramente una situación de crónico exceso de demanda de bienes, que en el primer semestre de este año se ha acrecentado. Si bien los indicadores preliminares de ventas minoristas parecían sugerir una demanda algo “enfriada”, la información del INDEC muestra que tanto la inversión bruta fija, como el consumo privado y el público crecen a mayor velocidad que el Producto Interno Bruto.

Al comparar los datos del segundo trimestre de 2017 con igual período de 2016 se observa que a precios constantes (esto es, en términos estrictamente reales), el PIB real, sin estacionalidad, creció 2,9%, mientras que el consumo público aumentó 3,8%, el consumo privado 6,0% y la inversión bruta interna fija 12,4%. Este último incremento se explica por la reversión de las caídas trimestrales de los primeros 3 trimestres de 2016. En el 4º trimestre del año pasado la inversión bruta interna fija creció 1,6%, en el primer trimestre de este año 2,8% y en el segundo, 8,3%. En consecuencia, **la expansión de la demanda agregada proveniente desde fines de 2010, no sólo no se ha corregido, sino que se ha exacerbado en el primer semestre de este año, como se observa en el siguiente gráfico. En breve, no hay ningún “ajuste” como se escucha de algunos candidatos en esta campaña electoral. Por el contrario, estamos en presencia de un inequívoco recalentamiento de la demanda agregada:**

GRÁFICO 1. OFERTA Y DEMANDA AGREGADAS, SIN ESTACIONALIDAD (EN \$ M CONSTANTES A P. DE 2004)



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC

Las tasas de crecimiento trimestrales, sin estacionalidad, muestran una sólida reacción de la inversión bruta interna fija, impulsada fundamentalmente por construcción no residencial (obra pública), construcciones privadas y renovación de material de transporte. Pero sigue siendo por ahora insuficiente para que la oferta de bienes crezca más que el gasto interno. En el corto plazo, se impone, tarde o temprano, alguna forma de ajuste fiscal y monetario si se quiere revertir esta tendencia que conduce en el mediano-largo plazo, a mayor inflación y presiones sobre el BCRA por exceso de demanda de moneda extranjera para pago de importaciones y de servicios de la deuda:

CUADRO 2. OFERTA Y DEMANDA AGREGADA SIN ESTACIONALIDAD. TASAS TRIMESTRALES DE CRECIMIENTO

Trimestre	PIB	Inversión bruta interna fija	Consumo público	Consumo privado	Exportaciones	Importaciones
I 15	1,7%	6,1%	2,6%	2,3%	-2,7%	6,4%
II 15	1,8%	0,7%	3,3%	2,9%	4,1%	4,3%
III 15	0,1%	1,4%	0,2%	-1,4%	0,8%	5,3%
IV 15	-0,8%	0,0%	0,2%	0,0%	-5,7%	-0,7%
I 16	-0,9%	-3,7%	-0,2%	0,5%	13,0%	3,2%
II 16	-2,0%	-3,1%	-1,4%	-2,5%	-8,5%	0,1%
III 16	0,0%	-0,7%	2,2%	0,1%	0,3%	-3,2%
IV 16	1,0%	1,6%	-2,4%	-0,3%	3,2%	3,8%
I 17	1,2%	2,8%	2,5%	2,2%	3,2%	3,9%
II 17	0,7%	8,3%	1,4%	3,8%	-7,1%	4,2%

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC

La contrapartida en las cuentas externas el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que este año cerraría con un “rojo” en torno de los U\$S 27.500 millones. Esto es, 4,1% del PIB estimado a fin de año, y que podría superar el 5% del PIB el año próximo si no se modera este recalentamiento financiado fundamentalmente con endeudamiento externo. Claramente, se impone un enfriamiento del consumo, en el marco de una política fiscal menos generosa, y con una reforma tributaria que permita bajar costos e impulsar la inversión. No habría otra forma de promover el crecimiento del PIB, y de la base imponible para que el Gobierno reduzca más rápidamente su déficit, y para que aumente la demanda de moneda local. Pero previamente las autoridades deberán imponerse en varios rounds sucesivos de negociaciones políticas y decisiones cruciales:

- a) ¿Qué tipo de reforma tributaria se dará a conocer, y qué marco de debate se abrirá a partir del mes próximo?
- b) ¿Qué tipo de reforma, si es que la habrá, podrá introducirse en las relaciones fiscales entre Nación y provincias?
- c) ¿Qué dinámica de ajustes de tarifas pública y salarios es la que entenderán como aceptables gobierno, empresas y sindicatos?
- d) ¿Seguirá el BCRA con una política de “dureza” con las tasas de pases y de LEBAC, “neutralidad” con la expansión de base monetaria, y “generosidad” con el fomento al crédito bancario, que crece 100% más rápido que los precios y la actividad económica?
- e) ¿Habrá o no reforma en serio a la legislación laboral y al régimen previsional?
- f) El atraso cambiario, ¿quedará para siempre?

Todo dependerá de cómo lean las autoridades la realidad política luego de las elecciones del próximo domingo. Los operadores financieros están optimistas, inclusive en el exterior, donde hasta el bono a 100 años y la deuda de Jujuy han llegado a cotizar sobre la par. Pero las dudas que generan la persistente inflación, la percepción de atraso de tipo de cambio real y los desbalances en las cuentas fiscales y externas estarán en el ojo de la tormenta a partir de la semana próxima.

A LA MANERA DE LA INFLACIÓN

Gustavo Martín

Si bien los datos de inflación parecen no mejorar en el corto plazo, las expectativas a mediano plazo parecen indicar un sendero decreciente de la inflación. No obstante, existen riesgos para que dicho sendero se materialice.

El dato de inflación de septiembre (1,6% mensual y 17,5% interanual según fuente Congreso y 1,9% mensual según y 17,6% interanual según el INDEC) puso de relieve la cuestión de si la lucha contra la inflación se encuentra dando resultados o si la misma ya derivó en fracaso. Por el momento, no parecería ser el caso de un fracaso pero sí existen riesgos que ponen en peligro la continuidad del proceso de baja en la tasa de crecimiento de los precios.

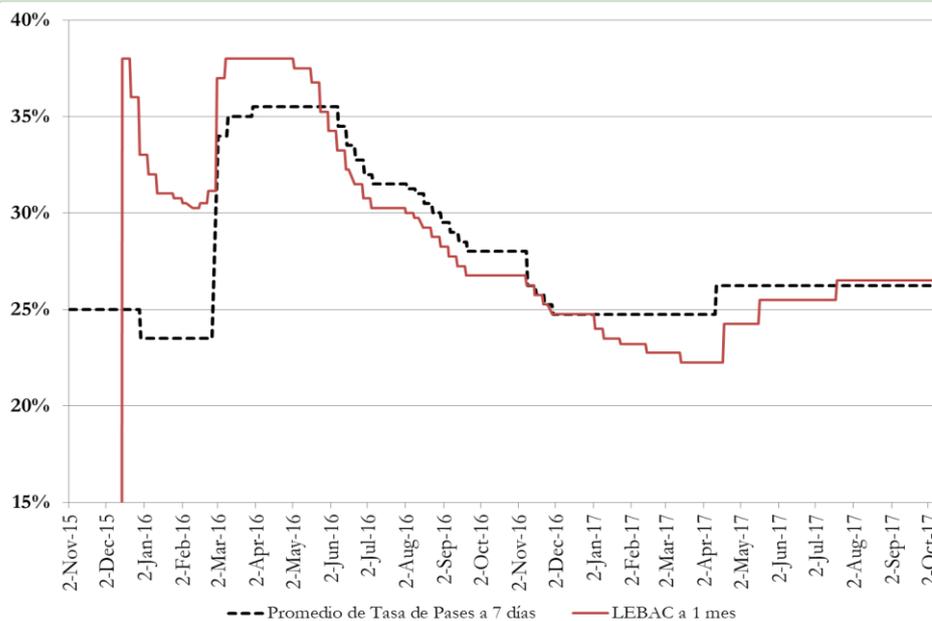
El Banco Central de la República Argentina comenzó con su política monetaria anti inflacionaria apenas asumieron las nuevas autoridades en diciembre de 2015.

Inicialmente, trató de reducir el exceso de oferta monetaria mediante la esterilización vía LEBAC, para lo cual el BCRA subió la tasa de interés de las mismas a 38% anual para las letras a 30 días. Luego planteó metas de inflación anual, cambiando la tasa de interés de referencia que era las de LEBAC a 30 días por una tasa de política monetaria que es el promedio de las tasas de pase activa y pasiva a 7 días.

No obstante ello, el BCRA no siempre pareció mantener un rumbo claro llevando la tasa de interés de referencia a niveles de casi el 40% para luego bajarla y otra vez elevarla.¹

¹ En un principio esta tasa de interés de referencia era la de las LEBAC a 28/30 días, luego se creó la tasa de política monetaria que es la que actualmente usa el BCRA como referencia y es el promedio de pases activos y pasivos a 7 días.

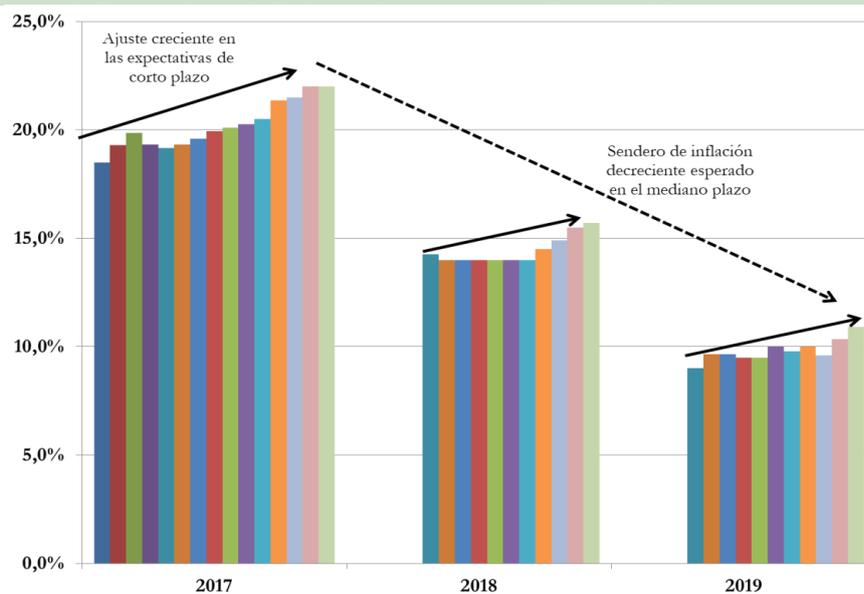
GRÁFICO 2: TASA DE POLÍTICA MONETARIA



Fuente: BCRA

Hacia marzo de 2016 la autoridad monetaria dejó entrever que la política monetaria se conduciría mediante objetivos de inflación para los años 2017, 2018 y 2019². Estos objetivos recién se publicaron en septiembre de 2016³ y por el momento el éxito de la política es relativo. Si bien ya no es factible que se llegue a cumplir el objetivo para 2017 (máximo 17% de inflación interanual a diciembre de 2017) y existen dudas de que se cumpla el de 2018, la acción del BCRA sirvió para generar expectativas de inflación a la baja en el mediano plazo. El siguiente gráfico muestra que a pesar que las expectativas marcan que se espera una tasa de inflación interanual a diciembre de cada año más alta todos los meses, el sendero de la misma es decreciente.

GRÁFICO 3: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DICIEMBRE DE CADA AÑO



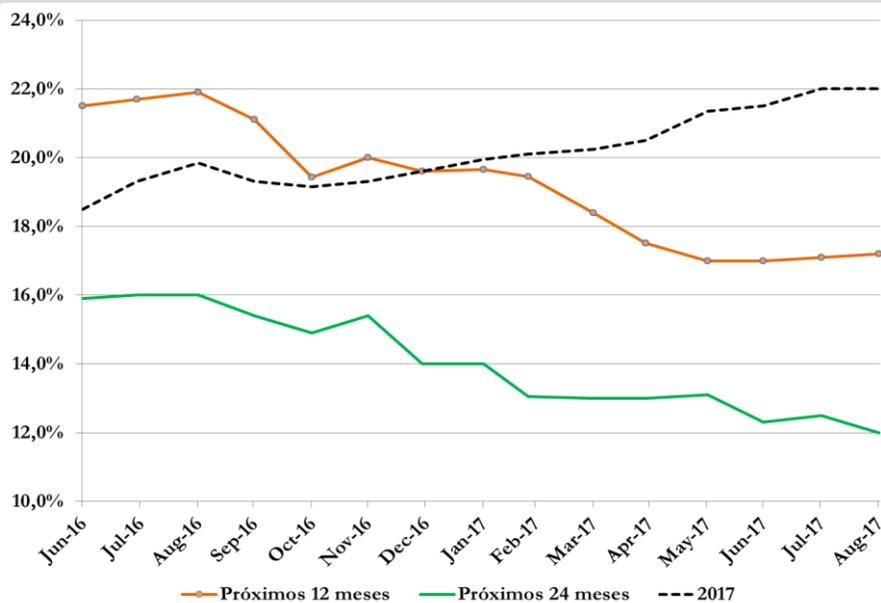
Fuente: BCRA

² Previamente, en enero de 2016 el entonces ministro de Economía Alfonso Prat Gay anunció “metas” de inflación para esos mismos años.

³ Ver “Régimen de Metas de Inflación en Argentina”, BCRA, septiembre de 2016.

Las barras en cada año muestran cómo evolucionó la expectativa de inflación interanual a diciembre de cada año mes a mes. Si bien la expectativa de inflación interanual se fue incrementando para cada año (flechas sólidas), se espera, según los datos del REM, que tenga una tendencia decreciente y descienda unos 10 puntos cada vez (flecha punteada). El siguiente gráfico refuerza esta presunción que **la expectativa de inflación a mediano plazo tiene tendencia a la baja**.

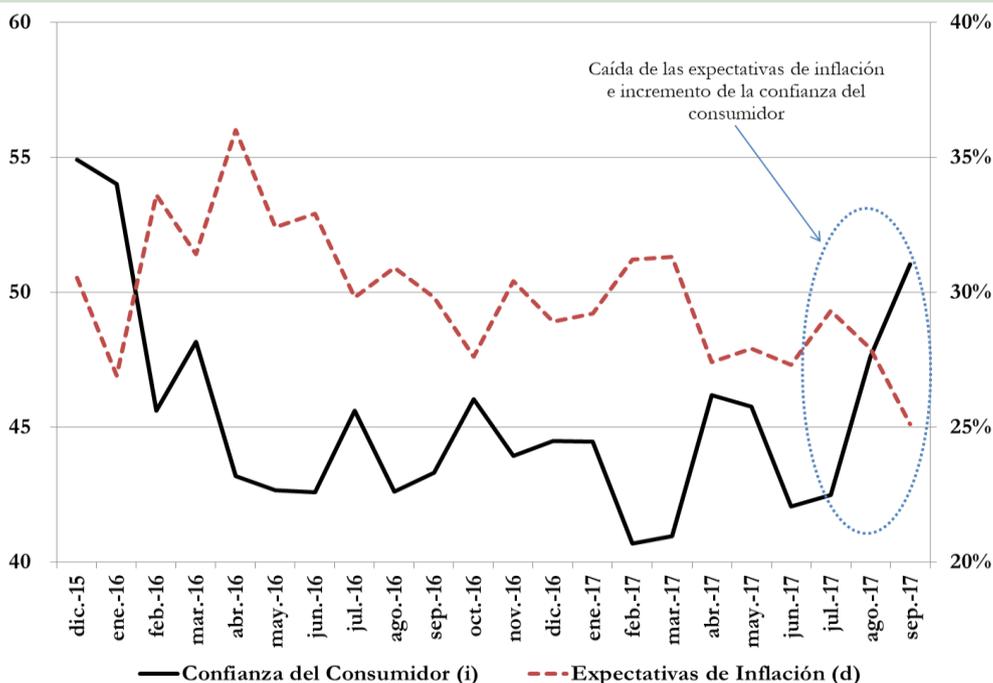
GRÁFICO 4: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN INTERANUAL A FUTURO



Fuente: INDEC

Por el momento, la confianza también se contagió a la opinión pública tal como muestra el ICC y las expectativas de inflación de la UTDT que muestran un ascenso de la confianza al tiempo que las expectativas de inflación caen sustancialmente durante los últimos meses transcurridos de 2017.

GRÁFICO 5: CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN UTDT



Fuente: UTDT

Ahora bien, siendo que los actuales factores que impulsan, o más bien mantienen, la tasa de inflación interanual en de dos dígitos (aunque inferiores al 25%) son de naturaleza no monetaria, estos es que son del tipo fiscal (déficit crónico y ajustes en las tarifas), pujas salariales y mantenimiento de márgenes empresarios, **la inflación bajaría mucho más rápido si el gobierno actuara sobre el déficit fiscal.**

En lo que respecta a la emisión monetaria, los últimos datos muestran que la misma crece ya a un ritmo interanual compatible con una inflación cercana al 23-25% anual y un crecimiento real de entre 2 y 3%. Esto indicaría un leve incremento de la demanda de billetes por la mejora en la economía. A septiembre, la base monetaria (promedio de los saldos diarios) creció 28% y en los primeros 8 días hábiles de octubre lo hizo al 27,2%. De esta manera, **se puede suponer que el efecto de incremento de la base monetaria sería no inflacionario.**

Cabe destacar que los factores no monetarios que impulsan la inflación representan riesgos ciertos de que no se cumplan las expectativas de mediano plazo y la política monetaria anti inflacionaria se vuelva inerte. En particular, dado que el gobierno central optó por un descenso muy gradual de su déficit⁴, que las paritarias seguirán negociándose con mayor fuerza desde el lado sindical y que el sector empresario no está dispuesto a sacrificar márgenes en el corto plazo⁵, la mayor carga en esta lucha recae sobre el BCRA.

De esta manera, desde abril de 2017 la autoridad monetaria decidió elevar su tipo de interés de referencia (el promedio de países activos y pasivos a 7 días) y mantenerlo en el actual nivel hasta el momento, y muy probablemente hasta el primer trimestre del año que viene inclusive. Asimismo, otro riesgo que podría abortar el actual proceso de descenso en la tasa de inflación a mediano plazo, es que el BCRA redujera la tasa de interés de referencia antes de tiempo y no solo reactivara el proceso inflacionario, sino que además terminara con las expectativas de un sendero inflacionario a la baja en el mediano plazo.

PANORAMA INTERNACIONAL

CRECIMIENTO GLOBAL MÁS SINCRONIZADO

Jorge Viñas

En la actualización de octubre, el FMI revisó al alza las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para 2017 y 2018. En EE.UU., la Fed se apresta a subir las tasas de interés en diciembre. En Europa, el avance de la ultra-derecha en las elecciones de Alemania, y la secesión de Cataluña, vuelven a poner a la política en el centro de la escena. En, China todos los focos apuntan al Congreso del Partido Comunista que se inicia mañana.

1. El FMI revisa al alza las proyecciones de crecimiento global

En la actualización publicada en el *World Economic Outlook* de octubre de 2017, el FMI revisó al alza sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para 2017 y 2018, respecto a las publicadas en julio de este año. Lo hizo en 0,10 puntos porcentuales (p.p.) para cada año: de 3,5% a 3,6% para 2017 y de 3,6% a 3,7% para 2018, ante las evidencias de que el crecimiento global en el primer semestre de 2017 resultó más fuerte a lo anticipado en las proyecciones previas, mientras que las encuestas de actividad correspondientes al tercer trimestre reflejan un crecimiento que sigue ganando en intensidad. De todos modos, el FMI alerta sobre los desafíos que enfrenta la economía mundial para lograr un proceso de crecimiento sustentable a mediano y largo plazo, destacando los aspectos demográficos y el bajo crecimiento de la productividad.

En el cuadro 3 se pueden apreciar las proyecciones de crecimiento más relevantes por países y regiones, así como las de otras variables macroeconómicas relevantes.

⁴ Incluso suspendió por un tiempo los ajustes de tarifas y decidió que los incrementos sea menores a los anunciados previamente.

⁵ Ante la incertidumbre de se mantenga todo este proceso en el largo plazo.

CUADRO 3. PROYECCIONES 2017-2018 DEL FMI PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL – OCTUBRE 2017

	2015	2016	Proyecciones (en porcentaje)		Diferencia respecto a proyecciones de julio-17 (en puntos porcentuales)	
			2017	2018	2017	2018
Crecimiento Mundial	3,4	3,2	3,6	3,7	0,1	0,1
<u>Países Desarrollados</u>	<u>2,2</u>	<u>1,7</u>	<u>2,2</u>	<u>2,0</u>	<u>0,2</u>	<u>0,1</u>
EE.UU.	2,9	1,5	2,2	2,3	0,1	0,2
Eurozona	2,0	1,8	2,1	1,9	0,2	0,2
Alemania	1,5	1,9	2,0	1,8	0,2	0,2
Francia	1,1	1,2	1,6	1,8	0,1	0,1
Italia	0,8	0,9	1,5	1,1	0,2	0,1
España	3,2	3,2	3,1	2,5	0,0	0,1
Japón	1,1	1,0	1,5	0,7	0,2	0,1
Reino Unido	2,2	1,8	1,7	1,5	0,0	0,0
Canadá	0,9	1,5	3,0	2,1	0,5	0,2
<u>Países Emergentes</u>	<u>4,3</u>	<u>4,3</u>	<u>4,6</u>	<u>4,9</u>	<u>0,0</u>	<u>0,1</u>
Asia Emergente	6,8	6,4	6,5	6,5	0,0	0,0
China	6,9	6,7	6,8	6,5	0,1	0,1
India	8,0	7,1	6,7	7,4	-0,5	-0,3
Europa Emergente	4,7	3,1	4,5	3,5	1,0	0,3
Rusia	-2,8	-0,2	1,8	1,6	0,4	0,2
América Latina y Caribe	0,1	-0,9	1,2	1,9	0,2	0,0
Brasil	-3,8	-3,6	0,7	1,5	0,4	0,2
México	2,6	2,3	2,1	1,9	0,2	-0,1
Sudáfrica	1,3	0,3	0,7	1,1	-0,3	-0,1
Comercio Internacional (volumen)	2,8	2,4	4,2	4,0	0,2	0,1
Importaciones						
Países Desarrollados	4,6	2,7	4,0	3,8	0,0	0,2
Países Emergentes	-0,9	2,0	4,4	4,9	0,1	0,2
Exportaciones						
Países Desarrollados	3,8	2,2	3,8	3,6	-0,1	0,2
Países Emergentes	1,8	2,5	4,8	4,5	1,0	0,0
Inflación Minorista						
Países Desarrollados	0,3	0,8	1,7	1,7	-0,2	-0,1
Países Emergentes	4,7	4,3	4,2	4,4	-0,3	-0,2
Precios de Commodities						
Petróleo	-47,2	-15,7	17,4	-0,2	-3,8	-0,3
No-combustibles	-17,5	-1,8	7,1	0,5	1,7	1,9

Fuente: IICE-USAL en base a datos del FMI, Word Economic Outlook, Octubre 2017

Las nuevas proyecciones del FMI reflejan un crecimiento global más amplio y sincronizado. Las revisiones positivas del crecimiento abarcan una gran cantidad de países y regiones. En efecto, todas las principales economías desarrolladas y la mayoría de las emergentes, con la excepción de India y Sudáfrica, muestran mejores cifras. Entre los países emergentes, se destacan las revisiones al alza para Brasil y Rusia. China muestra una revisión positiva más moderada, pero muy importante para la economía mundial por tratarse de la segunda economía detrás de EE.UU. Entre los países desarrollados, siguen mostrando una evolución mejor a lo esperado la Eurozona y Japón, aunque sobresale el caso de Canadá.

En la comparación entre 2017 y 2018, se destaca la aceleración del crecimiento proyectado para el agregado de países emergentes, de 4,6% a 4,9%, sosteniendo la recuperación iniciada en 2016. En este grupo se destaca Latinoamérica, donde el crecimiento pasa de 1,2% en 2017 a 1,9% en 2018, impulsado por la continuidad de la recuperación de Brasil. De todos modos, el crecimiento proyectado se mantiene muy por debajo de Asia y Europa

Emergente. Por otra parte, el agregado de países desarrollados, que experimentó una aceleración significativa en 2017 respecto a 2016, proyecta una moderación en su ritmo de crecimiento para 2018.

Pasando a otras variables económicas, se destaca la revisión al alza del crecimiento de los volúmenes de comercio internacional, que muestran una recuperación significativa en 2017 luego de un pobre desempeño en 2016. El mayor aporte al crecimiento del comercio internacional proviene de los países emergentes, tanto en exportaciones como en importaciones.

En materia de precios, el FMI se hace eco de la gran divergencia que se está evidenciando en materia de crecimiento e inflación en la economía global: mientras las revisiones de crecimiento son mayormente al alza, las proyecciones de inflación muestran una revisión a la baja, tanto en el mundo desarrollado como en los países emergentes. Más aun, para los países desarrollados proyecta que la inflación en 2018 todavía se mantendrá estable en el 1,7% anual, sin acercarse a la meta de 2% de los principales bancos centrales. Para los países emergentes, la continuación en 2017 del proceso de desinflación iniciado el año anterior les brinda margen a los bancos centrales para relajar la política monetaria. Se trata de buenas noticias especialmente para los países productores de commodities, ya que de acuerdo a las proyecciones de precios de commodities del FMI, en 2018 estos países no recibirán el impulso positivo de 2017.

2. EE.UU.: Aumenta la probabilidad de suba de tasas en diciembre

Varias de las amenazas que pendían sobre la economía estadounidense a mediados de septiembre, detalladas en el número anterior del IEM, se han disipado o han evolucionado más favorablemente. En primer término, el huracán María no tuvo el poder destructivo anticipado. En segundo término, las tensiones militares con Corea del Norte entraron en un interregno, no habiéndose producido en el último mes ninguna provocación concreta adicional, más allá de los discursos y declamaciones.

Otro frente en el que hubo indicios favorables es en el de la reforma tributaria, en el que el Presidente Trump, finalmente parece haber encaminado las negociaciones con el Congreso, lo que abriría la puerta para su aprobación antes de fin de año. Todavía se carece de detalles precisos, y es probable que la versión final termine siendo mucho menos agresiva que la impulsada originalmente por Trump en su plataforma electoral, pero las expectativas de que el próximo año arranque con rebajas impositivas han mejorado en forma significativa.

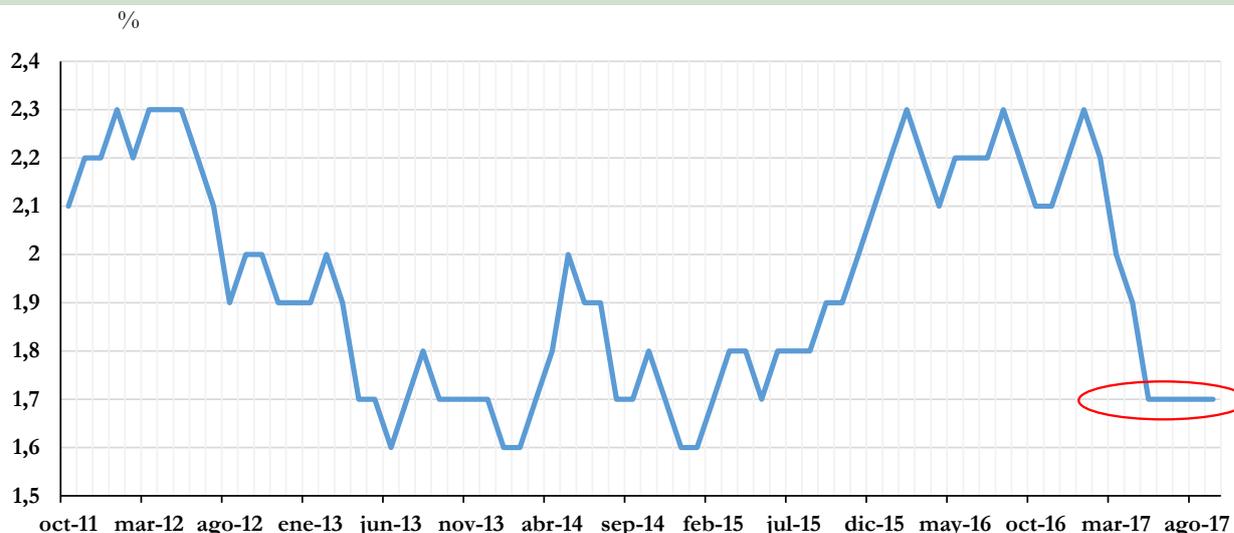
En cambio, el comportamiento de la inflación sigue siendo el aspecto económico más esquivo y que más dudas genera. A pesar de que tanto el ritmo de actividad económica como las condiciones del mercado laboral se mantienen firmes, y que factores des-inflacionarios como la caída de precios del petróleo o la apreciación del dólar ya no están presentes, la inflación subyacente continúa sin mostrar un repunte consistente y permanece cómodamente por debajo de la meta del 2% anual.

En agosto, la inflación subyacente había mostrado una incipiente aceleración, registrando una variación mensual de 0,25%, después de cinco meses consecutivos de 0,1% mensual o inferior, alimentando expectativas de que finalmente los factores transitorios que habían mantenido la inflación excepcionalmente baja empezaban a disiparse. Esta percepción se vio apuntalada por el componente salarial del reporte de empleo de septiembre: los ingresos promedio por hora registraron una variación del 2,9% interanual respecto a 2,6% el mes anterior, el ritmo más fuerte en el actual ciclo expansivo.

Sin embargo, en septiembre la inflación subyacente volvió a decepcionar, ubicándose nuevamente en 0,1% mensual⁶, por debajo de las estimaciones de consenso de 0,2% según Bloomberg. De esta forma, la variación interanual se mantuvo estable en 1,7%, el “piso” en el que se ubica desde principios de 2017, cuando se esperaba una aceleración a 1,8% (véase el gráfico 6).

⁶ La inflación total que, a diferencia de la subyacente, incluye los precios de alimentos y energía en su canasta, registró en septiembre una variación elevada, 0,5% mensual y 2,2% interanual, explicado por el salto en el precio de la energía. Pero debido a que estos componentes son inherentemente volátiles, sus variaciones de corto plazo no suelen ser tenidas en cuenta a la hora de analizar la tendencia de la inflación.

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE – VARIACIÓN INTERANUAL



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

De todos modos, la Fed parece estar predispuesta a subir la tasa de Fondos Federales en 25 puntos básicos (p.b.) en diciembre, por tercera vez en el año. Eso se desprende tanto de las proyecciones de sus miembros y de las minutas de la última reunión de septiembre, como de los discursos de varios miembros en las últimas semanas.

En especial, sobresale el discurso de Janet Yellen durante el fin de semana, en el que expresó que espera que la inflación no se mantenga tan baja por mucho tiempo, e insistió en que la Fed debe proseguir con el proceso de suba gradual de tasas que viene ejecutando.

Los mercados financieros se han ajustado a esta realidad. La probabilidad de una suba de tasas de 25 p.b. en diciembre, implícita en la cotización de mercado de los futuros de Fondos Federales, aumentó al 78,5% al 16 de octubre, respecto al 20% al que había caído al 8 de septiembre cuando el huracán María se aproximaba a las costas de la Florida.

En el mismo lapso, la tasa de retorno del bono del Tesoro a 10 años subió del 2,05% el 8 de septiembre, lo que marcó el mínimo en lo que va del año, a 2,30% al 16 de octubre. Esto favoreció un freno en la depreciación del dólar. En efecto, el Dollar Index, que refleja la evolución del dólar frente a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU.⁷, que también había registrado el menor valor del año el 8 de septiembre en 91,35, se ubica al 16 de octubre en 93,28, lo que representa un repunte del 2,1%. Aquí también hay que tener en cuenta que los sucesos políticos en Europa, como se verá en el punto siguiente, han contribuido a frenar la tendencia alcista del Euro, contribuyendo indirectamente al rebote del dólar.

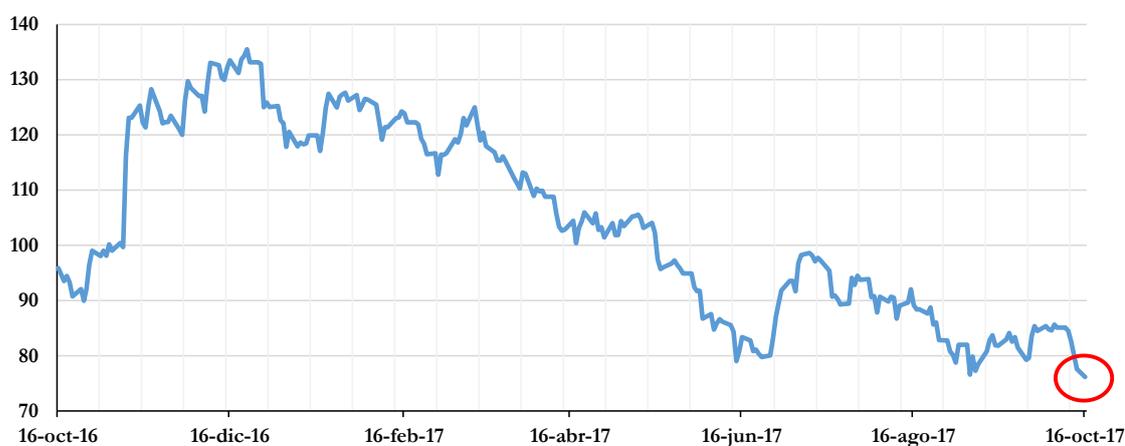
Estas variaciones no representan un cambio significativo en las condiciones financieras benignas que han prevalecido a lo largo del corriente año. Dentro de este contexto, quizás un aspecto para destacar es que, como consecuencia de las perspectivas de que la Fed prosiga con la suba gradual de tasas en el corto plazo, al mismo tiempo de que las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo se mantienen bajas, la tasa de retorno del bono del Tesoro a 2 años está subiendo más rápido que la tasa a 10 años.

De esta forma, el diferencial entre ambas tasas, que habitualmente se utiliza como medida de la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro, ha disminuido a 76 p.b., nuevo mínimo del año y muy cerca de los mínimos de los últimos 10 años (véase el gráfico 7).

⁷ La composición actual de la canasta del Dollar Index es: Euro 57,6%, Yen: 13,6%, Libra: 11,9%, Dólar Canadiense: 9,1%, Corona Sueca: 4,2%, Franco Suizo: 3,6%. Actualmente, el índice es diseñado, calculado y publicado por Intercontinental Exchange, un mercado en el que se negocian contratos de commodities, futuros y opciones, que toma cotizaciones en tiempo real de alrededor de 500 bancos.

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL SPREAD ENTRE LAS TASAS A 10 AÑOS Y A 2 AÑOS

p.b.



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Para algunos, este dato cobra relevancia dado que en ciclos económicos anteriores la pendiente de la curva de rendimientos ha tenido poder predictivo de puntos de inflexión del ciclo, especialmente al anticipar el inicio de recesiones cuando la pendiente se tornaba muy plana o negativa. Sin embargo, otra postura argumenta que con la aplicación del QE, el poder predictivo de la pendiente de la curva de rendimientos se ha desvirtuado.

3. La política retoma protagonismo

Luego de un año 2016 dominado por sucesos políticos de alto impacto y resultados sorprendentes, en especial el Brexit y la elección de Trump en EE.UU., el año 2017 venía presentándose sin grandes sobresaltos en este frente. El evento más importante en la primera parte del año había sido la elección presidencial en Francia, donde el triunfo de Macron fue tomado como una noticia positiva. Para la parte final del año, aparecía la elección en Alemania como el evento principal, ya que en Italia el proceso electoral ya había quedado postergado para 2018. Como en Alemania se anticipaba un cómodo triunfo de Merkel, todo parecía encaminarse hacia un fin de año sin sobresaltos, dando mayor espacio al optimismo derivado de la evolución favorable de la economía global, mientras el foco se concentraba en los bancos centrales y el camino que seguirían para reducir los estímulos monetarios.

Sin embargo, una sucesión de eventos no anticipados se alteró la calma. En primer lugar, Merkel triunfó en Alemania como se descontaba, **pero el ascenso de la ultraderecha y la pérdida de escaños de los partidos conservadores aliados tradicionales de la Democracia Cristiana de Merkel, complicaron el escenario de cara a la conformación de un gobierno de coalición.** Esto genera desafíos e incertidumbre respecto a cuál va a ser la postura del gobierno alemán de cara a un eventual proceso de mayor integración de la UE, cuando hasta hace poco se alimentaban expectativas de que el entendimiento entre Macron y Merkel podría dar lugar a avances en esta dirección⁸.

De esta forma, el resultado de las elecciones alemanas puso algunos paños fríos al fuerte optimismo imperante en la Eurozona, a partir de la evolución favorable que muestra la actividad económica y de las perspectivas de mayor integración regional. Esto se vio reflejado principalmente en la evolución del Euro, que frenó su camino ascendente que hasta ese momento parecía imparable. Tras haber alcanzado un máximo de 1,21 dólares por euro antes de las elecciones en Alemania, su cotización descendió hasta 1,18 dólares por euro al 16 de octubre.

Por el momento, no se advierten consecuencias sobre la economía real, ya que los indicadores de actividad económica más recientes se mantienen firmes, e incluso se puede argumentar que el freno en la apreciación del Euro trae

⁸ Algo similar ocurrió con las elecciones celebradas el último fin de semana en Austria, donde triunfó la derecha, pero sin mayoría suficiente para formar gobierno, lo que podría obligar a buscar una alianza con el partido de extrema derecha. Si bien éste último ha abandonado su antigua postura en favor de abandonar la UE, se opone a un mayor grado de integración regional y una mayor relevancia de las instituciones supranacionales.

alivio a los sectores transables de la economía europea. Pero hay que monitorear la forma en que se termine configurando el gobierno alemán por sus eventuales consecuencias a mediano plazo para el proceso de integración europea.

Mayor sorpresa representó la decisión del gobierno regional de Cataluña de avanzar con su independencia de España. Pero luego del impulso y el entusiasmo inicial generado por el referéndum, el movimiento independentista está enfrentando obstáculos de gran envergadura que lo están haciendo perder fuerza. En especial, la decisión de bancos y muchas empresas de mudar su sede fuera de Cataluña hacia otras ciudades de España le está restando capacidad para establecer una autoridad fiscal propia. Mientras que tanto la Unión Europea como los representantes de los países miembros han explicitado la decisión de excluir automáticamente a Cataluña de la Unión Europea y de la Eurozona en caso de que confirme su independencia, lo que alimenta temores de corridas bancarias en tal escenario.

El gobierno de Rajoy ha mostrado la firme voluntad de intervenir Cataluña, amparándose en la Constitución española, en caso de las autoridades catalanas confirmen su decisión, mientras que en el campo catalán se empiezan a advertir algunas grietas respecto a los caminos a seguir. **Más allá de la incertidumbre institucional que invade a España, sus consecuencias por el momento se han limitado a la propia economía y mercados financieros españoles, sin señales de contagio a países vecinos o al resto de la Eurozona.**

En el corto plazo, el foco de atención se traslada a Asia: mañana se inicia el Congreso del Partido Comunista de China, y el domingo 22 de octubre se celebrarán las elecciones legislativas anticipadas en Japón, convocadas por el primer ministro Abe, tras disolver la Cámara Baja del Congreso a fines de septiembre. En ambos casos, se espera que sigan en el poder los actuales líderes, es decir que el Congreso del PCCH renueve el mandato del Presidente Xi, mientras que en Japón el partido de Abe, el LDP, obtenga una mayoría suficiente para retener su puesto.

En Japón, Abe está buscando aprovechar el elevado nivel de popularidad que detenta, en buena medida gracias al repunte de la actividad económica, para conseguir un renovado respaldo parlamentario a fines de impulsar una agenda fiscal más agresiva. La misma incluiría un paquete de 2 billones de yenes (17.600 millones de dólares) destinados a educación, cuidado de la tercera edad y fomento de la inversión empresarial. **Dicho paquete serviría para compensar el efecto contractivo que tendría la próxima fase del aumento del Impuesto a las Ventas de 8% a 10%, previsto originalmente para 2017 y postergado para 2019.**

En China, se espera que la reelección de Xi represente un aval explícito del Partido para la continuidad de las políticas en marcha. En especial, la búsqueda de combinar reformas estructurales tendientes a evitar focos potenciales de crisis, como la reforma de las empresas estatales y del mercado inmobiliario, con un manejo de la política macroeconómica de corto plazo tendiente a compensar los efectos contractivos no deseados del programa de reformas estructurales. Hasta ahora, dicha estrategia ha dado frutos, ya **que ha mostrado progresos en las reformas al mismo tiempo que ha evitado un freno brusco en la economía.**

NOTA ESPECIAL

RICHARD H. THALER, PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA 2017

Héctor Rubini

El pasado 9 de octubre la Real Academia Sueca de Ciencias otorgó este año al profesor de la Universidad de Chicago, Richard H. Thaler el Premio del Banco Central de Suecia en Ciencias Económicas en Memoria de Alfred Nobel. La distinción es un reconocimiento a sus contribuciones para la comprensión de la llamada economía del comportamiento humano, mediante la integración de nociones y métodos de economía y psicología. La Academia Sueca ha indicado que sus trabajos han construido un puente entre el análisis económico y el psicológico de la toma de decisiones individuales, analizando cómo la racionalidad limitada, las preferencias sociales, y la falta de autocontrol afectan a las decisiones de las personas y los resultados de los mercados.

Thaler es un economista de 72 años, nacido en East Orange, New Jersey. Se doctoró en Economía en la Universidad de Rochester, y ha sido profesor en Rochester y Cornell, antes de incorporarse a la University of Chicago Booth School of Business en 1995. También fue profesor visitante en la Universidad de British Columbia y ha dictado cursos en la Sloan School of Management (MIT), la Russell Sage Foundation, y el Centro de Estudios Avanzados en Ciencias del Comportamiento de la Universidad de Stanford. En cierta forma comenzó a ser realmente conocido cuando pasó a publicar entre 1987 y 1990 una columna titulada “Anomalies” en el *Journal of Economic Perspectives*, que a su vez fueron la base de algunos de sus libros. En esa serie de artículos explicó por qué determinados factores cognitivos, emocionales y sociales nos desvían del modelo “estándar”, haciendo que “nos parezcamos más a Homero Simpson que a Mr. Spock”.

Thaler se dedicó a enfocar el comportamiento humano abandonando los habituales supuestos de racionalidad ilimitada y autocontrol. Uno de sus libros más “expresivos” es “Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness” en coautoría con el abogado y docente de Harvard, Cass Sunstein. En el mismo se toma la palabra “Nudge” (“empujoncito”, de las elefantes madre a sus cachorros) para nombrar así a pequeños cambios en sistemas de incentivos y estímulos, que pueden generar grandes cambios de comportamiento. Thaler y Sunstein han insistido en que las elecciones individuales se pueden y deben manipular así, con pequeños cambios en los incentivos, de modo que estos vean su bienestar incrementado. Lo deseable sería “empujar” a los individuos a tomar decisiones que hubieran elegido si dispusieran de toda la información disponible, fueran totalmente racionales y con absoluto autocontrol. En definitiva, una forma de justificar ciertas intervenciones del Estado, de tipo paternalista, pero respetando la libertad de elección.

Según Thaler, gran parte de las decisiones humanas resultan de un análisis limitado a una suerte de “foco estrecho” que no considera todas las alternativas y consecuencias. Esto puede expresarse en lo que el flamante Nobel llama “sistema de contabilidad mental” que nos puede autoengañar y llevarnos a la comisión de errores altamente costosos en la toma de decisiones.

Esta y otros centenares de ideas se encuentran diseminada en su fructífera obra que aun siendo fuertemente resisitida por otros profesores de Chicago, ha sido realmente influyente en el análisis de la irracionalidad de los mercados financieros, la economía de la salud, el diseño de planes de pensiones, cuestiones relacionadas con la donación de órganos y el cuidado del medio ambiente.

Sus ideas y propuestas le han permitido también asesorar a políticos de primer nivel, entre otros al ex Presidente de los Estados Unidos, Barack Obama, al gobierno de Suecia para mejorar su sistema previsional y al equipo asesor del ex primer ministro David Cameron para incorporar ideas de la economía del comportamiento en el diseño de políticas. Probablemente el más valioso de sus aportes, a ojos de los no economistas, ha sido su capacidad de demostrar cómo pueden ser útiles las políticas basadas en las nociones de la economía del comportamiento para ayudar a las personas a tomar mejores decisiones.

La cantidad y variedad de publicaciones de este economista es realmente impactante. Algunas de ellas, son las siguientes:

- Benartzi, S. and R.H. Thaler. 1995. Myopic Loss-Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics* 110, 75-92.
- Benartzi, S. and R.H. Thaler. 1999. Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments. *Management Science* 45, 364-381.
- Benartzi, S. and R.H. Thaler. 2001. Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans. *American Economic Review* 91, 79-98.
- Benartzi, S. and R.H. Thaler. 2013. Behavioral Economics and the Retirement Savings Crises. *Science* 339, 1152-1153.
- Camerer, C.F., L. Babcock, G. Loewenstein, and R.H. Thaler. 1997. Labor Supply of New York City Cab Drivers: One Day at a Time. *Quarterly Journal of Economics* 112, 407-442.
- Cronqvist, H. and R.H. Thaler. 2004. Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Lessons from the Swedish Experience. *American Economic Review* 94, 424-428.
- De Bondt, W.F.M., and R.H. Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance* 40, 793-805.
- De Bondt, W.F.M. and R.H. Thaler. 1987. Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *Journal of Finance* 42, 557-581.
- Jolls, C., C. Sunstein, and R.H. Thaler. 1998. A Behavioral Approach to Law and Economics. *Stanford Law Review* 50, 1471-1550.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch, and R.H. Thaler. 1986a. Fairness and the Assumptions of Economics. *Journal of Business* 59, S285-S300.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch, and R.H. Thaler. 1986b. Fairness as a Constraint on Profit Seeking. *American Economic Review* 76, 728-741.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch, and R.H. Thaler. 1990. Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy* 98, 1325-1348.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch, and R.H. Thaler. 1991. The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *Journal of Economic Perspectives* 5, 193-206.
- Lee, C.M.C., A. Shleifer, and R.H. Thaler. 1991. Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle. *Journal of Finance* 46, 75-109.
- Shafir, E. and R.H. Thaler. 2006. Invest Now, Drink Later, Spend Never: On the Mental Accounting of Delayed Consumption. *Journal of Economic Psychology* 27, 694-712.
- Shefrin, H.M. and R.H. Thaler. 1988. The Behavioral Life-Cycle Hypothesis. *Economic Inquiry* 26, 609-643.
- Sunstein, C.R. and R.H. Thaler. 2003. Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron. *University of Chicago Law Review* 70, 1159-1202.
- Thaler, R.H. 1974. The Value of Saving a Life: A Market Estimate. PhD thesis, University of Rochester.
- Thaler R.H. 1980. Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, 39-60.
- Thaler, R.H. 1981. Some Empirical Evidence on Dynamic Inconsistency. *Economics Letters* 8, 201-207.
- Thaler, R.H. 1985. Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science* 4, 199-214.
- Thaler, R.H. 1994. Psychology and Savings Policies. *American Economic Review* 84, 186-192.
- Thaler, R.H. 1999. Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making* 12, 183-206.
- Thaler, R.H. 2015. *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton & Company
- Thaler, R.H. and S. Benartzi. 2004. Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy* 112, S164-S187.
- Thaler, R.H. and E.J. Johnson. 1990. Gambling with the House Money and Trying to Break Even: the Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science* 36, 643-660.
- Thaler, R.H. and S. Rosen. 1976. The Value of Saving a Life. In: Terleckyj NH, ed. *Household Production and Consumption*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Thaler, R.H. and H.M. Shefrin. 1981. An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy* 89, 392-406.
- Thaler, R.H. and C.R. Sunstein. 2003. Libertarian Paternalism. *American Economic Review Papers and Proceedings* 93, 175-179.
- Thaler, R.H. and C.R. Sunstein. 2008. *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. New Haven: Yale University Press.
- Thaler, R.H., A. Tversky, D. Kahneman, and A. Schwartz. 1997. The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. *Quarterly Journal of Economics* 112, 647-661.

INDICADORES

Indicador	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17
Indicadores de Actividad														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-1,9%	-3,4%	-4,4%	-1,5%	0,2%	1,6%	-1,9%	1,4%	0,3%	3,4%	4,2%	4,9%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,8%	-0,6%	-0,2%	1,1%	1,9%	0,0%	-1,4%	1,5%	-0,6%	1,0%	0,3%	0,7%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	6,7%	25,8%	13,6%	12,6%	31,7%	26,9%	38,0%	19,9%	12,4%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	23,5%	5,6%	-1,2%	16,7%	0,8%	-9,3%	5,5%	-0,7%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	-6,3%	-5,5%	-8,1%	-1,0%	0,2%	-2,8%	-7,4%	0,9%	0,1%	5,1%	4,2%	4,5%	5,6%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,1%	-0,3%	-0,3%	3,0%	2,3%	-0,8%	-2,2%	3,4%	-2,2%	1,3%	-0,3%	0,6%	-0,3%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-4,1%	-8,1%	-7,5%	-1,7%	-1,0%	4,1%	-9,2%	-0,6%	-2,8%	5,1%	4,7%	6,1%	4,9%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	0,3%	-2,1%	1,4%	1,9%	1,5%	-1,2%	0,2%	-0,5%	0,6%	1,2%	0,4%	2,7%	-0,7%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	-0,4%	-2,6%	2,7%	6,6%	5,9%	5,1%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-3,4%	10,8%	10,5%	10,3%	17,0%	20,3%	13,0%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	0,0%	-6,7%	11,2%	6,6%	14,5%	17,0%	23,7%	24,3%	15,5%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-12,6%	8,2%	3,3%	1,3%	3,3%	5,0%	4,0%	3,5%	-2,5%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,0%	0,0%	-8,7%	28,7%	10,7%	8,7%	16,9%	18,8%	18,8%	12,4%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	4.252	3.881	4.537	4.829	5.415	5.134	5.241	5.228	n/d
<i>Var. % a/a</i>	12,2%	-2,8%	-6,3%	20,8%	33,9%	9,7%	-6,3%	2,6%	2,2%	1,3%	-2,5%	5,5%	-9,2%	n/d
Importaciones en USD	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	4.340	3.939	5.468	4.973	6.057	5.898	6.039	6.311	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	7,1%	-2,4%	15,9%	12,4%	23,5%	14,9%	29,9%	24,9%	n/d
Saldo Comercial en USD	705	361	-114	115	65	-88	-58	-931	-144	-642	-764	-798	-1.083	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	199,6	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	204,7	198,6	193,6	195,5	195,4	205,6	196,3	198,1
<i>Var. % a/a</i>	-2,5%	2,1%	1,0%	6,4%	8,4%	13,2%	12,9%	7,0%	-0,8%	-8,4%	-12,7%	-1,2%	-1,7%	0,1%

Indicador	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17
Precios														
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m						1,6%	2,1%	2,4%	2,7%	1,4%	1,2%	1,7%	1,4%	1,9%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>						1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%	1,3%	1,8%	1,4%	1,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%	2,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,7%	1,5%	2,0%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%	1,8%	2,3%	1,6%	1,5%	1,8%	1,5%	1,8%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%	33,4%	27,3%	25,2%	23,4%	22,9%	25,1%	25,1%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%	2,4%	2,1%	1,8%	1,3%	2,1%	1,5%	1,6%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%	35,0%	29,4%	25,4%	23,4%	22,9%	25,9%	26,2%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,8%	1,6%	1,6%
Indicadores Fiscales														
Ingresos Totales Var. % a/a	28,2%	28,5%	23,8%	48,8%	99,2%	40,0%	35,6%	47,9%	35,0%	14,5%	24,3%	28,3%	30,5%	n/d
Gastos Primarios Var. % a/a	38,3%	36,7%	51,5%	33,0%	85,4%	37,9%	39,1%	29,0%	38,1%	23,6%	25,6%	22,9%	17,4%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
<i>Mediana</i>	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0	25,0	20,0	21,0	20,0	21,0	20,7	20,0
<i>Mediu</i>	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	29,2	31,2	31,3	27,4	27,9	27,3	28,3	27,9	25,1
Confianza del Consumidor (UTDT)														
<i>Índice</i>	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	44,5	40,7	41,0	46,2	45,8	42,0	42,5	47,6	51,0
<i>Var. % m/m</i>	-6,6%	1,6%	6,3%	-4,5%	2,3%	-1,0%	-8,5%	0,7%	12,8%	-0,9%	-8,1%	1,0%	12,1%	7,2%
<i>Var. % a/a</i>	-25,0%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	-19,0%	-17,6%	-10,8%	-15,0%	6,9%	7,3%	-1,5%	-6,9%	11,7%	19,8%