

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

02/2017

ABECEB

hacemos más real la economía real





ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES FEBRERO 2017

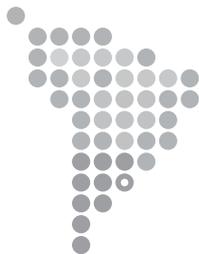
RESUMEN EJECUTIVO

A nivel global, la coyuntura muestra cierta aceleración del ímpetu de crecimiento en una serie de economías importantes (China, EEUU, Eurozona y Japón) Sin embargo, el escenario internacional está signado por una elevada incertidumbre, centrada principalmente en los cambios en la política económica de EEUU tras la asunción de Trump (y sus eventuales impactos) pero alimentada por otros factores como el incierto proceso de salida de Gran Bretaña de la UE y la seguidilla de elecciones clave en la Eurozona y las dificultades de autoridades chinas para resolver sus desbalances estructurales (que son siempre un elevado riesgo latente)

En ese contexto, un escenario más benigno para 2017 sería aquél en el que EEUU se expande sobre la base de mayor participación en el mercado de trabajo, sin presiones inflacionarias y, por ende, con tasas de interés más bajas y un dólar menos revaluado. Esto se reflejaría en un mundo que sigue en crecimiento (3.4% vs 3.1% en 2016), con tasas de interés aún bajas y un flujo de capitales razonable hacia los países emergentes. Además, un dólar que no se aprecia (al menos significativamente) no obligaría a los emergentes a depreciar sus monedas y hace más factible la estrategia de mantener un dólar calmo para evitar que se acelere la inflación en 2017. En principio, un escenario de estas características es el que asumimos como escenario base para este año.

Pero con elevada incertidumbre el escenario base no está exento de riesgos. Sin dudas, la mayor amenaza proviene de que políticas fiscales expansivas de Estados Unidos terminen haciendo subir la inflación, las tasas de interés y el dólar. Aunque también habrá que monitorear el balance de acontecimientos en la Eurozona sin perder de vista al factor China que aunque hoy por hoy parece tener un riesgo acotado sigue enfrentando serios problemas internos con el crédito.

A nivel local, el 2017 será un año marcado por los desafíos derivados de la necesidad de conciliar los requerimientos que impone seguir normalizando la economía



Argentina con las demandas de corto plazo que surgen en año electoral. El gobierno sabe que necesita llegar a las elecciones de octubre, en su mejor “forma” posible. Sabe que, para no sufrir un revés electoral que condicione la gobernabilidad y su capacidad para impulsar reformas en los dos últimos años de gestión (2018-2019) será crucial que la actividad económica y sobre todo el consumo se recuperen. Pero también sabe que necesita dar señales positivas y generar credibilidad acerca de cómo continuará con la agenda de reformas de mediano plazo que la Argentina necesita para crecer a ritmo sostenido, por lo que no puede interrumpir con fines electoralistas la continuidad de la corrección de los desbalances macroeconómicos y distorsiones micro heredados de la gestión anterior.

En ese contexto, la tarea que se le plantea al Gobierno es desafiante. Son varios los objetivos en tensión que deberá administrar. Bajar la inflación y las expectativas inflacionarias mientras se ajustan fuertemente las tarifas de los servicios públicos, reducir el déficit fiscal en año electoral y sin afectar la recuperación de la actividad, apuntalar la competitividad sin la ayuda del tipo de cambio y lograr que mejore el consumo sin apelar a políticas expansivas tradicionales y sin distorsionar los incentivos para que la inversión y la exportación pasen a ser motores de crecimiento a mediano plazo son sin dudas los principales trade offs que dominarán la agenda del 2017.

El gobierno ya ha dado señales de que piensa encarar los trade off´s con un enfoque gradual y pragmático, esto es, “comprar un poco” de un objetivo sin sacrificar demasiado de otro. De materializarse nuestro escenario global base (mundo en crecimiento, con tasas de interés bajas y un flujo de capitales razonable hacia los países emergentes), la estrategia oficial puede rendir resultados y se podría transitar el año con una recuperación de la actividad en torno a 3/3.5%, una inflación menor (de 20.9% a fin de año) y cierta estabilidad cambiaria. Pero de darse un escenario global más pesimista el Gobierno probablemente deba efectuar algún ajuste a sus estrategias.

ITP

INFORME
TRIMESTRAL
DE PROYECCIONES

FEBRERO 2017

ÍNDICE

01. **Contexto internacional:** La economía mundial recupera algo de dinamismo aunque la incertidumbre domina la escena en el arranque de año

 PAG. 04

02. **Contexto local:** Administrando la consolidación del cambio de rumbo. Objetivos en tensión y respuestas de política, claves para lo que sigue

 PAG. 10

03. **La clave del próximo trimestre:** Actividad, Inflación, tarifas y paritarias

 PAG. 16

04. **Escenario de mediano plazo:** De la brocha gorda al pincel. La hora de la “sintonía fina”

 PAG. 21



ABECEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

01. CONTEXTO INTERNACIONAL: LA ECONOMÍA MUNDIAL RECUPERA ALGO DE DINAMISMO AUNQUE LA INCERTIDUMBRE DOMINA LA ESCENA EN EL ARRANQUE DE AÑO

- Las principales economías del mundo (Estados Unidos, Eurozona, Japón y China) cerraron 2016 con mejores números a los esperados, lo cual constituye una buena noticia para la economía global.
- Sin embargo, el 2017 comienza marcado por una incertidumbre que se alimenta de varias fuentes, entre las que se destacan los cambios de administración en Estados Unidos hasta el comienzo del proceso del Brexit que se espera para marzo pero que durará varios años.
- Nuestro escenario base, donde los riesgos que amenazan el escenario global se mantienen en niveles acotados, la economía mundial tiene chances de crecer en 2017 más de lo que lo hizo en 2016 (3.4% vs 3.1%).
- Pero con mayor incertidumbre la variabilidad de los pronósticos aumenta y la tarea de pronosticar se torna más desafiante, por lo que se torna clave un monitoreo permanente del escenario global.

En el plano global el año 2017 arrancó signado por la incertidumbre. Y por una incertidumbre con la que es complejo lidiar porque —como diría un especialista en riesgos— es “muy difícil de modelar”, por ser de origen político. Los factores políticos que generan la incertidumbre son potentes porque tienen entidad para cambiar las reglas de juego de la economía global, como es el caso de los cambios que comienzan a implementarse en la política económica de EEUU tras la asunción de Donald Trump y los pasos que debe dar el Reino Unido en función del voto por el Brexit, proceso que se inicia en marzo próximo pero que durará dos años. Asimismo, los países emergentes están a la expectativa debido a que las consecuencias de la decisión de la FED de pasar a la etapa de incremento de tasas de interés están aún por verse y podrían tornar más escasos los flujos de capital hacia esas economías.

Hoy por hoy, no obstante, podría en realidad pensarse que este clima incierto, al menos en Estados Unidos, no ha sido suficiente para instalar un clima de pesimismo. El indicador que podría citarse en favor de esta hipótesis es que la cotización de los papeles de renta variable viene creciendo sostenidamente, anticipando una política fiscal de Trump más expansiva. Como contracara, a los bonos les ha ido peor.


ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

Para interpretar lo que está ocurriendo en la economía mundial, es importante tomar en cuenta que el FMI dio a conocer recientemente la actualización del World Economic Outlook que había emitido en octubre último. Es un documento clave para la formación de expectativas de quienes deciden en el nivel global. Los puntos más importantes, pueden sintetizarse como sigue:

1. La coyuntura muestra cierta aceleración del ímpetu de crecimiento

en una serie de economías importantes, dejando atrás el deslucido desempeño del año pasado pero al mismo tiempo la incertidumbre ha aumentado debido a la mayor dispersión de los riesgos que rodean el pronóstico a corto plazo. La proyección central es que el mundo crecerá a una tasa de 3,4% en 2017 y 3,6% en 2018, frente al 3,1% de 2016. La evolución más alentadora se basa en una mejor trayectoria esperada en Estados Unidos, China, Europa y Japón.

> WEO – Nuevas Proyecciones 2017-2018

	2016 oct-16	2017 oct-16	2017 ene-17	2018 ene-17
Mundo (ppp)	3,1	3,4	3,4	3,6
Mundo (precios de mercado)	2,4	2,8	2,8	2,9
Desarrollados	1,6	1,8	1,9	2,0
EE.UU	1,6	2,2	2,3	2,5
Euro Zona	1,7	1,5	1,6	1,6
Japón	0,5	0,6	0,8	0,5
China	6,6	6,2	6,5	6,0
Emergentes (sin China)	3,1	4,6	4,5	4,8
India	7,6	7,6	7,2	7,7
LATAM	-0,6	1,6	1,2	2,1
Brasil	-3,3	0,5	0,2	1,5
Argentina	-1,8	2,7	2,2	2,8

2. Hubo una significativa revaloración de los activos, en el marco de un fuerte aumento de las tasas de interés internas a más largo plazo, una apreciación del mercado de renta variable y un alza de las expectativas inflacionarias a más largo plazo en las economías avanzadas, y marcadas fluctuaciones opuestas entre el dólar (al alza) y el yen (a la baja).


ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

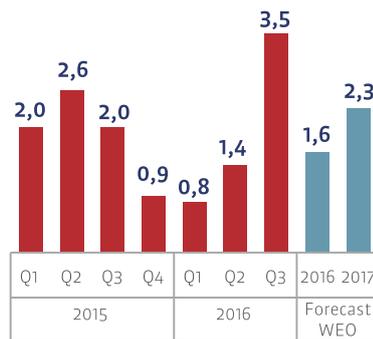
INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

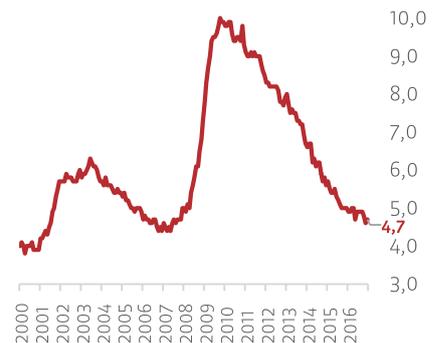
- 3. Se anticipa una política fiscal más expansiva en Estados Unidos que le exigirá a la Reserva Federal un ritmo más acelerado de aumento de las tasas de interés.** El mejor escenario es el de un aumento no inflacionario sostenido del crecimiento, caracterizado por una mayor participación en la fuerza laboral y una expansión significativa del stock de capital y la infraestructura nacional, lo que permitiría moderar el alza de las tasas de interés. Un escenario menos alentador se daría si hay una ocupación plena de una capacidad más rígida. Habría presiones inflacionarias y la curva de las tasas de interés tendría que empinarse para contener los precios. El dólar se apreciaría con fuerza, el crecimiento real disminuiría, el desbalance presupuestario se acentuaría y el déficit en cuenta corriente se ahondaría.

> **USA: Indicadores reales robustos**

Producto Interno Bruto (PIB).



Tasa de Desempleo (en %)



- 4. La mejora del crecimiento que proyecta el FMI para China en 2017 es uno de los factores que más contribuiría a la recuperación mundial más intensa en 2017.** Pero también aquí está presente la incertidumbre debido al riesgo de una desaceleración brusca proveniente de la expansión rápida e ininterrumpida del crédito, los problemas de la deuda empresarial y el persistente respaldo que brinda el gobierno a empresas estatales ineficientes.



ABCEB

hacemos más real la economía real

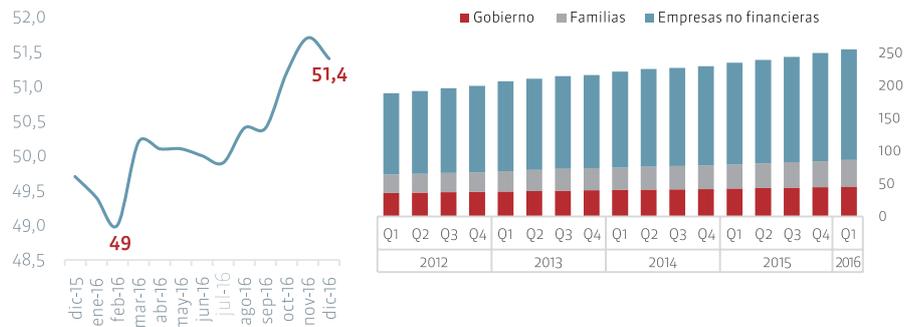
ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

> China: Se estabilizó el crecimiento de corto pero crecen los desequilibrios de largo plazo

Índice PMI (de gestores de compras).
Manufacturas.



4. Una vulnerabilidad que puede llevar a malas políticas –proteccionismo y guerras comerciales– es que el FMI percibe una mayor antipatía popular al comercio internacional, la inmigración y el multilateralismo en Estados Unidos y Europa. En este contexto, en Europa las condiciones de la salida británica de la Unión Europea aún no están decididas y el calendario de elecciones nacionales es apretado, lo cual plantea la posibilidad de repercusiones económicas desfavorables, tanto a corto como a más largo plazo. En EEUU, por su parte, las primeras medidas adoptadas por Trump convalidan la tendencia de que se va hacia un mundo más proteccionista. La decisión de retirar a EEUU del TPP y la suspensión (por ahora transitoria) del ingreso de productos al mercado americano (que afectó, entre otros, a los limones de Argentina) son un claro ejemplo de ello. Estados Unidos se está empezando a comportar como un país grande, no como un país líder y ello podría tener implicancias muy negativas sobre la economía mundial. El gobierno norteamericano tiene todo el derecho de defender sus intereses nacionales. Pero justamente por ser la economía más grande e innovadora, es en su propio interés que debe tener en cuenta que sus decisiones ejercen un efecto directo sobre el equilibrio global y considerar que si ese efecto es perjudicial para la economía mundial, lo será a la larga también para Estados Unidos. En un mundo de cadenas globales de valor es difícil concebir un mundo signado por el proteccionismo y que conserve el mismo nivel de bienestar



ABCEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

En este contexto, los policymakers en todo el mundo en general y en el mundo emergente en particular, están a la expectativa de cómo vayan evolucionando los factores que alimentan la incertidumbre.

Un escenario más benigno para 2017 sería aquél en el que Estados Unidos se expande sobre la base de mayor participación en el mercado de trabajo, sin presiones inflacionarias y, por ende, con tasas de interés más bajas y un dólar menos revaluado. Esto se reflejaría en un mundo que sigue en crecimiento, con tasas de interés aún bajas y un flujo de capitales razonable hacia los países emergentes. Además, un dólar que no se aprecia (al menos significativamente) no obligaría a los emergentes a depreciar sus monedas y hace más factible la estrategia de mantener un dólar calmo para evitar que se acelere la inflación en 2017. En principio, un escenario de estas características es el que asumimos como escenario base para este año.

Aunque el escenario base anterior no está exento de riesgos. Sin dudas, la mayor amenaza proviene de que políticas fiscales expansivas de Estados Unidos terminen haciendo subir la inflación, las tasas de interés y el dólar. Pero tampoco puede perderse de vista el riesgo (que hoy por hoy parece acotado pero sigue latente) de que China crezca poco debido a sus problemas internos con el crédito.

Por último una consideración final especial (por su impacto en la Argentina) merecen las perspectivas de la economía brasileña. La realidad es que con una actividad económica que mostró un desempeño decepcionante en el último tramo de 2016, los pronósticos para 2017 se han revisado a la baja, proyectándose hoy una suba del PBI de apenas 0.6%, prácticamente la mitad de lo que se preveía apenas tres meses atrás.

Como sucede en el mundo, por detrás de este escenario menos favorable está también el aumento de la incertidumbre (fundamentalmente de origen político) que ha afectado en forma creciente a la economía brasileña en los últimos meses. El recrudescimiento de las causas de corrupción en contra del Gobierno no da tregua a las autoridades y reduce sus márgenes de maniobra para impulsar reformas. Además, sigue pendiente la decisión del Tribunal Supremo Federal sobre si la fórmula presidencial Rousseff-Temer apeló a actos ilegales para financiar la campaña electoral o no, lo que no permite descartar la salida de Temer o la continuidad de un gobierno debilitado.



ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

FEBRERO 2017

Ligadas a la incertidumbre política también están las dudas que despierta la cuestión fiscal, sobre la cual estará puesto el foco en 2017, tanto en lo relativo a la aprobación como a la implementación de las reformas. En diciembre del año pasado el Senado aprobó la modificación constitucional que limita el aumento del gasto federal a la tasa de inflación del año previo siendo 2017 el primer año en que entrará en vigencia. Esta modificación revertiría una tendencia de 20 años de subas ininterrumpidas del gasto público en términos reales y habilitaría una corrección gradual del déficit fiscal en la medida en que la economía vuelva a crecer. Sin embargo, sin la sanción de la reforma previsional (aún pendiente de aprobación por el Parlamento), el cumplimiento de los límites constitucionales al aumento del gasto público serían inviables. En definitiva, como en el mundo, para Brasil también será clave despejar las incertidumbres que lo aquejan. Sólo de lograr sortearse los desafíos en forma más o menos satisfactoria, la economía brasileña tendría el camino pavimentado para una moderada recuperación en 2018.

[»» Volver al índice](#)



ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

02. CONTEXTO LOCAL: ADMINISTRANDO LA CONSOLIDACIÓN DEL CAMBIO DE RUMBO. OBJETIVOS EN TENSIÓN Y RESPUESTAS DE POLÍTICA, CLAVES PARA LO QUE SIGUE

- 2017 será un año clave para la consolidación del cambio de rumbo que impulsa la administración de Mauricio Macri.
- El gobierno deberá lidiar con los desafíos que impone seguir normalizando la economía, sin descuidar los objetivos de corto plazo que estarán en el centro de la escena este año: elecciones y recuperación de la actividad
- La estrategia parece estar definida. El Mix elegido: combo de gradualismo y pragmatismo.
- El camino por el que optó el gobierno puede rendir resultados de materializarse un escenario global moderadamente optimista (sin eventos disruptivos). La economía puede iniciar la fase de recuperación y crecer en torno a 3/3.5% en 2017, con inflación menor y relativa estabilidad cambiaria. Aunque en un contexto global y local dominado por las incertidumbres de origen político habrá que estar atentos para ir ajustando los pronósticos.

Tras un 2016 de correcciones macroeconómicas y cambio en las reglas de juego de mediano plazo (que llevaron a una caída del PBI estimada en 2.3%), **el 2017 será un año signado por las tensiones derivadas de la necesidad de conciliar los requerimientos que impone seguir normalizando la economía argentina con las demandas que naturalmente surgen en año electoral.**

El gobierno del Frente Cambiemos sabe que necesita llegar al mes de octubre, cuando tienen lugar las elecciones legislativas con la economía en su mejor “forma” posible. En otras palabras, sabe que para no sufrir un revés electoral que condicione sustancialmente la gobernabilidad y su capacidad para impulsar reformas en los dos últimos años de gestión (2018-2019) será crucial que la actividad económica y, en particular, el consumo se recuperen tras la caída verificada en 2016. Pero, a la vez también sabe que necesita dar señales positivas a los inversores y generar credibilidad acerca de cómo continuará con la agenda de reformas a mediano plazo que permitan poner a la Argentina en un sendero de crecimiento sostenido impulsado por la inversión, la productividad y la exportación, para lo cual no puede interrumpir (aunque si graduar) la continuidad de la corrección de los desbalances macroeconómicos y distorsiones micro heredados de la gestión anterior.


ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

> Los trade offs que enfrenta el gobierno



...en un contexto en que el Gobierno **no puede descuidar las prioridades del corto plazo**

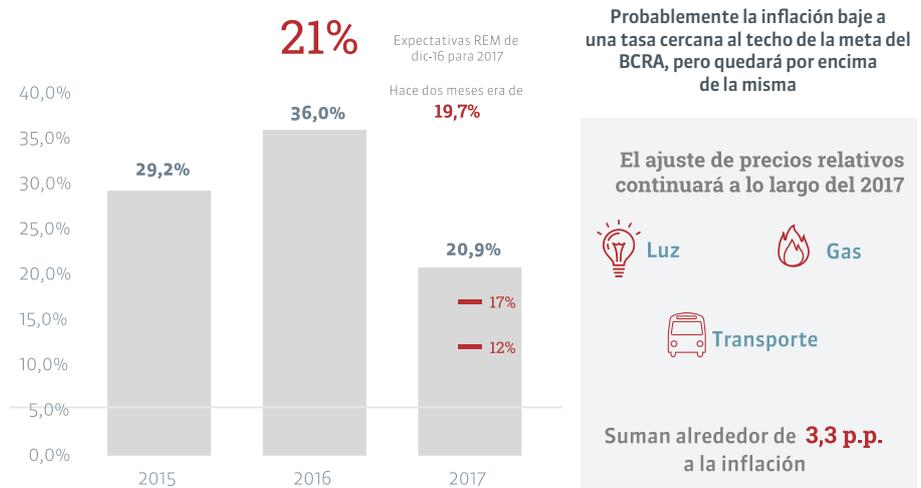
ELECCIONES
LEGISLATIVAS



RECUPERACIÓN DE
LA ACTIVIDAD

En este sentido, el Gobierno tiene por delante una tarea sumamente desafiante. Es que son varios los objetivos en tensión que deberá tratar de administrar. Bajar la inflación y las expectativas inflacionarias mientras se ajustan fuertemente las tarifas de los servicios públicos, reducir el déficit fiscal en año electoral y sin afectar la recuperación de la actividad, apuntalar la competitividad sin la ayuda del tipo de cambio y lograr que mejore el consumo sin apelar a políticas expansivas tradicionales y sin distorsionar los incentivos para que la inversión y la exportación pasen a ser motores de crecimiento a mediano plazo son sin dudas los principales trade offs que el gobierno deberá afrontar en este 2017 electoral.

> Inflación. Var % i.a



ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

Teniendo en cuenta los objetivos en tensión, y sin abandonar el enfoque gradualista en la resolución de los problemas pendientes, el Gobierno arrancó el año mostrando un fuerte activismo en varios frentes. En primer lugar, el Presidente impulsó una renovación del Gabinete. La salida de Prat Gay y la división del Ministerio de Economía en dos (Ministerio de Hacienda con Nicolás Dujovne a la cabeza y el Ministerio de Finanzas, con Luis Caputo) constituyó una señal de mayor preocupación por lo fiscal (aunque sin perder la visión gradualista). El reemplazo de Carlos Melconión por un economista de sesgo más heterodoxo como Javier Gonzalez Fraga al frente del Banco Nación, pretende señalar un compromiso mayor por la actividad y la economía real. La salida de Isela Costantini de Aerolíneas Argentinas muestra la preocupación oficial por tener un gabinete más compacto y alineado en año electoral. En tanto que el alejamiento del Secretario de obras públicas apunta a dar la señal de que el Gobierno buscará reducir las ineficiencias y acelerar los proyectos de obra pública.

Pero además, el Gobierno está anunciando o implementando un conjunto de medidas que apuntan a aprovechar las oportunidades, acotar las amenazas que presenta un comienzo de 2017 cuya característica distintiva es la incertidumbre y consolidar el cambio de rumbo en un marco de tensión de objetivos.

Las iniciativas que está proponiendo el gobierno se orientan en tres direcciones básicas:

- Promover la demanda de trabajo por parte de las firmas
- Reducir los costos para mejorar la competitividad
- Introducir mejoras microeconómicas en la gestión del sector público con el objetivo ahorrar recursos, pero evitando un ajuste.
- Invertir en mejorar su reputación para atraer inversiones en un mundo de incertidumbres.

Como ejemplos de lo anterior pueden citarse la reforma por decreto del régimen de ART; los cambios en las condiciones para los extranjeros que deseen entrar a la Argentina; la intención de extender a otros sectores el tipo de acuerdo a que se llegó en el caso de Vaca Muerta y la fuerte presencia ministerial en Davos.

Esta estrategia es natural: primero, en un año electoral, generar empleo es clave; segundo, como se espera que el dólar probablemente pierda ante la inflación en 2017, es muy importante actuar sobre la competitividad por vías de reducción de costos diferentes a la depreciación y, tercero, para



ABCEB
hacemos más real la economía real

ITP

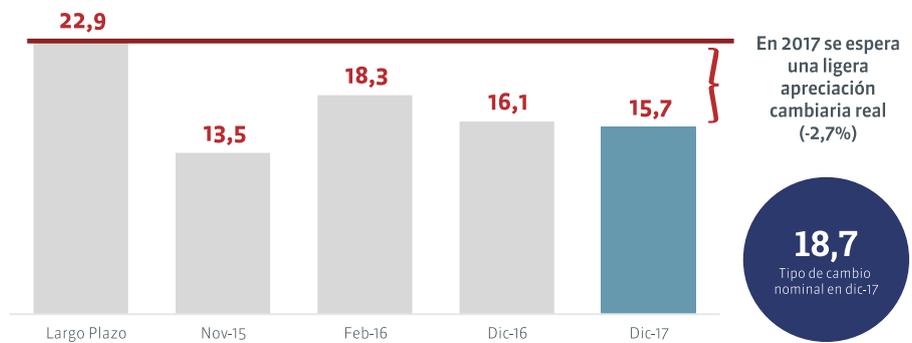
INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

hacer viable el gradualismo, la mejora en la eficiencia microeconómica del sector público es central para reducir el déficit y evitar los problemas de sustentabilidad de la deuda. Por su parte, generar confianza para acceder al crédito y las inversiones es una parte esencial del plan que el gobierno tiene para 2017. En un año electoral, necesita el financiamiento externo y las inversiones directas y de cartera para mantener el gradualismo fiscal, la tasa de inflación en 1,5% mensual o menos y un nivel de actividad razonable y que no dependa tanto de la inversión pública y la evolución de los salarios reales.

> Mejorar la competitividad es clave porque no se habrá ayuda del tipo de

Tipo de Cambio Real Multilateral. A precios dic-16.



Aunque habrá que monitorear el “**impacto Trump**” en las monedas emergentes

Probablemente, **la hiperactividad del gobierno orientada a ganar reputación internacional, mejorar la gestión del gasto como opción al ajuste fiscal y reducir los costos domésticos para generar empleo y competitividad se debe a que no tiene un plan B que sea funcional al año electoral, en el caso de que se produjera un debilitamiento en el flujo de capitales.** Un escenario de menor oferta de dólares influiría negativamente sobre dos de los pilares de la estrategia del equipo económico: el uso de financiamiento externo para sostener el gradualismo fiscal y el incremento en la oferta de dólares que ese financiamiento genera, que es fundamental para sostener un tipo de cambio nominal que contribuya a desacelerar la inflación. Por otra parte, construir reputación sirve para promover la tan ansiada lluvia de inversión extranjera directa que, de ocurrir, podría impulsar el crecimiento incluso más allá de las proyecciones del gobierno.



ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

Nótese que de materializarse nuestro escenario global base (con un mundo en crecimiento, con tasas de interés bajas y un flujo de capitales razonable hacia los países emergentes), la estrategia oficial puede rendir resultados.

Además, un dólar que no se aprecia no obliga a los emergentes a depreciar sus monedas y hace más factible la estrategia de mantener un dólar calmo para evitar que se acelere la inflación en 2017. **Pero darse un escenario global más pesimista—donde las políticas fiscales expansivas de Estados Unidos hacen subir la inflación, las tasas de interés y el dólar, y en el que China crece poco por sus problemas internos con el crédito—al gobierno le resultaría más difícil mantener sus políticas sin cambio.** En ese caso, probablemente actuar en el nivel de la eficiencia del gasto y sobre los costos argentinos no sería suficiente para resistir la presión a la salida de capitales y a una mayor depreciación del peso. En un contexto así, el alto nivel de dolarización de los portafolios no ayudaría, pues también habría salidas de capital impulsadas por ahorristas argentinos que podrían incrementar sus tenencias de dólares. No hay que olvidar, en relación con esto, que a pesar del mayor orden monetario impuesto por el Banco Central, durante 2016 hubo una demanda fuerte de dólares para la formación de activos en manos de particulares.

En suma, el gobierno está recurriendo a los instrumentos que tiene a su alcance para mantener el gradualismo como una opción válida, Por ello, en principio, la economía debería estar por comenzar una fase de recuperación.

> Escenario base 2017



Necesita que el consumo repunte en el corto plazo aunque a mediano plazo la inversión y las exportaciones deberán ser los principales motores del producto



ABCEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

De hecho nuestras proyecciones apuntan a una suba del PBI en torno a 3%/3,5% en 2017, apalancada en una moderada suba del consumo (traccionada por la mejora de los salarios reales de 2%/3%, la recuperación del empleo privado, la suba del crédito en términos reales en un contexto de menores tasas de interés) También se prevé un suba de la inversión (8%) impulsada por la puesta en marcha de importantes proyectos de obra pública (que podría sumar un punto a la suba del PBI) y una recuperación de la inversión privada tras la fuerte caída de 2016. Las exportaciones también mostrarán en 2017 una recuperación (un 3,5% i.a en volumen) de la mano de la mayor cosecha, y el fin de la recesión en Brasil que podría impulsar las ventas externas de manufacturas industriales (especialmente autos). **La menor inflación también tendría efecto reactivante (aunque en un contexto de ajuste de tarifas) difícilmente se logre cumplir con las metas que se trazó el BCRA. De hecho nuestras previsiones apuntan a una tasa de inflación de 20,9% en diciembre de 2017 versus diciembre de 2016** (y un promedio anual de 24,3%) cuando el Banco Central estableció un rango meta de 12%/17%.

La incógnita que aún queda es si con este desempeño esperado, la economía le sumará votos al oficialismo en las elecciones de octubre. Mirando los ciclos electorales previos queda claro que cuando la economía voló (2005 -2007 -2011) y la tasa de inflación y el tipo de cambio se mantuvieron estables, la economía jugó un papel crucial en los triunfos oficialistas. Claramente 2017 no será un año de ese tipo. El crecimiento (moderado) no sumará muchos (aunque tampoco restará) votos al oficialismo, en tanto que inflación en declive y estabilidad cambiaria pueden ayudar. Con todo, da la sensación de que un buen resultado electoral para el oficialismo va a depender más de factores extraeconómicos que del aporte adicional que le imprima una economía en recuperación moderada. Por lo pronto cabe destacar que el resultado electoral será un factor clave al momento de afinar los pronósticos 2018-2019. Un resultado satisfactorio para el oficialismo daría un sesgo al alza a las proyecciones de los años siguientes porque podría acelerar el arribo de inversiones en un marco más favorable para consolidar el cambio de rumbo que impulsa el gobierno. Una derrota (y cuanto más dura peor), en cambio, sumaría incertidumbre y obligaría a revisar las tasas de crecimiento esperado 2018-/2019 hoy en torno a 3% anual.

[>> Volver al índice](#)



ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

03. LA CLAVE DEL PRÓXIMO TRIMESTRE: ACTIVIDAD, INFLACIÓN, TARIFAS Y PARITARIAS

En el primer trimestre de 2017, las miradas estarán enfocadas en dos planos.

Por un lado, los analistas estarán atentos a cómo marcha el nivel de actividad a fin de determinar fehacientemente que la economía argentina haya dejado atrás la recesión en el cuarto trimestre de 2016 y comenzado la tan esperada fase de recuperación económica .

Por otro, se seguirá con atención cómo sorteará el gobierno los desafíos derivados de uno de los principales trade offs que enfrenta, que tiene que ver con consolidar el sendero de desinflación en un contexto de recuperación de la actividad mientras se ajustan tarifas y se negocian paritarias tras un año de fuerte caída del salario real.

En materia de actividad, el primer trimestre mostrará aún datos magros en la comparación anual y habrá que esperar al segundo y tercero para ver mejores números.

Por el lado de la inflación los números del arranque de año vendrán “calentitos”. Con las subas en los precios de naftas, prepagas, peajes, más los ajustes en electricidad, gas, colegios y eventualmente transporte, la inflación difícilmente baje de 1,8/2% mensual en el primer cuatrimestre (equivalente al 25% anualizado).

En ese contexto, bajar las expectativas inflacionarias y llegar a fin de año con una tasa de inflación de 17% como pretende el BCRA, luce muy poco probable (salvo un apretón monetario, poco factible en año electoral).

Mientras que la pauta salarial del 18% que impulsan varios sectores del gobierno, tampoco tiene muchas de prosperar con éxito. Con salarios nominales creciendo al 18%, los salarios no le ganarán a la inflación, el consumo no se recuperará y sin recuperación del consumo el desempeño de la economía en todo 2017 sería muy pobre. De ahí que veamos paritarias, en promedio, cerrando más cerca de 27% que del 18% “oficial”.

.....

Tal como indicamos, el cuadrilátero actividad – inflación – tarifas y paritarias estará en el centro de la escena en los primeros meses del año. Y aquí son varias las consideraciones que cabe realizar. Colegidos (¿y un eventual reacomodamiento de los



ABCEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

FEBRERO 2017

En cuanto al **nivel de actividad** es importante resaltar que en el primer trimestre del año en curso habrá que ser muy cuidadosos al momento de analizar los indicadores que se vayan publicando mirando más que nunca el comportamiento “en el margen” de las variables, más que la comparación interanual, para evitar extraer conclusiones erróneas. Cabe recordar que el primer trimestre del 2016 no fue un trimestre estrictamente malo (de hecho, el PBI mostró entonces una suba interanual de 0,6%; y el consumo privado, de 2,2%), lo que deja una base elevada al momento de efectuar comparaciones interanuales. Así, son varios los indicadores, que aun mostrando mejoras respecto de los guarismos verificados en los meses previos (como viene sucediendo con los índices de la actividad de la construcción en el cierre del 2016), terminen ubicándose en el arranque de 2017 por debajo de sus niveles de igual período del año previo.

En este contexto, cabe esperar que el primer trimestre de 2017 muestre números mucho más flojos en la comparación interanual que el resto de los trimestres del año. De hecho, nuestras previsiones apuntan a una suba del PBI en el primer trimestre de 2017 en torno a 1,9% interanual en el escenario base, pero que podría rondar sólo 1% en un escenario más conservador. Claramente, se trata de números magros si se los compara con crecimientos que podrían acercarse a 4% i.a. en los dos trimestres subsiguientes. El consumo privado (principal componente del PBI, al representar el 72% del mismo) mostraría también en el primer trimestre de este año niveles no muy diferentes a los de un año atrás (+1,7% arriba en el escenario base y apenas 0,5% en el escenario conservador). Nótese que aún con un primer trimestre exhibiendo un consumo privado cuasi estancado, en la comparación interanual el PBI podría crecer entre 3,0-3,5% en 2017.

En relación a los trade-off's derivados de la relación entre inflación, tarifas, paritarias y nivel de actividad, lo que suceda en los primeros tres o cuatro meses del año es clave porque marcará la cancha de lo que se viene.

Es que en el primer trimestre **tendremos, por un lado, los impactos del primer tramo de ajustes previstos para las tarifas de servicios públicos**. A la suba de las naftas, que pegó en la segunda mitad de enero y la primera quincena de febrero, se sumará en febrero la suba de electricidad, prepagas y peajes, en marzo nuevamente la electricidad y los colegios, mientras que en abril vendrá la suba del gas y eventualmente el reajuste en las tarifas de transporte público. En marzo impactará el aumento de las cuotas de los colegidos (¿y un eventual reacomodamiento de los precios en el transporte público?),



ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

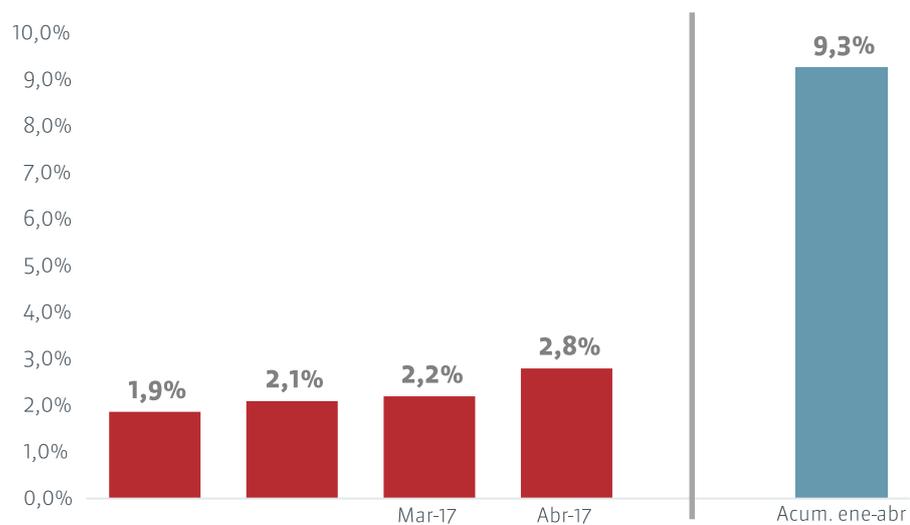
FEBRERO 2017

en tanto que en abril vendrá la suba programada de las tarifas de gas (que volverá a ajustarse en octubre). Con todo, es probable que cerremos un primer cuatrimestre con una inflación “piso” acumulada del orden de 9% que deja un escenario desafiante para el proceso de desinflación en lo que resta del año. Además, si miramos la inflación núcleo (que no incluye bienes regulados o con comportamiento estacional), la misma se habría ubicado en enero en niveles superiores incluso a los de diciembre (+1,7% mensual, equivalente a 22,4% anualizado) y todo sugiere que difícilmente se mueva por debajo del 1,8% mensual en el primer trimestre.

Con todo, y considerando que los ajustes de tarifas públicas le agregarían a la inflación alrededor de 3,5 puntos en todo el año, luce muy difícil pensar que el BCRA pueda lograr siquiera el techo de su meta fijada para diciembre de este año de 17%-12%. De hecho, las expectativas de inflación del mercado apuntan a un número más cerca de 21% para diciembre que del 17%. En principio, el Banco Central podría intentar alcanzar su objetivo inflacionario intentando aplicar una política monetaria mucho más restrictiva (subiendo la tasa de interés), pero de hacerlo se correría el riesgo de frenar la tibia recuperación de la actividad que empieza asomar. En año electoral, luce difícil imaginar que el Gobierno opte por una estrategia de este tipo. De ahí que esperamos que el año cierre con una inflación punta de 20,9% (dic-2017 versus dic-2016), superior a la meta y una inflación promedio de 24,3%.

Se espera un primer cuatrimestre caliente en términos de inflación

> Índice de Precios al Consumidor. Variaciones mensuales (estimaciones ABCECB)



drivers

Naftas
+8%Prepagas
+6%
Electricidad
+35%
PeajesElectricidad
+25%
ColegiosTransporte*
+25%/30%

*Aún sin anuncio formal del gobierno


ABCECB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

FEBRERO 2017

Por otro lado, además de las tarifas, en los primeros cuatro meses del año se delineará otra variable clave no sólo para la inflación sino también para la velocidad de recuperación del nivel de actividad que es el ajuste salarial, donde el camino que hay por delante tampoco luce sencillo. Algunos sectores del gobierno (no todos) quieren que las paritarias cierren este año en la zona de 18%. Pero esta pauta salarial (sería funcional al objetivo del BCRA de intentar bajar las expectativas de inflación) plantea desafíos para el gobierno. Es que una suba de salarios de sólo 18% no sólo no permitiría recuperar la pérdida del poder adquisitivo de 2016 sino que, con un BCRA que difícilmente logre alcanzar sus metas tampoco permitiría que los salarios le ganen a la inflación este año. Y si los salarios no le ganan a la inflación, el consumo privado (que representa el 72% del PBI) no se recuperará y la economía exhibirá en 2017 un muy magro desempeño (sólo con inversión y exportaciones no alcanza para crecer a buen ritmo en el corto plazo).

Así, para que el consumo pueda crecer en torno a 3%, es imprescindible entonces que los salarios le ganen a la inflación por al menos una magnitud similar. Pero para que los salarios le ganen a una inflación promedio de en torno a 24,3% (como prevemos), los salarios nominales deberían subir en promedio en torno a 27,5% en el año, que es la previsión de nuestro escenario base. Además, desde el punto de vista de la gobernabilidad y las chances de mantener los niveles de conflictividad gremial en niveles acotados, cabe resaltar que subas salariales de la magnitud que asume ABECEB tienen más chances de prosperar en una negociación con los sindicatos. Aunque no sin idas y vueltas y tensiones en el medio, considerando que los sindicatos tratarán de redoblar las presiones en año electoral, buscando negociar salarios mirando la inflación pasada y no la inflación esperada como pretende el Gobierno. El juego recién comienza. Los primeros en recalentar las discusiones serán los maestros. La pauta oficial del 18% no los conforma. Así por ejemplo, los gremios docentes de la Provincia de Buenos Aires (SUTEBA) pedirán una suba piso de 25%, acompañada de las típicas amenazas de no empezar las clases. En el sector privado, la mayoría de los sindicatos ya anticipó que pedirá un 35%, para recuperar parte de entre 6 y 9 puntos porcentuales que ellos estiman perdieron de poder adquisitivo los salarios el año pasado.

Además en la discusión, el Gobierno buscará impulsar en las negociaciones salariales que se vienen las cláusulas por productividad. Desde el Ministerio de Trabajo pretenden impulsar acuerdos que atan la mejora salarial a la efectividad laboral. Dicho de otro modo, reduce costos laborales duplicando



ABECEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

FEBRERO 2017

tareas para un mismo trabajador, achicando pagos y beneficios extras y suspende los despidos a cambio de un menor aumento de sueldo.

Marítimos, navieros, mecánicos, mineros y algunos energéticos estarían dispuestos a discutir cláusulas de este tipo, como ya se hizo con el Acuerdo de Vaca Muerta (donde se acordó por ejemplo la eliminación de las horas taxi, el cambio del diagrama 2x1 a 1x1 -un solo día de descanso por cada dos de trabajo en lugar de uno como antes- menores límites al trabajo con viento-, etc.), con medidas que además de buscar impulsar la inversión tienden a reducir el costo laboral en un contexto de preservación del empleo. Si bien este tipo de acuerdos claramente constituyen un avance en el sentido correcto porque apunta a reducir las ineficiencias y el costo argentino que afecta la productividad agregada, serán medidas que, de generalizarse probablemente impacten a nivel macro más en el mediano plazo que en el corriente año.

[>> Volver al índice](#)



ABECEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

04. ESCENARIO DE MEDIANO PLAZO: DE LA BROCHA GORDA AL PINCEL. LA HORA DE LA “SINTONÍA FINA”

El 2016 fue un año de transición. Se establecieron las bases de un nuevo régimen macroeconómico, se empezaron a definir nuevas reglas de juego y se orientaron las acciones a tratar cambiar el modelo de crecimiento de mediano plazo, más sustentado en la inversión, las exportaciones y la productividad que en el consumo y el gasto público.

Claro está la tarea no es sencilla. Tal como indicamos en los capítulos anteriores, 2017 será un año desafiante donde habrá que armonizar las tensiones derivadas de seguir normalizando la macroeconomía con las demandas de la coyuntura política y económica de corto plazo en buena medida asociadas al ciclo electoral.

La forma en que el gobierno logre conciliar sus objetivos de corto plazo con los requerimientos del mediano plazo serán cruciales para lo que sigue más allá de 2017.

En este sentido, ahora el desafío de la agenda pensando en la consolidación del rumbo a mediano plazo pasará por avanzar a paso firme en la “sintonía fina” y no sólo en el plano de la macro sino también a nivel sectorial.



El término trade off, habitualmente utilizado por los economistas, describe una situación en la que nos vemos forzados a elegir entre dos opciones con distintas cualidades. Algo así como la historia de la manta corta que solamente puede cubrir los pies o la cabeza.

Los trade off abundan en la política y la economía de cualquier país, pero toman mayor importancia durante procesos de cambio, como el que está viviendo actualmente la Argentina. Así, el gobierno nacional debe elegir entre combatir la inflación o realizar una política más laxa de tasas de interés para reactivar la actividad; entre un ordenamiento rápido del sector energético o una mayor gradualidad en los aumentos tarifarios; entre aplicar medidas para reducir el impacto de la importación o permitir la entrada de productos para reducir los precios del mercado interno; entre bajar el déficit fiscal u optar por un mayor gradualismo aún a coste de aumentar el endeudamiento... y podríamos seguir.


ABCEB

hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

El término trade off, habitualmente utilizado por los economistas, describe una situación en la que nos vemos forzados a elegir entre dos opciones con distintas cualidades. Algo así como la historia de la manta corta que solamente puede cubrir los pies o la cabeza.

Los trade off abundan en la política y la economía de cualquier país, pero toman mayor importancia durante procesos de cambio, como el que está viviendo actualmente la Argentina. Así, el gobierno nacional debe elegir entre combatir la inflación o realizar una política más laxa de tasas de interés para reactivar la actividad; entre un ordenamiento rápido del sector energético o una mayor gradualidad en los aumentos tarifarios; entre aplicar medidas para reducir el impacto de la importación o permitir la entrada de productos para reducir los precios del mercado interno; entre bajar el déficit fiscal u optar por un mayor gradualismo aún a coste de aumentar el endeudamiento... y podríamos seguir.

El gobierno ya ha dado señales de que piensa encarar los trade off's con un enfoque gradual y pragmático, esto es, "comprar un poco" de un objetivo sin sacrificar demasiado de otro. Así, como vimos, buscará bajar la tasa de inflación y las expectativas inflacionarias con políticas monetaria restrictiva pero no tan contractiva como para inhibir la recuperación de la economía ni para compensar el impacto inflacionario del ajuste de tarifas. También buscará bajar (algo) el déficit fiscal pero por la vía de hacer más eficiente el gasto público que por el camino del ajuste tradicional. Siempre mirando los resultados en función de la marcha de la economía, y sobre todo, de las necesidades políticas, especialmente en un año de elecciones.

Pero lo que debe quedar en claro es que este tipo de trade-offs no son inalterables. Por el contrario, las decisiones que se tomen en el presente definirán en gran parte las que haya que tomar en el futuro. El ejemplo más famoso en economía es el de la famosa curva de Phillips: en el corto plazo el gobierno tiene margen de decisión para optar entre una menor tasa de desempleo a costa de una mayor inflación; pero si nada cambia la inercia inflacionaria exigirá aumentos de precios cada vez mayores para mantener el nivel de actividad.

Con esto en mente, **la pregunta que surge es, ¿no hay nada que se pueda hacer para aliviar los costos de estas decisiones? Bien, este es uno de los roles de la política microeconómica. La misma permite hilar fino e incrementar la efectividad de las políticas macro, decidiendo por ejemplo, sobre qué sectores aplicar una mayor o menor protección o cuáles se encuentran cohibidos por fallas de coordinación, deficientes servicios u otras cuestiones que caen bajo la responsabilidad del sector público.**



ABCEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

FEBRERO 2017

El gobierno parece haber entendido la importancia de estas políticas. De hecho, poco después de asumir presentó su plan productivo nacional, dejando claro las intenciones de política para los distintos sectores. **Pero la sensación es que la aplicación de varias medidas se está retrasando y que todavía falta afinar detalles no menores de la política industrial.**

Por un lado, **en varios sectores resta definir cuestiones relacionadas al marco regulatorio.** Así por ejemplo, se sigue demorando la reglamentación que habilitará contratos de compra-ventas de electricidad entre privados, anunciada inicialmente para diciembre y ahora para abril. En tanto que en minería todavía no se definió el Acuerdo Federal Minero ni se completó el inventario de glaciares, que algunos anunciaban para fines del año pasado.

Por otro, **en la política industrial parecen hacer falta objetivos más concretos.** Está claro que nos encaminamos hacia una economía más abierta, pero... ¿a qué ritmo? ¿en dónde persistirán restricciones?. Sin estas definiciones, no puede esperarse una reacción interesante de los sectores involucrados. Para aquellos que tengan oportunidades de reconvertirse o adaptarse mediante la inversión, la mejor estrategia seguirá siendo esperar.

La falta de definiciones suele tener un impacto negativo sobre la llegada de inversiones a la economía real, uno de los pilares de la estrategia gubernamental, y precisamente la variable que debería ayudar a sortear los trade-offs mencionados a nivel macro. **Lo interesante es que muchas de estas medidas no requieren necesariamente una aplicación inmediata. Como la inversión precede en el tiempo a la producción, puede alentarse fijando objetivos claros a futuro, y así acortar el período de transición sin dejar de lado la gradualidad. Mayores precisiones desde la micro pueden terminar aliviando problemas fundamentalmente de la macro.**

La aceleración de definiciones por parte del policy maker y la reducción de las incertidumbres remanentes será sin dudas un factor que coadyuvará a consolidar un proceso inversor que en 4/5 años logre aumentar en 4/5 puntos la participación de la inversión en el PBI, que es lo que necesita la Argentina para crecer a ritmo sostenido.

[>> Volver al índice](#)



ABCEB
hacemos más real la economía real

