

ADIOS GRADUALISMO ¿HOLA RESTRICCIÓN MONETARIA?

DESAYUNOS IAEF

4 de OCTUBRE 2018

Alfredo Gutiérrez Girault

El sudden stop internacional versión 2018

- **Desde marzo se frena el ingreso de capitales hacia las economías emergentes.**
- **La repatriación de capitales desde EE.UU. más la necesidad de financiar un déficit fiscal mayor más el aumento de la aversión al riesgo.**
- **Entre abril y septiembre se abrieron dos ventanas, una en julio duró 2 semanas; la otra es la actual.**
- **Las colocaciones de deuda soberana de las economías emergentes es entre 30% y 50% menores a las de 2017. Y el riesgo soberano subió 90 puntos.**
- **Las economías mas débiles y/o menos preparadas son las más castigadas: Turquía, Indonesia, Sudáfrica, Brasil y Argentina**

FLUJO DE CAPITALES A ECONOMIAS EMERGENTES (u\$s mmm)

	ACCIONES	BONOS	TOTAL
2007	51	43	94
2008	-48	-1	-49
2009	84	50	134
2010	97	86	183
2011	-49	52	3
2012	51	103	153
2013	-25	0	-25
2014	-28	11	17
2015	-64	-15	-79
2016	1	43	44
2017	63	116	179
2018 a marzo	22	45	69
2018 a junio	34	21	55
2018 a setiem	13	22	35

EMISIONES DE DEUDA PAISES EMERGENTES (miles de millones de dólares)

	2016	2017	2018 (a septiembre)	2018 (Proyectado)
1. Emisión Bruta	145,8	178,9	116,7	132,8
2. Usos	74,8	93,7	64,5	89,5
2.1 Amortizaciones	32,8	46,5	29,7	38,6
2.2 Intereses	42,1	47,2	34,8	50,9
3. Recompras	9,8	8,1	6,4	6,4
4. Emisión neta (1-2.1-3)	103,2	124,3	80,6	87,9
5. Financiamiento neto (4-2.2)	61,1	77,1	45,8	37,0

Los handicaps de Argentina

- **Déficit fiscal 6,7% del PIB en 2017.**
- **Vencimientos de deuda pública en 2018: 8,7% del PIB total y 6,3% sin deuda intrasector público (6,2% y 4,3% en 2019).**
- **Déficit de cuenta corriente 4,5% del PIB.**
- **Ajustado nivel de reservas internacionales netas de depósitos en US\$**
- **Ausencia de mercado de capitales importante.**
- **La resistencia a la baja de la tasa de inflación.**
- **La bola de nieve de las LEBAC**
- **El tipo de cambio real sobrevaluado.**
- **La fragilidad de la coalición parlamentaria.**

El acuerdo con el FMI versión 2 (I): el frente de la solvencia fiscal

- **Mega préstamo de us\$ 57,1 miles de millones, 13,4 disponibles en el último trimestre de 2018 y 22,8 en 2019 (4,5% del PIB).**
- **El Tesoro cubrirá el déficit de su caja en pesos vendiendo dólares del FMI y aumentando la oferta de dólares dentro de la banda.**
- **El Tesoro asume el compromiso de déficit primario 0 en 2019**
- **Esto implica el desafío de corregir la inercia del gasto público (jubilaciones, subsidios).**
- **Y tiene el efecto de la carga de intereses sobre la deuda en un contexto de peso depreciado.**
- **Las retenciones clave para la reducción del déficit y la reducción del gasto de capital. Sin las retenciones los ingresos crecen de manera semejante al gasto primario.**

EL FISCO EN LO QUE RESTA DEL AÑO Y EN 2019 (miles de millones de pesos)

	Resultado primario	Resultado total
Año 2017	-404,4	-629,0
Enero-agos	-191,0	-328,0
Setiem- Diciembre	-213,0	-300,4
Año 2018	-365,0	-770,0
Enero-agos	-154,0	-350,0
Setiem- Diciembre	-211,0	-420,0
Año 2019	0	-600,0

EL FISCO CON FMI (\$mmm)

	19	18	17	19/18	18/17
1.Recursos Totales	3.752	2.635	2.144	42,3	22,9
a Normales	3.552	2.480	2.000	43,2	24,0
b Extraordinarios	200	155	144	29,0	7,6
2.Gasto Primario	3.752	3.000	2.402	25,0	24,8
3. Resultado Primario (1-2)	0	-365	-258		
4.Resultado Primario Corregido (3-1.1 b)	-200	-520	-402		
5.Intereses de deuda	597	405	308	47,4	31,5
6.Resultado Financiero (3-5)	-597	-770	-566		
7.Resultado Financiero Corregid (4-5)	-797	-925	-710		
8: 7/PIB	-4,33	-6,71	-6,72		
9: 4/PIB	-1,09	-3,77	3,81		
Meta Resultado Primario/PIB (3/PIB)	0,0	-2,7	-4,2		
Meta Resultado Total/PIB	-2,7	5,59	5,36		
PIB a precios corrientes	18.420	13.785	10.558	33,6	30,6

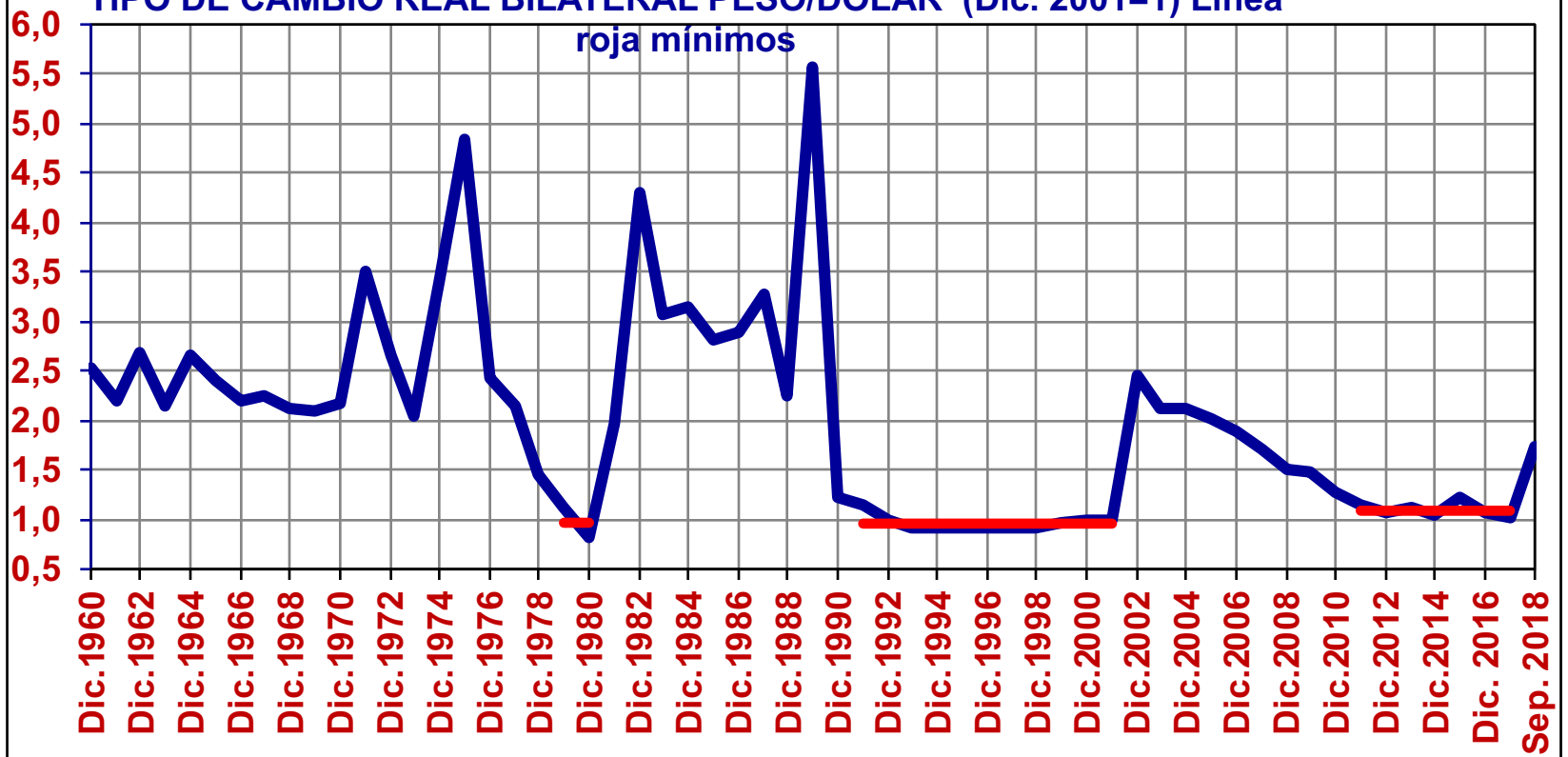
PROGRAMA FINANCIERO 2018 y 2019 (miles de millones de dólares)

	Oct-dic. 2018	Año 2019
Necesidades (sin Letes)	14,9	27,9
Deficit primario	5,7	0.0
Intereses	4,6	14,1
Vencimientos Privados (Repo)	4,1	9,5
Vencimientos IFIs	0,5	3,6
Fuentes	22,9	34,5
Saldo inicial de Caja	5,3	5,4
FMI	13,4	22,8
Financiamiento Privado (Repo)	1,9	1,7
Financiamiento IFIs	2,3	4,6
Memo item		
Letes en US\$	(5,2) 2,6	4,6
Letes en \$	(3,0) 3,0	4,1

El acuerdo con el FMI versión 2 (II): el frente del mercado de cambios

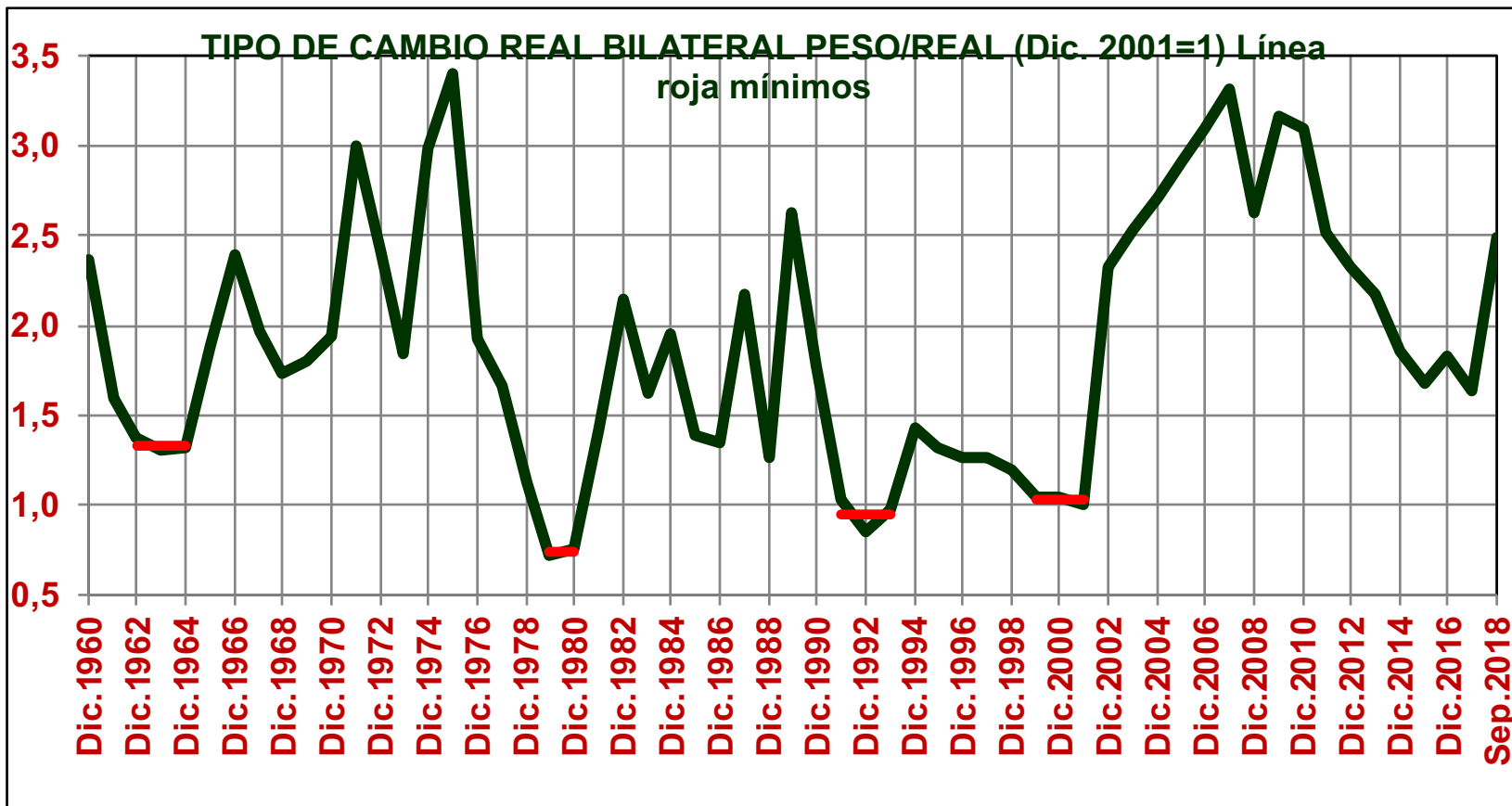
- **El nivel del tipo de cambio real de equilibrio: cuenta corriente y cuenta de capital.**
- **La ausencia de una moneda**
- **La posición del FMI y el tipo de cambio fijo. El nivel de reservas óptimo**
- **La banda cambiaria (zona de no intervención). Antecedentes al régimen de bandas. Riesgos.**
- **La regla de los 150 millones; la ventas del Tesoro.**
- **La tablita de la banda.**
- **El riesgo de la volatilidad.**
- **Futuros.**

TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL PESO/DÓLAR (Dic. 2001=1) Línea



TIPO DE CAMBIO REAL (dic. 2001=1)

	PESO/DOLAR	PESO/REAL
2007	1,80	3,20
Diciembre 2007	1,70	3,31
Noviembre 2015	0,95	1,31
Diciembre 2015	1,22	1,68
Junio 2016	1,08	1,94
Diciembre 2016	1,06	1,83
Junio 2017	0,90	1,58
Diciembre 2017	1,06	1,64
Abril	1,04	1,62
Mayo	1,23	1,81
Junio	1,38	1,99
Julio	1,27	1,90
Agosto	1,67	2,28
Septiembre	1,73	2,39



El acuerdo con el FMI versión 2 (III): el cuadro de situación monetario

- **El desarme de las LEBAC marcha relativamente bien.**
- **La Base Monetaria viene creciendo fuertemente (efecto encaje).**
- **Pero los Pasivos Financieros crecen poco (efecto esterilización de la venta de dólares).**
- **Los depósitos en pesos crecen a altas tasas hasta agosto (efecto salida de LEBAC y por sector público). En setiembre desaceleran.**
- **Las inmovilizaciones crecen pari passu los depósitos en pesos. Fuerte crecimiento de la capacidad prestable de los depósitos y de los préstamos al sector privado.**
- **Monumental crecimiento de los depósitos oficiales.**
- **La estabilidad de los depósitos en dólares.**
- **Muy bajo crecimiento de M2 privado.¿ Aumento de la velocidad de circulación?**

EL DESARME DE LAS LEBAC: un ejercicio

(miles de millones de pesos)

	Sept.	Oct.	Nov.	Dic.	Total
1. Caída del stock de LEBAC	80,0	80,0	80,0	110,0	350,0
2. Destino	80,0	80,0	80,0		
2.1 Depósitos Plazo Fijo	15,0	15,0	15,0	15,0	60,0
2.2 LETES en pesos	25,0	25,0	25,0	35,0	110,0
2.3 Compras USD expresadas en \$	20,0	20,0	20,0	20,0	80,0
2.4 Aumento de Base Monetaria	20,0	20,0	20,0	40,0	100,0

El acuerdo con el FMI versión 2 (IV): el compromiso de crecimiento de Base Monetaria 0

- **Fuentes de expansión que se cierran: préstamos al gobierno, liquidación del stock de LEBAC, sector externo (privados), Tesoro.**
- **El cambio de metas de inflación a metas monetarias. El argumento oficial.**
- **La inestabilidad de M2 (o M3); la experiencia internacional. El rol del multiplicador: el papel de la propensión del público a retener efectivo y de los encajes (cambio en la estructura de depósitos hacia plazo fijo).**
- **El papel de la Leliq como regulador de la Base o de la Oferta Monetaria?**
- **Niveles iniciales de encajes muy elevados ¿grado de libertad? ¿O solo Leliq?**
- **Un sistema con una alta proporción de depósitos oficiales, alto nivel de encajes ¿Qué deja para el sector privado? ¿Qué sistema se configura?**

AGREGADOS MONETARIOS (miles de millones de pesos y $\Delta\%$)

	SEPTIEMBRE 17 (1)	MARZO 18 (2)	SEPTIEMBRE 18 (3)	(3)/(1)	(3)/(2)
1.Base Monetaria	872,3	1.022,1	1.284,0	47,1	25,6
1.1Circulante en Público	596,4	670,8	658,0	10,3	-2,0
1.2Encajes	275,9	351,3	626,0	126,9	78,1
2.Pases Pasivos	45,3	22,2	8,4	-81,5	-62,2
3.Leliq	0	128,0	336,5	-	162,9
4.Lebac	1.035,2	1.253,2	470,0	-54,6	-62,5
4.1Bancos	370,0	389,0	94,2	-75,5	-75,8
4.2No bancos	665,2	864,0	376,0	-43,5	-56,5
5.Pasivos Financieros 1+2+3+4	1.952,8	2.425,4	2.098,0	7,4	-13,5
6.Inmovilizaciones 1.2+2+3+4.1	691,2	890,5	1.065,1	54,0	19,6
7.Depósitos en \$	1.583,8	2.029,2	2.431,1	53,6	19,8
8.Plazo Fijo en \$	694,4	1.001,5	1.090,5	57,0	9,0
9.Depósitos de Gobierno	343,8	593,8	786,0	128,6	32,3
10.Depósitos Privados	1.240,0	1.435,4	1.645,0	32,7	14,6
11. M2 Privado	1.234,0	1.392,0	1.453,0	17,0	4,4
12.Capacidad Prestable	892,6	1.138,7	1.366,0	53,0	20,0
13.Préstamos al Sector Privado	1.367,4	1.722,0	2.189,2	60,0	27,1
14.Reservas Internacionales	50.837	61.756	50.616		

El mediano plazo: los riesgos

- **El riesgo del test de la banda cambiaria. La Argentina bimonetaria.**
- **El pass through y la velocidad de circulación**
- **La coordinación de la política monetaria con la política de ingresos ante los aumentos de tarifas y las renegociaciones salariales ya en marcha.**
- **¿Cómo calibrar la expansión de la cantidad de dinero? Tasa muy elevadas. ¿Si se monetizan las Leliq, que pasa con el compromiso de la variación de la Base 0)**
- **¿Restricción crediticia para las empresas? ¿Ajuste por el mercado de cambios?**
- **¿Otra vuelta de tuerca sobre la actividad?**
- **Márgenes de acción, consistencia y secuencia.**

LA MARCHA DE LOS PRECIOS

	Setie. 18/ Setie.17	Setie. 18/ Diciemb. 17	Setie 18/ Marzo 18	Setie 18/ Ago. 18
Tipo de cambio nominal	136,2	117,9	103,1	10,2
IPC	40,0	31,8	23,5	6,0
IPIM	58,6	51,7	35,6	6,0
Salario Privado Reg	26,2	21,4	16,9	4,0
Tipo de cambio real (2001=1)	1,04	1,02	1,04	1,73

ADIOS GRADUALISMO, ¿RESTRICCIÓN MONETARIA?

DESAYUNOS IAEF

4 de OCTUBRE 2018

Alfredo Gutiérrez Girault