

DONDE ESTAMOS – ADONDE VAMOS

LOS DILEMAS DE LA INFLACION Y EL CRECIMIENTO

8 de marzo de 2018

IAEF Departamento de Investigaciones

Presentación Dr. Alfredo Gutiérrez Girault

SITUACION ECONOMICA INTERNACIONAL: detrás de las turbulencias de febrero

- **En el marco del prolongado ciclo expansivo de la economía mundial extendido en todas las regiones, febrero trajo una turbulencia importante: el S&P's bajó 9,6% del 29/1 al 9/2 para recuperarse en parte y cerrar con una baja de 4% y un aumento en el rendimiento de los bonos del Tesoro (que cerró febrero en 2,86%).**
- **La prima de riesgo aumentó: el índice EMBIGdiv subió de 260 a 290 en puntos básicos en el mes. En Latino América, pasó de 327 el 29/1 a 367 el 9/2 y a 350 al 28/2. Salieron capitales de las E.E. por us\$3,5 mmm en los primeros quince días del mes luego revertido en un 50%.**
- **La explicación de la turbulencia se centró en EE.UU: i) una tasa de inflación en enero e indicadores del mercado de trabajo más altos a los esperados; ii) revisión al alza en las previsiones de suba de tasa de interés de la FED; iii) la expectativa de una desaceleración del ritmo de crecimiento para el segundo y tercer trimestre del año.**

SITUACION ECONOMICA INTERNACIONAL: la debilidad del dólar en el mundo

- **La turbulencia tiene razones profundas evidenciadas en la persistente debilidad del dólar. En términos nominales y frente a la canasta de monedas de sus socios comerciales, el dólar estaba al 23 de febrero en uno de sus niveles más bajos desde julio 2015 y acumulaba una caída interanual de 8%. En términos reales, la caída interanual es del 9%. La promesa inicial de un superdólar de Trump diluye.**
- **Fenómeno multicausal: i) déficits gemelos; ii) internas en el gabinete (Tesoro vs Comercio); iii) El deseo de mejorar la balanza comercial: el balance de bienes y servicios de EE.UU. mejora 1% del PIB cada 10 puntos porcentuales de depreciación real de su moneda; iv) el aumento del stock de reservas de los Bancos Centrales en los últimos 3 meses se hizo en monedas distintas al dólar: euro, libra, yen y yuan (la participación del dólar en las reservas mundiales bajó de 72% en 1999 a 64% en 2017); v) el shutdown del Estado.**
- **Proyecciones fin de 2018: Euro 1,29; Yen 108; CNY 6,25; Real 3,20**

EE.UU. TAMBIEN TIENE DEFICITS GEMELOS

	Resultado de Cuenta Corriente/PIB	Resultado Fiscal/PIB
2015	-2,5	-2,4
2016	-2,4	-3,1
2017	-2,3	-3,4
2018	-2,5	-3,8
1er. Trimestre 2019	-3,1	s/d

RIESGO LATINOAMERICANO (Morgan)

	ARGEN TINA	BRASIL	COLOMBIA	CHILE	PERÚ	LATINO AMÉRICA
Dicie. 2014	7,19	2,70	1,96	1,69	1,82	3,99
Dicie. 2015	4,38	5,48	3,17	2,53	2,40	4,98
Junio 2016	4,95	3,66	2,57	2,02	2,00	4,46
Dicie. 2016	4,55	3,30	2,25	1,58	1,70	4,02
Junio 2017	4,32	2,84	2,00	1,32	1,45	3,71
Dicie. 2017	3,51	2,32	1,73	1,17	1,36	3,44
Febr. 2018	4,04	2,28	1,76	1,22	1,36	3,50

ARGENTINA: DONDE ESTAMOS EN EL CICLO ECONÓMICO

- **En 2017 el PIB creció 2,8% sobre 2016; el PIB del cuarto trimestre de 2017 es el mas alto desde 2012; IV17/IV16 creció 3,4%.**
- **El cuarto trimestre de 2017 fue el sexto consecutivo de crecimiento a tasas bajas: I/17 5,3%; II/17 3,6%; III/17 3,5%; IV/17 1,1%.**
- **En una perspectiva de largo plazo el PIB de 2017 será record histórico superando en 0,6% los de 2013 y 2015; pero es 13% más bajo que el que resultaría de proyectar al 3% anual el PIB de 2007; y el PIB per cápita del periodo crecería 0.**
- **En el PIB estaría de enero crecería 0,5% sobre diciembre y 2,8% interanual, la industria 2,6% (i.a); la construcción 19% (i.a).**
- **El costo de la sequía es 0,5% menos de crecimiento directo y otro tanto de 2da vuelta. Crecimiento 2018. 2,8% con muchas diferencias intersectoriales.**

PRECIOS: La aceleración de la inflación

- **El cambio de precios relativos en 2017 y su impacto en el IPC Nacional. Vestimenta y Equipamiento del hogar abajo. Efecto sobre el ingreso disponible del salto en Vivienda, Servicios públicos, Educación: la elasticidad precio. La cuestión de la inercia. La distribución geográfica.**
- **El cambio de precios relativos en 2017 y su impacto en el IPM. Electricidad y alimentos.**
- **La brecha IPC – IPM: los servicios de nuevo.**
- **Salarios le ganan al IPC y a la mayoría de los rubros del IPM**
- **Salarios le ganan al TC**
- **El IPC por trimestre en 2017 (respecto del trim anterior y a ritmo anual): I/17 27,8%, II/17 22,3%, III/17 22,0%, IV/17 26,8%.**
- **Corrección de la meta 2018 a 15%. Viabilidad.**
- **Perspectivas: I/18 28,7%, II/18 19,5%; esto da 23% a ritmo anual, implica consumir alrededor del 70% de la meta anual y deja espacio para una variación del 0,5% mensual para el segundo trimestre para cerrar en 15%.**
- **Las negociaciones paritarias.**

IPC Nacional: Tasas de variación anual a diciembre 2017 por rubro

	(%)
Nivel general	24,8
Alimentos y bebidas no alcohólicas	20,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	23,7
Prendas de vestir y calzado	16,6
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combus.	55,6
Equipamiento y mantenimiento del hogar	17,4
Salud	27,8
Transporte	20,6
Comunicación	34,1
Recreación y cultura	22,8
Educación	31,5
Restaurantes y hoteles	22,1
Otros bienes y servicios	19,8

PRECIOS MAYORISTAS: variación diciembre 2017/diciembre 2016 por rubro

	%
Nivel general	18,8
Productos nacionales	19,4
Productos primarios	16,8
Productos agropecuarios	19,0
Productos pesqueros	33,2
Petróleo crudo y gas	13,5
Productos minerales no metálicos	21,6
Manufacturados y Energía eléctrica	20,2
Productos manufacturados (selección)	19,0
Alimentos y bebidas	20,0
Cuero, artículos de marroquinería y calzado	11,3
Impresiones y reproducción de grabaciones	29,3
Productos refinados de petróleo	25,4
Productos de minerales no metálicos	25,0
Equipos y aparatos de radio y televisión	4,3
Equipos para medicina e instrumentos de medición	7,5
Vehículos automotores, carrocerías y repuestos	14,0
Energía eléctrica	88,4
Productos importados	12,4

PRECIOS, SALARIOS y TIPO de CAMBIO (diciembre 2017/2016)

	(%)
IPC Nacional	24,8
GBA (CABA y 24 partidos)	25,0
Pampeana	25,0
Alimentos y bebidas no alcohólicas	20,4
Vivienda (agua, electric., gas y otros combus.)	55,6
Regulados	38,7
Núcleo	21,1
Índice de Precios Internos al por Mayor	18,8
Productos primarios	16,8
Productos manufacturados	19,0
Alimentos y bebidas	20,0
Energía eléctrica	88,4
Productos importados	12,4
Salarios sector privado registrado	27,3
Tipo de cambio nominal	18,2

LA PINZA DE LOS DEFICITS GEMELOS (1): inconsistencias con el ciclo económico

- **Cuatro años seguidos de elevados déficits fiscales. El promedio de la década del 80 fue 4,5% (con res valores mayores al 6 de 1981 a 1983. El promedio de la década del 90 fue 3,0% con valores máximos de 5% en 1990 y 1999.**
- **El déficit fiscal promedio de 40 países emergentes no petroleros es de 4,4% del PIB, Latinoamérica 6,2% y solo 6 países con 6% o más: Brasil, Ecuador, Egipto, India, Pakistán y Sri Lanka. El resultado primario promedio es -2,5% con solo dos países con 4 años seguidos arriba de 3,0%: Ecuador y Egipto.**
- **En 2017 Gasto primario e Ingresos crecieron debajo del PIB nominal. Salto en prestaciones sociales y gastos de funcionamiento y baja en subsidios económicos. Bajo crecimiento de Gasto en Capital. Sobre cumplimiento de la meta. Diciembre. El rol de la inflación en la baja del déficit y de la presión tributaria.**
- **Enero 2018: Gasto Primario 19,5%, Ingresos totales 19,3%, Resultado Primario 3,9\$mmm (3,6mmm en 2017). Resultado Financiero -34,8 \$mmm (11,3 en 2017). La recaudación de febrero y del bimestre**
- **75% de la expansión monetaria bruta se origina en las compras de dólares del BCRA al Tesoro y obliga a la esterilización vía LEBAC.**

RESULTADO FISCAL 2010-17 (en % del PIB)

	Financiero	Primario
2010	-1,80	-0,48
2011	-2,52	-0,87
2012	-3,22	-1,29
2013	-3,70	-2,45
2014	-5,04	-3,47
2015	-6,30	-4,23
2016	-6,62	-4,30
2017	-6,87	-3,90

LA RIGIDEZ del DEFICIT FISCAL

(miles de millones de pesos)

	2017	2016	Δ%
1. Ingresos Totales	1.998,1	1.629,3	22,6
1.1 Tributarios	1.844,9	1.534,8	20,2
1.2 Otros	153,2	94,5	62,1
2. Gasto Primario	2.402,2	1.972,8	21,8
2. 1 Gasto Corriente Primario	2.194,3	1.790,8	22,5
2. 1.1 Prestaciones Sociales	1.304,5	954,6	36,7
2. 1.2 Subsidios Económicos	225,7	291,2	-22,5
2. 1.3 Gastos de Funcionamiento	473,7	346,2	26,4
2. 1.4 Transferencias a Provincias	82,7	73,6	12,3
2. 1.5 Otros	143,7	125,3	14,7
2.2 Gasto de Capital	207,9	182,0	17,6
3. Resultado Primario (1-2)	-404,1	-343,5	71,3
4. Intereses	224,9	131,3	66,2
5. Intereses Totales	308,0	185,3	32,5
6. Resultado Financiero (4-3)	-629,0	-474,8	34,7
7. Resultado Financiero Corregido	-712,1	-528,8	---
8. Resultado Primario/PIB	3,9	4,3	---
9. Resultado Financiero/PIB	6,07	5,95	---
10. Resultado Financiero Corregido/PIB	6,87	6,62	---

BASE MONETARIA y PASIVOS FINANCIEROS

(miles de millones de pesos)

	2015	2016	2017	$\Delta\%$
1. Base Monetaria	622	788	983	24,7
Circulante en	409	495	659	33,0
Público				
2. Pases + Lebac	347	720	1.208	67,8
3. Reservas (US\$)	24,9	38,0	55,9	47,1
4. Tipo de Cambio	13,0	15,8	18,7	18,4
5. Pasivos Financ.	969	1.508	2.191	45,3
6. Pasivos/Reserv	38,9	39,7	39,2	---
7. Compra US\$ BCRA a privados	-8,0	3,2	0	---
8. Adelantos transitorios	159	160	90	---

DEPOSITOS y PRESTAMOS

(miles de millones de pesos)

	2015	2016	2017	Δ% 17/16
Depósitos en pesos	1.160	1.395	1.745	25,1
Vista	375	403	495	22,8
Caja de Ahorro	245	327	450	37,6
Plazo Fijo	490	605	720	19,0
Otros	50	60	80	33,3
Depósitos dólares	100	390	550	41,0
Depósitos totales	1.260	1.785	2.295	28,6
M₂	1.030	1.225	1.604	31,0
Prést. Sector privado (\$+US\$)	795	1.030	1.555	50,9

LA PINZA DE LOS DEFICITS GEMELOS (2): inconsistencias con el ciclo económico

- **El resultado comercial se deterioró en alrededor de 11,0 miles de millones en 2017.**
- **Las exportaciones no quiebran la barrera de los 60,0 miles de millones de dólares desde 2015 (2011-2013 prom: 80,0 US\$mmm).**
- **Las importaciones crecieron 20% en 2017 sobre 2016, acelerando con el correr de los meses. En cantidades 14,6%.**
- **En 2017 con 67,0 us\$mmm, las importaciones son similares a las de 2012. Asumiendo que Argentina hubiera crecido al 3% la última década, un nivel razonable de importaciones sería de 85 a 95 us\$mmm. Y para el crecimiento que efectivamente tuvo, el nivel sería de 75,0 us\$ mmm.**
- **El déficit de cuenta corriente sería en 2017 de 5% del PIB por el peso de los servicios reales (turismo) y la carga de intereses de deuda. Déficits parecidos en 1987 (5,2%), 1999 (4%), 2000 (3,1%).**
- **Enero: déficit de 986 us\$mm; aumento de 10,7% en exportaciones y de 32% en las importaciones (26,2% efecto cantidad).**

BALANZA COMERCIAL 2017-2016

(millones de dólares)

	Exportaciones FOB			Importaciones CIF			Saldo comercial	
	2017	2016	17/16	2017	2016	17/16	2017	2016
Enero	4.289	3.875	10,7	4.341	4.124	5,3	-51	-249
Febr.	3.899	4.143	-5,9	4.116	4.097	0,5	-217	47
Marz	4.564	4.426	3,1	5.474	4.556	20,1	-910	-131
Abril	4.863	4.743	2,5	4.975	4.423	12,5	-112	320
Mayo	5.490	5.377	2,1	6.066	4.874	24,5	-576	503
Junio	5.150	5.307	-3,0	5.900	5.048	16,9	-750	259
Julio	5.293	4.991	6,1	6.041	4.713	28,2	-748	277
Agos.	5.243	5.770	-9,1	6.314	5.175	22,0	-1.071	596
Sept.	5.238	5.042	3,9	5.963	4.800	24,2	-725	242
Oct.	5.241	4.729	10,8	6.196	4.783	29,5	-955	-54
Nov.	4.642	4.848	-4,2	6.151	4.723	30,2	-1.510	124
Dic.	4.515	4.628	-2,4	5.362	4.595	16,7	-847	33
Año	58.428	57.879	0,9	66.899	55.911	19,7	-8.471	1.969

Determinantes del crecimiento de exportaciones e importaciones 2017 (tasas de variación)

	Valor	Precio	Cantidad
Expo FOB	0,9	1,4	-0,4
Productos primarios	-5,6	-0,5	-5,1
Manufac. de origen agropecuario	-3,6	-0,1	-3,5
Manufac. de origen industrial	11,2	1,9	9,1
Combustibles y energía	18,8	27,6	-7,3

Impo CIF	19,7	4,5	14,6
Bienes de capital	23,0	6,1	15,8
Bienes de uso intermedio	15,2	8,7	6,0
Combustibles y lubricantes	15,8	19,4	-3,0
Piezas bienes de capital	14,3	-4,1	19,2
Bienes de consumo	20,9	2,6	17,8
Automotores de pasajeros	40,9	0,7	39,9
Resto	38,9	---	---

GRADUALISMO Y DEFICITS GEMELOS: una convivencia riesgosa

- **El gradualismo es la opción elegida en aras de la sustentabilidad política.**
- **En consecuencia es necesario financiar déficits fiscales elevados y persistentes. Y comenzar a amortizar/pagar intereses de deuda vieja y/o reestructurada.**
- **Al mismo tiempo, compensar el déficit de cuenta corriente requiere ingreso de capitales: una adecuada composición de inversión directa extranjera y financiamiento.**
- **Pero el déficit de cuenta corriente es prematuramente alto y el déficit fiscal es tardíamente alto para esta etapa del ciclo económico.**
- **Ello provoca una gran vulnerabilidad externa. El gradualismo requiere una situación financiera internacional sin cisnes negros: con turbulencias externas no hay financiamiento del gradualismo.**
- **Y en febrero hubo un aviso de que los cisnes negros aparecen y que Argentina también está en la lupa (discriminación en evolución de la prima de riesgo). Un escenario de alta liquidez internacional no puede suponerse asegurado.**

GRADUALISMO Y DEFICITS GEMELOS: los ingredientes de una solución alternativa

- **Prevención ante el cisne negro para sostener el gradualismo:**
 - a) **Anticipar la colocación de deuda (Caputo, enero)**
 - b) **Switch de LEBAC a LETES (cias de seguros); articular tasas y monedas.**
 - c) **Ampliar la oferta de instrumentos (aunque sea con colocaciones pequeñas)**
 - d) **Bancos multilaterales**
 - e) **Hacer caja activos del Estado**

- **Acción directa: revisar las metas y convalidar escapada del dólar.**
 - a) **el ajuste de las expectativas del mercado: un poco mas de impuesto inflacionario (1%-1,5% del PIB).**
 - b) **Mantener el TCR de nuevo en los niveles de fin de febrero (entorno de 1,05, diciembre 2001 = 1). Esto implica 23,0-23,5 en diciembre (Morgan 21,75). Mejorar competitividad y obtener dólares comerciales.**

- **Riesgos: aumento del pass through y que la inflación supere la meta “verdadera” complicando la negociación salarial**
- **¿Cuál es el límite de esta estrategia?: Depende i) de la magnitud del cisne y de su duración; ii) de la estabilidad de la demanda de dinero y el nivel de reservas.**
- **Implicancias para la política monetaria y crediticia.**

DONDE ESTAMOS – ADONDE VAMOS

LOS DILEMAS DE LA INFLACION Y EL CRECIMIENTO

8 de marzo de 2018

IAEF Departamento de Investigaciones

Presentación Dr. Alfredo Gutiérrez Girault