

Trabajo Final de Graduación Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Alan Tenenbaum

¿Es sostenible en el largo plazo, crecimiento económico con déficit fiscal en el contexto actual de la Argentina?

INDICE

1. Abstract.....	3
2. Introducción.....	4
3. Situación problemática y objetivos de la investigación.....	11
4. Marco teórico y aplicación al contexto actual	
4.1 Los ciclos económicos	12
4.2 La macroeconomía y la identidad fundamental de las cuentas nacionales	13
4.3 Equilibrio interno y externo	16
4.4 Formas de financiar el déficit fiscal.....	17
4.5 Agregados monetarios, stock de Lebac y Pases.....	24
4.6 Ratio Deuda/PBI	26
4.7 Modelo de Mundell-Fleming.....	31
4.8 Modelo AD EDU aplicado al Modelo de 3 ecuaciones	
4.8.1 Modelo de 3 ecuaciones	34
4.8.2 Modelo AD-ERU.....	38
4.9 Economía Comparada - Metas de inflación.	40
4.10 El déficit fiscal Argentino y su composición.....	45
5. Conclusión	49
6. Anexos	50
7. Bibliografía Documentos.....	60
8. Bibliografía Artículos.....	62

1. ABSTRACT

A lo largo del presente trabajo se va a explicar el trilema que atraviesa el Gobierno del actual Presidente Mauricio Macri, luego de heredar del Gobierno anterior una macroeconomía con un desequilibrio interno. Algunas de las consecuencias del Gobierno anterior fueron: baja productividad, estancamiento del crecimiento y niveles de inflación muy elevados. En el *Capítulo 1*, en primer lugar, se podrá encontrar una breve descripción de tres de los actores mas importantes en la economía Argentina, el Ministerio de Hacienda, el Banco Central de la Republica Argentina, y el Ministerio de Finanzas Publicas. Luego, se podrá encontrar una reseña histórica con algunos acontecimientos fundamentales de la dinámica macroeconómica local e internacional, y el importante rol que cumplió el déficit fiscal en cada una de las crisis desde 1970. El *Capítulo 3* explica la problemática actual y los objetivos del presente trabajo.

A lo largo del *Capítulo 4*, se va a analizar los ciclos económicos; la macroeconomía y la identidad fundamental de las cuentas nacionales; las formas de financiar el déficit fiscal; el equilibrio entre el sector interno y externo; los agregados monetarios; y el ratio de sostenibilidad de la deuda (Deuda/PBI). También se va a entender la política monetaria de corto plazo que se debería aplicar ante shocks de inflación, de oferta o de demanda agregada, permanentes o temporarios, en un sistema como el actual, tipo de cambio flexible con perfecta movilidad de capitales. Para esto, se va a utilizar el Modelo Mundell-Fleming, Modelo de 3 ecuaciones, y Modelo AD – ERU. Estas teorías permiten entender el dilema de cómo crecer y bajar la inflación, teniendo en cuenta el tipo de cambio. Ante un déficit fiscal elevado, y una deuda insostenible, el tipo de cambio tiende a devaluar debido a la necesidad de emitir moneda para financiar dicho déficit. Otro factor que se va a analizar en el presente capítulo es la composición del Gasto Público y las posibles maneras de reducirlo.

Luego de analizar la historia macroeconómica Argentina y la dinámica de las variables que la componen; la política monetaria de metas de inflación para corregir el equilibrio interno en rivalidad con el equilibrio externo; la composición del déficit fiscal y su importancia en el ratio de Sostenibilidad de la deuda; la relación del sector Público con los sectores Privado y Externo; finalmente, se llega a la conclusión si el presente Gobierno va a lograr crecer sostenidamente en el tiempo con el déficit fiscal actual.

2. INTRODUCCION

El Ministerio de Hacienda posee en su composición diferentes secretarías que conjuntamente orientan sus esfuerzos para lograr los objetivos planteados por el presente Gobierno. Algunas de éstas son la Secretaría de Hacienda, Secretaría Legal y Administrativa, Secretaría de Política Económica y Planificación de Desarrollo. Durante el final de la época kirchenista, bajo el Gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, el puesto de Ministro de Economía era ocupado por Axel Kicillof. Posteriormente con el cambio de Gobierno se puede ver la aparición de Alfonso Prat-Gay durante el primer año de Gobierno Macrista en lo que respecta al Ministerio de Hacienda, y el 10 de enero del 2017 asumió Nicolás Dujovne para ocupar el puesto. El cambio de Gobierno trajo como consecuencia un cambio en la forma de encarar la política fiscal y económica del país, el proceso de traspaso de la dominancia fiscal a la dominancia monetaria. Este cambio de paradigma, tiene consecuencias en la economía real, generando cambios en los distintos actores y sectores macroeconómicos.

El Banco Central de la República Argentina, conducido por Federico Sturzenegger, como lo indica su Carta Orgánica, el BCRA “tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el Gobierno Nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”¹. Desde su creación en el año 1935, muchos gobiernos han utilizado al BCRA como fuente de financiamiento del déficit fiscal, por medio de la compra de títulos del tesoro o adelantos transitorios. Bajo el esquema de dominancia monetaria, se utiliza la política monetaria como estabilizadora de la economía con un Banco Central independiente, ya que tiene más credibilidad que el Tesoro para poder bajar la inflación. El Tesoro, se ve motivado a utilizar la emisión monetaria para reducir el desempleo y financiar el déficit.

El Ministerio de Finanzas Públicas, otro de pilares importantes en la administración pública, es actualmente conducido por Luis Caputo. Dentro de las tareas más importantes de este ministerio se encuentran: formular la política fiscal y financiera del corto, mediano y largo plazo en función de la política económica y social del Gobierno, proponer al Poder Ejecutivo la política presupuestaria, coordinar y consolidar el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado, realizar la distribución presupuestaria a los organismos y entidades del Estado. La Subsecretaría de Relaciones Financieras Internacionales se encuentra en este ministerio. Es muy importante la coordinación política y económica entre el Tesoro, el BCRA y el Ministerio de Finanzas Públicas para no contrarrestar los efectos deseados en cada una de las políticas implementadas.

1 “Informe de política monetaria”, Abril 2017, BCRA

2 “ El déficit primario se disparó un 60% en febrero” , El Cronista, 2017

3 “Fases del ciclo económico ” –Enciclopedia Financiera - Pérez Alejandro Bujan 2015

En los últimos 50 años, la Argentina vivió diferentes situaciones de crisis: devaluaciones, crisis de balanza de pagos, e hiperinflación, todas tienen como causa, el déficit fiscal y la forma de financiarlo.

A medida que pasan los años, las formas por las cuales el estado financia sus gastos, varía según el contexto macroeconómico local e internacional. En la década de 1970, en el contexto internacional, más precisamente en diciembre de 1971, se firma entre los principales países de occidente el Acuerdo Monetario de Washington, lo que elaboró un sistema de bandas de flotación entre monedas. Esto otorgó una mayor flexibilización y una devaluación del dólar frente al oro. Por otro lado en octubre de 1973, surge la crisis del petróleo. La OPEP decidió subir el precio del combustible lo que generó una importante recesión en la mayoría de los países. Estos acontecimientos generaron que las masas de capital fluyan hacia países subdesarrollados por medio de créditos e inversión real. En la Argentina, el déficit fiscal creció fuertemente entre 1970 y 1975, en primer lugar con los Gobiernos de Onganía, Levingston y Lanusse; y en segundo lugar con el regreso de Juan Domingo Perón y María Estela Martínez de Perón al poder. El déficit para el año 1975 era de -12%/PBI.

En Argentina particularmente, luego de la entrada del Gobierno militar al poder en 1976, la demanda agregada aumentó fuertemente, generando un aumento de precios, y la necesidad de tasas elevadas para contrarrestar este efecto. El atraso cambiario acentuó las importaciones; y la apertura comercial, junto con la remesa de utilidades al exterior, provocaron un déficit en la balanza de pagos. En 1976 la deuda externa pública sumaba US\$ 6 648 millones y cinco años después luego de que Martínez de Hoz dejara su cargo, el país contaba con una deuda de US\$ 35 671 millones, repartidos aproximadamente el 60% en la esfera pública y el 40% restante en la esfera privada. Esto ayudó en los primeros años del Gobierno a poder reducir el déficit fiscal.

Las altas tasas a nivel local, permitían el ingreso de capitales, generando ganancias en dólares del 50% anual, con lo cual comenzó a generarse una desconfianza en el esquema de la tablita cambiaria. La tablita se basaba en la fijación anticipada del tipo de cambio, con un cronograma de devaluaciones decrecientes que debían converger con la tasa inflacionaria en un período de ocho meses y que, al fracasar, disparó una fuerte fuga de divisas. Hacia fines de la década del 1970, Paúl Volcker, subió la tasa de la Reserva Federal de Estados Unidos, con el fin de bajar la inflación, esto generó un aumento en la carga financiera del país, dado por el alto nivel de endeudamiento. Para evitar entrar en cesación de pagos, el tipo de cambio se disparó fuertemente en 1981, lo que le permitió refinanciar la deuda, pero generando una fuerte caída en el producto real.

En el año 1982, se estatiza la deuda externa privada, es decir el traspaso a las cuentas nacionales, la deuda emitida por empresas nacionales y extranjeras, con el objetivo de beneficiar a las corporaciones. Utilizaban el seguro de cambio como

herramienta para realizar el traspaso, el Estado se hizo cargo de la diferencia entre el tipo de cambio inicial al contraer la deuda y el tipo de cambio vigente a la hora de cancelar las obligaciones, esto tuvo como consecuencia un aumento en los gastos del Estado llevando el déficit a valores elevados. En el año 1983 precisamente, asume Raúl Alfonsín como Presidente. La herencia del Gobierno militar fue una deuda pública consolidada en niveles muy altos, elevada inflación, caída del crecimiento, y niveles de pobreza records para ese momento. Durante esta década se implementaron el Plan Austral, y el Plan Primavera con el objetivo de bajar y controlar la inflación. El desequilibrio fiscal continuaba, lo que llevó a la emisión de moneda para financiar el déficit fiscal, y potenciar más aun la inflación. En 1986 la inflación paso de 82% a 175% anual, lo que desencadenó en la crisis de hiperinflación posterior.

En julio de 1989, asume Carlos Menem a la presidencia. El nuevo Gobierno introdujo reformas neoliberales para privatización de empresas estatales sin la aprobación previa del congreso, lo que derivó en que un número importante de empresas públicas pasen a ser privadas y un ingreso importante de divisas al Gobierno, con el fin de reducir el déficit fiscal y reduciendo el tamaño del Estado. Durante su mandato se desreguló la economía, mejorando las condiciones de importación y la libertad de precios. La ley de la Convertibilidad, estableció un nuevo tipo de cambio fijo de paridad entre el peso y el dólar estadounidense. El tipo de cambio fijo, es un factor fundamental para entender la economía de ese periodo. Durante esta década se dieron en el contexto internacional diferentes situaciones que afectaban el crecimiento y la dinámica macroeconómica, tal como el efecto tequila en 1994 en México, provocando subas en la tasa de interés local Argentina. Hasta el año 2002, la deuda externa sobre el producto se incrementó en un 400% su tamaño desde 1991, llegando a representar el 160% sobre el PBI.

En diciembre de 1999 hasta fines del año 2001 asume como presidente Fernando de la Rúa sin poder sacar el país adelante. Se llevaron a cabo medidas de ajuste para subsanar el déficit fiscal, lo que profundizó el tema del desempleo y el descontento social. El corralito, hacia fines del 2001, consistió en restringir bruscamente la liquidez monetaria, ahogando todo el movimiento de la economía y paralizando el comercio y el crédito. El 24 de diciembre del 2001 la Argentina entra en default por no pagar las obligaciones que tenía frente al Fondo Monetario Internacional. Para este año el déficit fiscal alcanzaba el -7,03% sobre el PBI. El default provocó la salida de la convertibilidad, y la devaluación de la moneda fuertemente.

Durante los próximos 14 años, en los periodos con déficit fiscal, se retomó la modalidad de financiarlo con emisión monetaria, volviendo a un esquema inflacionario y de depreciación de la moneda. Después del default del año 2001, el país consolidó periodos de ahorro fiscal. Durante el gobierno de Néstor Kirchner, se vieron signos de reactivación económica, una mejora en el desempleo, el superávit primario se mantuvo positivo, junto con el superávit fiscal. En el año 2008, el

superávit primario subió 3,2% y el fiscal 1,5%, pese a la crisis global, y el conflicto agrario en nuestro país por el sistema de retenciones móviles. Algunos de los impuestos claves para obtener el resultado superavitario fueron las retenciones, y el impuesto al cheque. Hacia fines del 2007, asume como presidenta Cristina Fernández de Kirchner, hasta el año 2015. Durante su Gobierno, es posible observar una marcada aceleración del déficit fiscal, y de la emisión monetaria.

Otro acontecimiento importante para nuestra economía, fue el boom de los precios de los commodities a nivel mundial, y Argentina, al ser un país con abundantes recursos naturales en energía y agricultura, se vio beneficiado por esta tendencia. En los siguientes gráficos (1 y 2) obtenidos de Bloomberg, se puede observar, desde 1996 a la actualidad, el índice de commodities de Bloomberg (aumentó entre el 2002 y fines del 2008 aproximadamente un 170%) y la evolución del PBI real de la Argentina.



Grafico 1: Bloomberg commodities index



Grafico 2: Bloomberg commodities index, y Argentina real GDP

Luego del año 2008, con la crisis de Estados Unidos, y la caída del precio de los commodities a nivel mundial, nuestro país, al no tener abierta la posibilidad de endeudarse en el exterior, profundiza la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal generando una elevada inflación. En el año 2015, el déficit alcanzó el -7,8% sobre el PBI. En el año 2013 las Reservas Internacionales como porcentaje del producto, volvieron a los mismos niveles que se encontraban al final de la convertibilidad.

Desde noviembre del 2011 hasta el posterior sinceramiento de la economía por parte del presidente actual Mauricio Macri, se podía ver una amplia brecha entre el dólar oficial y el dólar paralelo como consecuencia del cepo cambiario.

Las elecciones presidenciales de finales de 2015, condujeron a un cambio en la política económica Argentina. Las principales reformas que ha realizado la nueva administración fueron: el acuerdo con los acreedores internacionales, una reforma del sistema de estadísticas nacionales, sinceramiento del tipo de cambio, y blanqueo de capitales, entre otras. En lo que respecta a política internacional, es posible ver una agenda muy activa, retomando vínculos con potenciales inversores y organismos multilaterales. Este cambio de paradigma, apertura económica y libre movilidad de capitales, le da un panorama alentador al presente Gobierno para cumplir sus metas de largo plazo.

En la última década, Argentina logró bajar el stock de deuda a mínimos históricos. Gracias a este proceso de desapalancamiento, los niveles actuales de deuda sobre el PIB son bajos. Durante la época kirchnerista, el ratio Deuda/PBI cayó de niveles de 160% en el año 2002 a 40% en el año 2012. Es importante destacar que al partir de niveles de deuda bajos, el país tiene la posibilidad de incrementar la deuda local e internacional con el fin de aumentar los niveles de inversión, fomentar el crecimiento del empleo, y de esta forma para poder reducir el déficit fiscal gradualmente. El nuevo esquema de financiamiento externo, tiene que estar orientado hacia el desarrollo productivo de sectores estratégicos de la economía nacional. En el siguiente gráfico se puede ver el ratio Deuda Externa/PBI, y como fue variando según el modelo económico que se adoptaba. Se puede ver un claro aumento de la deuda externa en la década de 1990 hasta el 2002, y un desapalancamiento durante el 2003 y el 2012.



Grafico3: Ratio Deuda Externa/PBI 1990-2012. Fuente: The Wall Street Journal en base a datos del Instituto Global McKinsey

“Sí, de cada \$4 nuevos que se han gastado en lo que va del año, \$ 3 los destinamos a obra pública y a las prestaciones sociales... De a poco vamos gastando menos en subsidios económicos. Todo ello en un marco de previsibilidad y consistencia que nos dan las metas fiscales”, afirmó Dujovne². En la precedente cita, el actual Ministro de Hacienda, da a entender que la estrategia la cual el Gobierno opta para lograr la reactivación de la economía, es por medio de la obra pública y las prestaciones sociales. Gran parte de la deuda es destinada actualmente a la obra pública en infraestructura. El objetivo del Gobierno es cerrar el año con un déficit fiscal en torno al 4,2% del PBI (valor por debajo del año pasado pero elevado para los target de 2018 y 2019), y una inflación acumulada de alrededor del 17%.

Desde el año 1960 hasta el 2002, se puede observar en los datos económicos históricos, que no hubo superávit fiscal, solamente sí los hubo en los años que van del 2003 a fines del 2008. En el grafico 4 se puede observar claramente como los picos negativos del déficit fiscal, coinciden con las crisis recién nombradas.

² “El déficit primario se disparo un 60% en febrero”, El Cronista, 2017

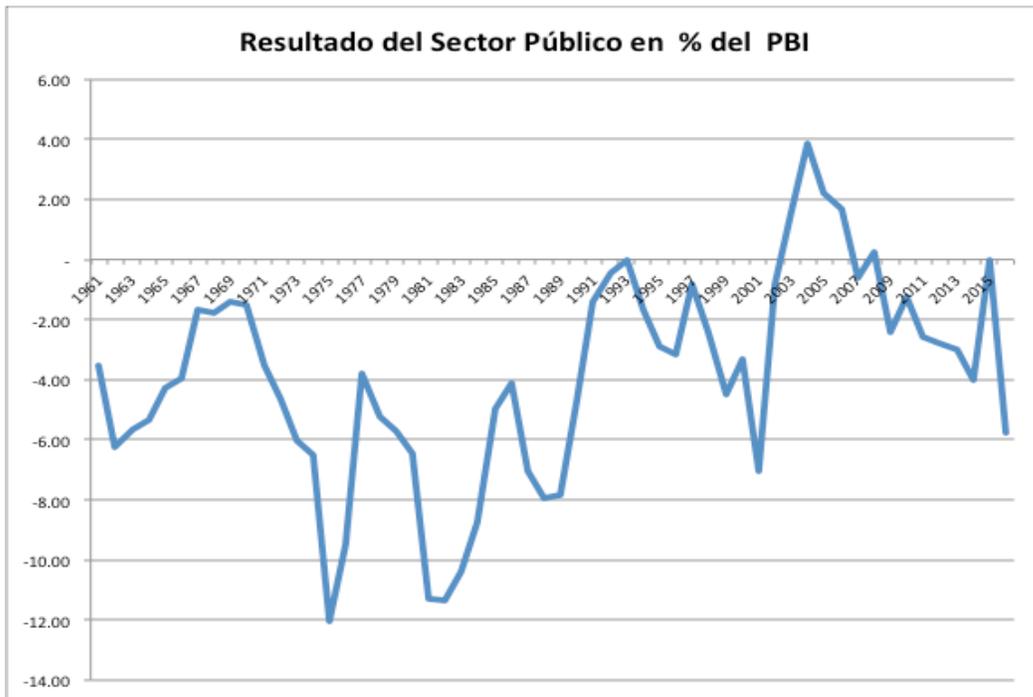


Grafico 4: Evolución de los resultados del sector público argentino en % del PBI. Elaboración propia en base a datos de la consultora Orlando J Ferreres & Asociados SA.

3. SITUACION PROBLEMÁTICA Y OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION

El trilema que hoy en día esta enfrentando el país es cómo crecer, bajar la inflación por medio de la tasa de interés, y como bajar el déficit fiscal con suba de tarifas. El ajuste del déficit por medio de quita de subsidios a las tarifas tiene un efecto inflacionario de costos en el corto plazo. Esto influye en la política monetaria del Banco Central bajo metas de inflación, en donde para poder lograr las metas planteadas para diciembre 2017, tiene que subir la tasa porque las expectativas de inflación están por arriba de las target. En el contexto actual, en donde gran parte del déficit fiscal, se financia con deuda en USD, que luego tiene que pasarse a pesos, presionando el tipo de cambio y apreciando el valor de la moneda, junto con las altas tasas del BCRA, afectan el crecimiento en el corto plazo a través del consumo, y de las señales de acumulación de inventarios de las empresas.

La suba de tasas de la FED y los hechos que ocurran a nivel internacional también son a tener en cuenta, dado que parte del déficit es financiado con deuda internacional y la tasa libre de riesgo que fija la FED, influye en la tasa a la cual el país se endeuda. Además los desequilibrios externos, repercuten en el tipo de cambio del Gobierno.

Los objetivos de la presente investigación son los siguientes:

- Analizar y entender la relación entre los diferentes sectores de la macroeconomía. Equilibrio interno y externo.
- Analizar y entender las diferentes formas de financiar el déficit, las consecuencias que acarrear, y cómo afectan el crecimiento económico del país.
- Analizar y entender el ratio Deuda/PIB. Su evolución en el tiempo y la sostenibilidad de la deuda.
- Analizar y entender el trilema que atraviesa el Gobierno con sus consecuencias macroeconómicas reales.
- Analizar el contexto actual bajo los modelos de Mundell-Fleming, Modelo de 3 ecuaciones, y Modelo AD ERU. Shocks de inflación, oferta y demanda.
- Analizar y entender los rubros que componen el Gasto Publico.

La situación actual en la que se encuentra el país, tanto en el campo político como económico, me lleva a plantear e intentar contestar la siguiente pregunta:

“¿Es sostenible en el largo plazo, crecimiento económico con déficit fiscal en el contexto actual de la argentina?”

4. MARCO TEORICO Y APLICACIÓN AL CONTEXTO ACTUAL

4.1 Los ciclos económicos

Los ciclos económicos son las fluctuaciones de la economía en la producción o la actividad económica durante varios meses o años. Estas fluctuaciones se producen normalmente en torno a una tendencia de crecimiento a largo plazo, y por lo general implican cambios en el tiempo entre los períodos de crecimiento económico o de expansión, y los períodos de estancamiento o recesión. Estas fluctuaciones son a menudo medidas con la tasa de crecimiento del PBI. A pesar de ser llamados ciclos, la mayor parte de estas fluctuaciones en la actividad económica no siguen un patrón periódico, mecánico, o predecible.

El ciclo económico puede tener etapas de mayor o menor crecimiento, incluso decrecimiento o recesión. Las etapas del ciclo económico son las siguientes:

-Recuperación: Esta fase del ciclo económico nace en el punto de inflexión de la recesión a la expansión. Durante el período se da un aumento de la actividad económica. La demanda comienza a elevarse, la producción aumenta y esto provoca un aumento de la inversión.

-Expansión: Durante esta fase del ciclo económico las expectativas de los consumidores están aumentando, la producción industrial está creciendo, el empleo aumenta, y hay inversión que acompaña este proceso. La expansión se da una vez que el crecimiento supera el auge del ciclo económico anterior.

-Auge: Es el momento más elevado del ciclo económico. En este punto se producen una serie de rigideces que interrumpen el crecimiento de la economía, comenzando una fase de recesión. En esta fase del ciclo económico las expectativas de los consumidores se estabilizan y la producción industrial deja de crecer.

-Recesión: Se produce una importante caída en la inversión, la producción y el empleo. Este no es un buen momento para las empresas o el sector asalariado. Es la fase del ciclo económico donde la variación del PBI es negativa período a período. Las expectativas de los consumidores también son bajas. Una crisis, es una recesión particularmente abrupta.³

En el siguiente grafico, se puede encontrar las diferentes etapas de los ciclos económicos, con los cambios en las diferentes variables a lo largo del tiempo. El presente Gobierno, se encuentra en una etapa de recuperación, saliendo de una recesión generada para poder sincerar la economía, y ajustar el tipo de cambio. Con el Gobierno anterior, ya se podía observar una caída en el crecimiento de la economía, en donde los sueldos reales eran cada vez más bajos, y el consumo

³ "Fases del ciclo económico " –Enciclopedia Financiera - Pérez Alejandro Bujan 2015

comenzaba a estancarse. Este ajuste, trajo como consecuencias la caída en el ingreso disponible, la caída en la demanda, inflación de costos por el ajuste de tarifas, estancamiento de la producción, entre otras. Las políticas que se ejecutaron por el presente Gobierno al entrar al poder, tenían como fin, bajar la inflación a valores razonables, fomentar el crecimiento económico de largo plazo, hacer crecer el empleo en el largo plazo, atraer inversiones, entre otros. Era necesario realizar un sinceramiento de la economía, para luego poder comenzar a corregir y llegar al equilibrio deseado.

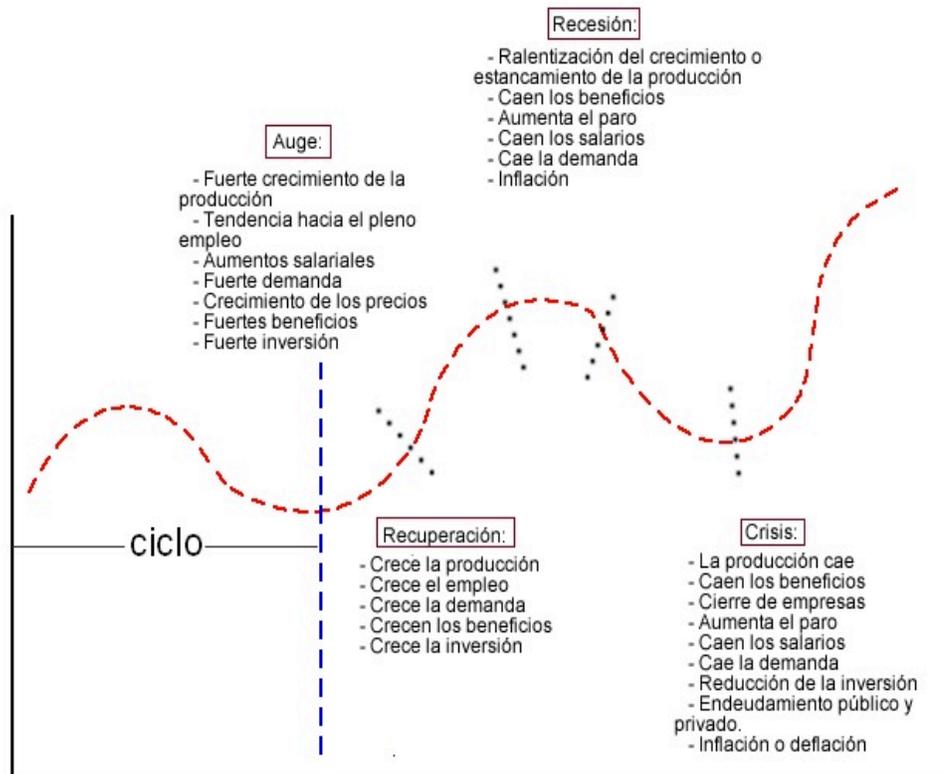


Gráfico 5: Ciclo económico. Fluctuaciones y Etapas de la economía. 4

4.2 La macroeconomía y la identidad fundamental de las cuentas nacionales

La macroeconomía estudia el comportamiento de la economía en su conjunto y de los indicadores globales de la economía mediante el análisis de distintas variables como: el nivel de empleo, el ingreso o renta nacional, la inversión, el consumo, los precios, los recursos productivos, la balanza de pagos,

4 "Fases del ciclo económico" –Enciclopedia Financiera - Pérez Alejandro Bujan 2015

los salarios, el tipo de cambio, y el comportamiento general de precios, entre otros.⁵ La macroeconomía busca entender como funciona la economía. Al interactuar constantemente entre sí los distintos sectores, el análisis de estas variables nos permite intentar entender la economía en su conjunto. El modelo de economía abierta esta compuesto por el sector Privado, el sector Público, y el sector Externo. A la hora de analizar una economía con déficit fiscal, es clave comprender el funcionamiento de cada sector y las relaciones que se establecen entre ellos.

El Estado cumple la función de proveer servicios públicos para todos los habitantes, como salud, educación, seguridad, agua, emergencia, transporte público, entre otras; y para ello necesita realizar gastos, y recibir ingresos por medio de los recursos tributarios.⁶ Algunos de estos recursos tributarios son los impuestos, las tasas y las contribuciones. Una parte de lo recaudado, vuelve al sector privado vía subsidios y transferencias. Con lo cual del ingreso total, una parte la dispone el sector privado, ingreso disponible, y una parte la dispone el sector público.

El Producto Bruto Interno (PBI) es el valor que totaliza la producción de bienes y servicios de un país en un periodo determinado. La identidad fundamental de las cuentas nacionales es la siguiente:

$$Y = C + I + G + X - M$$

Los términos que aparecen son: Y es el producto, C es el consumo, I es la inversión, G es el gasto público, X representa las exportaciones, y M viene a indicar las importaciones. Otra forma de expresar la identidad es:

$$Y + M = C + I + G + X$$

$$\text{Oferta agregada} = \text{Demanda agregada}$$

La oferta agregada esta compuesta por el PBI y las Importaciones, mientras que la demanda agregada esta compuesta por el Consumo, la Inversión, el Gasto publico, y las Exportaciones.

Partiendo de la identidad fundamental, llegamos al esquema de ahorro inversión, en donde el ahorro de los tres sectores debe ser igual a la inversión. En la siguiente identidad es posible ver un ahorro público, un ahorro privado, y un ahorro externo. El ahorro público consiste en los ingresos por recaudación menos el gasto público. En momentos donde el gasto es superior a lo recaudado para poder mantener un mismo nivel de inversión, el ahorro del sector privado o del sector

⁵ “Economía Principales Conceptos” – CENTRO DE INVESTIGACIONES ECONOMICAS URUGUAY

⁶ En las identidades que proceden los recursos tributarios van a estar representados por la letra T

externo tienen que crecer. El ahorro privado está compuesto por el ingreso disponible menos los impuestos y el consumo privado. Por último el ahorro externo es el neto de las importaciones y las exportaciones.

$$(Y - T - C) + (T - G) + (M - X) = I$$

Ahorro privado + ahorro público + ahorro externo = Inversión

También es posible ver en la identidad de las cuentas nacionales, la interdependencia entre el equilibrio interno y el equilibrio externo. Cualquier desequilibrio, ya sea de la cuenta corriente o del gasto doméstico tiene que ser financiado por medio del otro. La siguiente identidad se la conoce como el Modelo de Tres Brechas.

$$(Y - T - C - I) + (T - G) = X - M$$

Sector Interno = Sector Externo

El sector interno está dividido en los sectores privado y público. Las variables del sector privado, se encuentran en el primer paréntesis. En el segundo paréntesis están las variables del sector público. Del otro lado de la identidad se encuentran las variables del sector externo. Entre los diferentes sectores, debe existir una correspondencia entre los resultados. Cuando un país tiene déficit fiscal sostenido a lo largo del tiempo, es necesario que haya superávit privado para mantener el mismo equilibrio con el sector externo.

Dentro del sector interno privado, puede haber variaciones en sus componentes, subas o bajas en el consumo y la inversión que afectan el déficit o superávit del sector. En cada variable de los sectores en sí, ya sea el consumo, la inversión, el gasto público, los impuestos, las importaciones y exportaciones; pueden haber variaciones internas que afecten los resultados de la macroeconomía. Por ejemplo, dentro del consumo, uno puede enfocarse en consumo de las clases altas o de las clases bajas, y por medio de políticas, afectar las ponderaciones de cada uno. En cuanto a la inversión, si bien el monto nominal es importante, los sectores y la rentabilidad que se pueda adquirir también lo son. El Presupuesto Nacional del sector público, tiene destinado las partidas presupuestarias del Gasto Público para los diferentes servicios. Las diferentes ideologías políticas afectan la matriz de distribución de las partidas presupuestarias del Gasto Público. También, hay exportaciones e importaciones que son afectadas por los precios internacionales, con lo cual es posible ver cambios de tendencias dentro de estas variables y sectores. La consolidación del sector exportador, el fortalecimiento de la inversión y la recuperación del consumo darían sustento al crecimiento que espera el mercado.

El funcionamiento sistémico de la macroeconomía, en donde el sector público interactúa continuamente con el sector privado y el sector externo, combina el problema del déficit fiscal con el ahorro, con la inversión y con el comportamiento de la balanza de pagos. Con lo cual un déficit presupuestario creciente puede acarrear posibles consecuencias macroeconómicas.

4.3 Equilibrio interno y externo

El equilibrio interno intenta alcanzar el pleno empleo, con una baja inflación y estabilidad financiera. Por el otro lado, el equilibrio externo consiste en ubicar el saldo de la cuenta corriente en niveles sostenibles a lo largo del tiempo. Ambos equilibrios se encuentran altamente correlacionados.

Dos de los objetivos a corto plazo del presente Gobierno son impulsar el nivel de actividad y controlar la inflación al mismo tiempo. Al tener la tasa de referencia en valores por encima de la inflación, con el objetivo de bajarla, genera como consecuencia una apreciación del tipo de cambio, generando una moneda con atraso cambiario, y la renta en pesos pasa a ser una inversión atractiva. Este tipo de política permite acercarse a un equilibrio interno, a costa de tener un mayor saldo negativo en la cuenta corriente. Si la tasa no estaría fijada por encima de la expectativa de devaluación, seguramente el sector externo sea el que financie al sector doméstico. Para lograr el equilibrio entre el sector interno y externo es necesario tener alta credibilidad en la política económica, mercados financieros desarrollados, fortaleza institucional, entre otros. Lo que le permite al presente Gobierno impulsar la economía, bajar el déficit fiscal gradualmente, y bajar la inflación bajo un régimen de metas, es la deuda y la sostenibilidad de la misma. Teniendo la posibilidad de endeudarse a nivel internacional, la posibilidad de lograr el equilibrio entre el sector interno y externo es mayor.

En relación a los diferentes sectores sociales, los intereses económico políticos son diferentes. El sector asalariado, está interesado en que aumenten los salarios y aumente el consumo consecuentemente. También están a favor de una mejora en los impuestos, como por ejemplo el IVA. Por el otro lado, los empresarios, están interesados en que las condiciones para el crecimiento de las inversiones sean favorables. Los acreedores internacionales y el sector exportador están interesados en que el riesgo país baje, y el ingreso de divisas al país por medio de un superávit en la balanza comercial con un tipo de cambio depreciado.

El Gobierno actual, desea que se reactive la economía y dar señales a los capitales extranjeros que el país crece en infraestructura generando confianza a largo plazo, con lo cual aumentará el gasto público por encima de la recaudación. Según el Ministro de Hacienda, este aumento del gasto para obra pública, se va a financiar en parte con los impuestos recaudados por el último blanqueo, y en parte

con la quita de los subsidios a diferentes servicios, por ende un aumento en las tarifas. La aparición de los sindicatos en el plano económico, le genera una traba al presente Gobierno con sus metas de inflación, ya que la puja salarial es un factor muy importante a la hora de fijar los precios en las empresas, lo que obliga al Banco Central a subir mas aun la tasa de interés, enlenteciendo el crecimiento, y haciendo atractiva la tasa local. En períodos anteriores, el sueldo del sector asalariado se fijaba en relación a la inflación pasada. Este Gobierno quiere lograr que los salarios se ajusten en relación a la inflación futura fijada por el BCRA, de esta forma el sistema de metas de inflación, comienza a ser creíble en el largo plazo.

Al igual que los salarios, otro factor que influye en la inflación de costos es el aumento de las tarifas. El principal problema es que los empresarios trasladan estos aumentos a los precios, con el objetivo de mantener los mismos márgenes de ganancias, lo que eleva la inflación núcleo. Al partir de niveles de inflación altos, el esfuerzo que debe realizar el BCRA para contrarrestar la inflación de costos que generan las paritarias y la quita de los subsidios es mayor, consecuentemente influyendo en el crecimiento económico negativamente.

4.4 Formas de financiar el déficit

La restricción presupuestaria del sector público, establece que los gastos que se realicen en el periodo deben ser iguales a los ingresos. Los ingresos pueden provenir de tres alternativas principales: a) los recursos tributarios que recauda el Estado, b) la emisión de títulos de deuda, el traspaso de los recursos del sector privado o externo al sector público, y este mismo debe pagar un interés por utilizar estos recursos; c) prestamos del Banco Central al Tesoro por medio de adelantos transitorios, con lo cual el BC debe emitir moneda para respaldarlo. El déficit fiscal puede ser financiado por deuda pública o mediante la emisión monetaria. La deuda pública puede ser en moneda local o extranjera.

Al financiar el déficit fiscal con deuda, ya sea emitida al sector privado o externo, se esta generando una situación ínter temporal, en donde los bienes y servicios que son adquiridos hoy, serán pagados en algún momento futuro.

La financiación del déficit fiscal por medio de emisión monetaria, tiene algunas ventajas y desventajas. En primer lugar el costo de financiación seria reducido, dado que las tasas aplicadas por el BCRA al Tesoro son menores a las tasas promedio del mercado. En segundo lugar, si el stock de deuda es nulo, toda la apertura de las cuentas nacionales a los entes financieros internacionales que se realiza antes de adquirir títulos de deuda no seria necesario. El uso de este tipo de financiamiento dificulta el objetivo principal actual del Banco Central, que es el control de la política monetaria y la inflación. A mayor emisión de moneda sin respaldo en dólares, las expectativas de devaluación crecen al igual que los precios.

Tal como comentaba al inicio, la crisis de hiperinflación que se desarrolla en nuestro país en el año 1989, tiene como causa, la emisión de moneda desmedida durante varios años para financiar el déficit público. El cambio de dominancia fiscal a dominancia monetaria, le permite al Banco Central ser un ente independiente del Tesoro, y presionar para que disminuya el déficit fiscal.

En el siguiente grafico se puede ver las transferencias del BCRA al Tesoro Nacional, y uso de reservas internacionales desde el 2004. A partir del año 2016, y del cambio de Gobierno, se puede ver una baja en el uso de reservas internacionales, y de adelantos transitorios, representado por la línea roja del grafico.

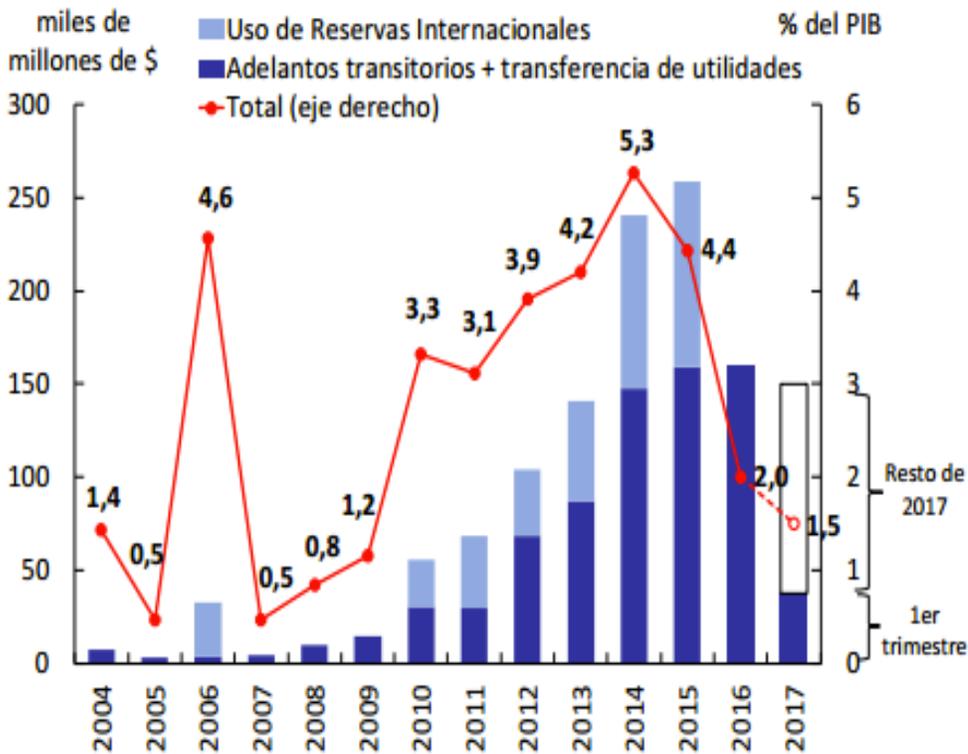


Grafico 6: Transferencias del BCRA al Tesoro y uso de reservas. Fuente: BCRA en base a INDEC y Secretaria de Hacienda. 7

En el grafico 6, se puede ver que el BCRA todavía esta financiando al tesoro por medio de adelantos transitorios, aunque la tendencia es negativa. Estos pesos que son volcados al mercado y aumentan la cantidad de pesos en circulaci3n, deben ser absorbidos para no generar un efecto inflacionario monetario. Si el crecimiento de la oferta monetaria supera el crecimiento del producto, el exceso de

7 "Informe de pol3tica monetaria", Abril 2017, BCRA

oferta se traduce a un aumento en los precios. Los instrumentos de Pases y Lebacs sirven para esterilizar la cantidad de pesos en el mercado. Para poder esterilizar este excedente de pesos, el BCRA debe subir más aun la tasa de interés de las Lebacs y los Pases para captar el excedente, lo que le genera una traba para cumplir el objetivo de crecimiento y recuperación de la economía en el corto plazo. En el momento en el cual el Gobierno haya generado la suficiente confianza, y pueda ubicar sus variables macroeconómicas por dentro de las metas, la curva de tasas se va a comenzar a normalizar, permitiendo el desplazamiento de las inversiones financieras de corto plazo a mediano y largo plazo, pasando la liquidez actual de las Lebacs cortas, a bonos de largos del Tesoro, y de esta forma desendeudar al BC para evitar un déficit cuasi fiscal sostenido. Si el stock de Lebacs continua aumentando en el corto plazo, dada las atractivas tasas de interés que las Lebacs ofrecen, la carga financiera del BC aumenta. Si llega al punto de tener un déficit cuasi fiscal elevado, la única alternativa para poder financiar al Tesoro y repagar la deuda es por medio de la emisión monetaria, desencadenando en mayores perspectivas de inflación y de devaluación.

Hay que tener en cuenta que para poder hacer el roll over de las Lebacs de corto plazo, la tasa de interés debe ser atractiva. El stock de la última licitación de Lebacs asciende a un 60% de la base monetaria, con lo cual cualquier movimiento negativo brusco de tasas de interés puede lograr el desarme rápido de este instrumento, aumentando fuertemente la base monetaria. El BCRA se enfrenta a la situación de querer controlar la inflación con tasas altas para luego bajarlas lentamente. El problema que esto acarrea es que cuando la tasa tienda a bajar las posiciones de Lebacs tienden a desarmarse, lo que va a llevar a un aumento de la base monetaria fuertemente. En este momento, ese flujo de capital debería ser reorientado a Lebacs con vencimientos mas largos, o a deuda directa del Tesoro. Es necesario un superávit fiscal que absorba pesos del mercado, y le permita al BCRA por medio de devolución de adelantos transitorios del Tesoro devolver el stock de Lebacs y Pases en su balance sin la necesidad de emitir moneda. Si las metas fiscales no son alcanzadas, el desarme de Lebacs provocaría un aumento de la base monetaria transferida al índice general de precios y le pondría un piso a la tasa de interés. Nuevamente se llegaría la situación en donde la tasa de interés local alta es requerida, anestesiando el tipo de cambio, y esto, no le permite crecer económicamente al país.

Para mejorar el riesgo de roll over de las Lebacs es necesario que el BCRA construya confianza en que va a lograr bajar la inflación en el corto plazo con el fin de que los capitales se muevan a la parte media o larga de la curva y reduzcan el riesgo . Por el otro lado el Tesoro debe dar señales de reducción del déficit fiscal periodo a periodo para poder bajar la inflación gradualmente, y así al bajar la carga de los intereses de la deuda del BCRA periodo a periodo.

En el siguiente grafico se puede observar la licitación de Lebacs del 18 de abril del 2017 y las tasas nominales anuales de los rendimientos para cada plazo.

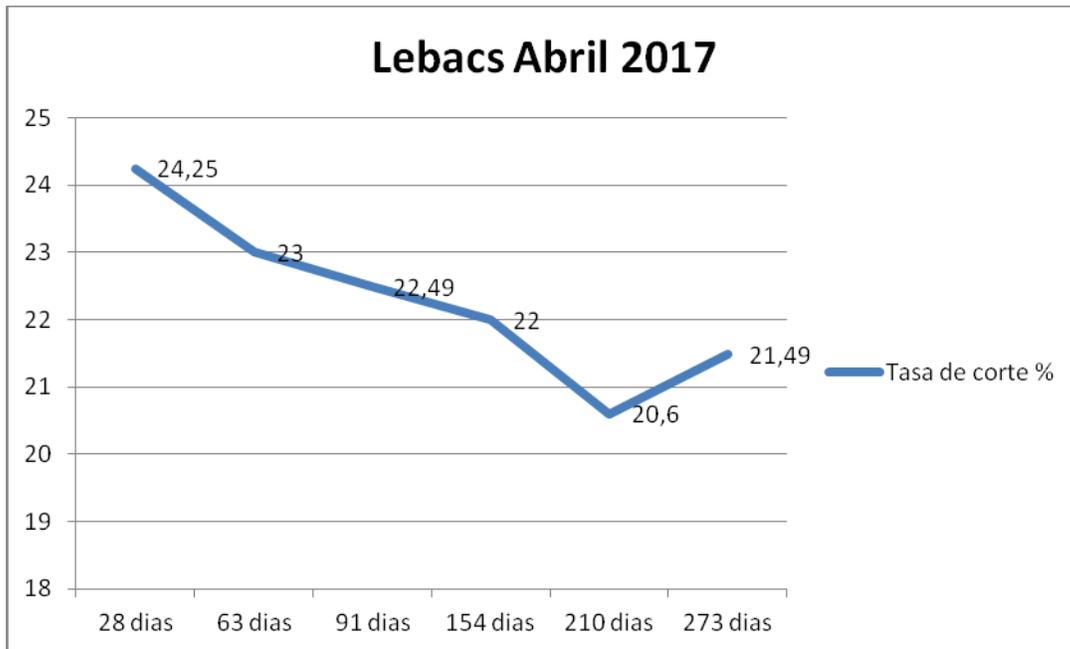


Grafico 7: Rendimiento de las Lebacs para los diferentes plazos. Abril 2017 Fuente: Elaboración propia en base a datos de la licitación BCRA.

A medida que el Gobierno logre bajar la inflación y el BCRA sea creíble con su meta, va a poder bajar la tasa de interés de corto plazo lentamente. Una vez normalizada, la tendencia de bajar la tasa de interés de corto plazo, va a desplazar los capitales hacia largo plazo, en donde la tasa de interés va a resultar más atractiva.

La otra forma de financiar el déficit, es vía emisión de títulos de deuda, y esta limitada, con lo cual, las obligaciones que el Gobierno contrae hoy para poder consumir mas de lo que recauda, en algún momento debe ser pagado. Es necesario un superávit primario futuro equivalente para poder amortizar la deuda. “Dado un nivel de deuda, el requerimiento de superávit primario para garantizar la sostenibilidad, es creciente con el nivel inicial de esta deuda y la tasa de interés, y decreciente con el crecimiento del PIB. Por ejemplo, un país con deuda en torno al 60 % del PIB, como el objetivo de largo plazo en la Unión Monetaria Europea, con una tasa real de 6 %, y crecimiento del PIB real de 5 %, necesitaría generar un superávit primario de 0,6 % del PIB. En cambio, una economía con deuda de 40 % del PIB, pero con una tasa de interés alta —por ejemplo 10 % real— y con el PIB creciendo en términos reales al mismo 5 %, necesitaría generar un superávit primario de 2 % para sostener dicho nivel de deuda. Claramente, la diferencia es la tasa de interés a la que se puede endeudar.”⁸ El autor quiere explicar que para

⁸ “Macroeconomía: Teoría y políticas”, Capítulo 5: el gobierno y la política fiscal, José de Gregorio, 2012

mantener un nivel de deuda sostenido en el tiempo, se debe generar cierto superávit primario, y es importante tener en cuenta cual es la tasa real, el nivel de deuda inicial, y cual es el crecimiento de PBI. En el ejemplo, ambas economías crecen en un mismo porcentaje. Se compara una economía con deuda mayor a la otra, y según la tasa de interés real de cada uno el superávit primario necesario es diferente. Llevando el ejemplo a la realidad, si Argentina tiene menor stock de deuda y a una tasa de interés real mayor a la de los demás países de la región, el superávit primario necesario para mantener el nivel de deuda, es mayor a la de otros países con deudas mayores pero tasas reales más bajas, suponiendo que el crecimiento es parecido.

El Gobierno actual, parte de niveles de deuda total bajos, se encuentra en el 52%/PBI, lo que le da un amplio margen para aumentar el stock de deuda y lograr reactivar la economía. Lo bueno que tiene este tipo de financiamiento, es que se puede refinanciar, se puede sustituir una deuda que vence, por nuevas emisiones de deuda. Lo mismo con los intereses, pero para esto es necesario un crecimiento económico sostenido y una mejora en los resultados fiscales.

Tal como ya dije anteriormente, la deuda puede ser local o internacional. La deuda local esta muy ligada a las expectativas de devaluación futuras. Esto es porque muchos de los inversores que compran deuda en pesos argentinos tienen como costo de oportunidad alguna otra inversión en dólares. Con lo cual, si un inversor espera un determinada renta en pesos para un periodo determinado, hay que considerar que una vez finalizado, el valor del tipo de cambio puede ser diferente. Una tasa de interés local alta, atrae capitales del exterior, que se convierten en pesos para comprar bonos locales. La tasa de interés local puede estar por arriba o por abajo de las expectativas de devaluación y de inflación. Si la tasa de interés esta por encima de ambas, el peso argentino suele apreciarse, y la inflación bajar, consecuentemente las tasas locales deberían bajar para hacer al país mas competitivo. Si la tasa de interés esta por debajo de la inflación y expectativa de devaluación, es decir tasa de interés real negativa, se genera un crecimiento vía consumo e inversión, el aumento de los sueldos del sector asalariado va rezagado a la inflación, las expectativas de devaluación crecen y el producto real tiende a ser menor en el largo plazo.

El presente Gobierno tiene la tasa de interés de referencia fijada por arriba de la expectativa de devaluación y de inflación. Se podría decir que contra la expectativa de devaluación, hay un buen margen con la tasa de interés, dado que la expectativa de devaluación ronda el 18% anual mientras que la tasa de referencia ronda el 25%. A comienzos de la presidencia de Macri, la tasa de interés rondó el 38% con el fin de bajar la inflación fuertemente. La meta de bajar la inflación, le permite al Banco Central bajar la tasa de interés local, y lograr un depreciamiento de la moneda, que recupere el atraso cambiario y convierta al país más competitivo, sin generar inflación. A nivel local, la baja de la tasa de interés, generaría un reactivamiento en el crédito y una baja en el costo financiero de las empresas a la

hora de endeudarse para cubrir sus desfasajes financieros y sus inversiones de capital. Lo que resulta ser atractivo para los inversores financieros internacionales (altas tasas de interés local, con baja expectativa de devaluación), no es lo ideal para el crecimiento del país y el empleo.

El rendimiento de la deuda pública emitida en dólares, se calcula sumando la tasa libre de riesgo de los Estados Unidos al spread de riesgo país. El riesgo global, el nivel de reservas, el déficit fiscal, la inflación, las expectativas de devaluación son todas variables que afectan el spread. Cuanto más bajo es el spread, menor es la carga financiera del país ante un mismo nivel de deuda, lo que le permite desacelerar el crecimiento del ratio Deuda/PBI. En el siguiente grafico se puede observar las curvas de tasas de rendimientos de los bonos soberanos para los diferentes maturities de los diferentes países de América Latina y Estados Unidos. Se puede ver claramente que los rendimientos de los bonos Argentinos están por encima del resto de los de países.

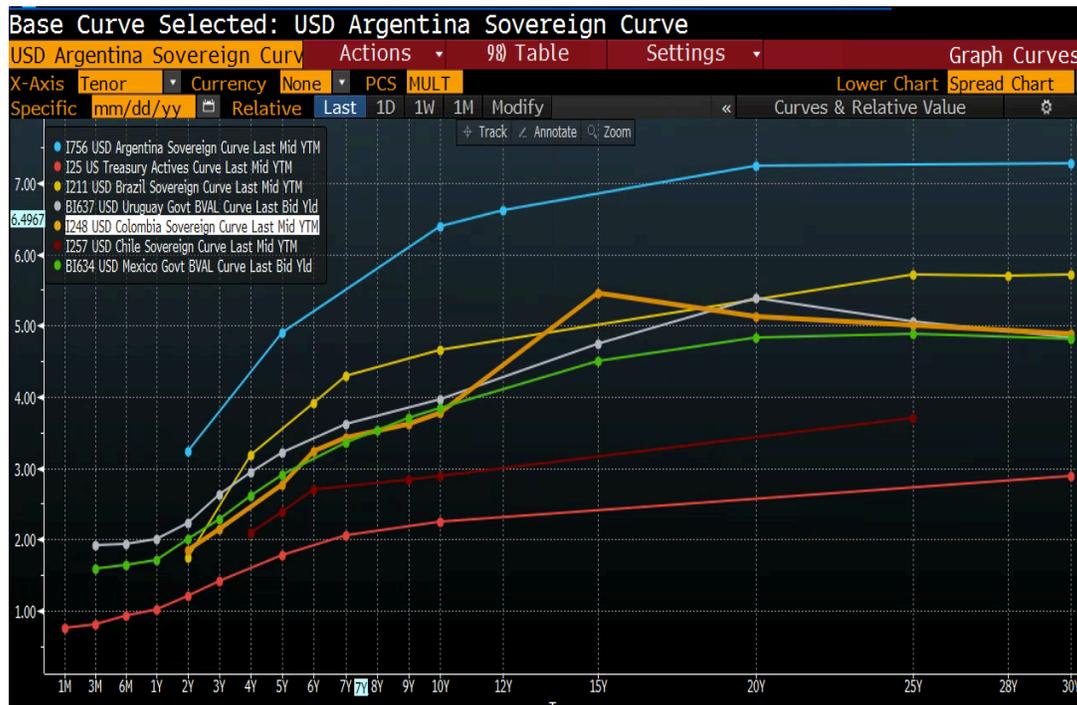


Grafico 8 : Bloomberg Curva Soberana USD Argentina (celeste), en comparación con las curvas soberanas en USD de México (verde) , Chile (rojo oscuro), Colombia (naranja) , Uruguay (gris) , Brasil (amarillo), Estados Unidos (rojo claro)

El déficit fiscal puede ser financiado con deuda, pero hay que tener en cuenta que un déficit fiscal elevado sostenido a lo largo del tiempo, puede tener un impacto directo en el nivel de riesgo que el país tiene, dado por las altas tasas de interés locales requeridas para retirar el excedente de pesos afectando el

crecimiento en el largo plazo, y por ende dejar de ser una inversión atractiva para los organismos financieros del mundo que compran los bonos Argentinos.

Luego de la salida del default, y un largo proceso de negociación con los Holdouts, Argentina logó mejorar su calificación de deuda según la agencia S&P desde CCC a B. Moody's, otra de las calificadoras mundiales de alta referencia, modificó la calificación de Caa1 a B3. Esto quiere decir que Argentina se suma al grupo de países que tienen capacidad para cumplir con sus compromisos futuros financieros. Para llegar a la categoría de Investment Grade, el país debería mejorar su calificación bastante por encima de las actuales. Actualmente la deuda argentina a 10 años se encuentra rindiendo aproximadamente el 6,5%. “Según una muestra de 76 países con calificación de S&P, el rendimiento de la deuda Argentina es más parecido al de países con notas de calificación más elevadas, como por ejemplo Bahrein (6%, BB), Sri Lanka (6%, B+), El Salvador (5,9%, B), Senegal (5,8%, B+) u Honduras (5,6%, B+)”. La calificación se determina en base al resultado fiscal, el nivel de reservas internacionales, e influye la historia de defaults pasados, con lo cual Argentina tiene un peso histórico dentro la calificación. La suba en la calificación de la deuda soberana Argentina se va a dar gradualmente, a medida que los números fiscales muestren mejorías.⁹ En el *anexo 1* se puede ver una nota del informe del S&P sobre Argentina, y como ven una mejora en los desequilibrios macroeconómicos, recuperando gradualmente la credibilidad, y mejorando el tema de la fortaleza institucional.

Es muy importante para la Argentina seguir creciendo y mejorando para poder obtener mejores calificadores a lo largo del tiempo. Esto va a permitir que la entrada de capitales a nuestro país sea más fluida, y a tasas menores. Muchos fondos de inversión, tienen en su reglamento solamente permitido invertir sus fondos en activos con calificaciones dentro del rating de Investment Grade o dentro del rating de Emergentes, con lo cual en el momento que el país logre llegar a esta meta, la cantidad de dinero esperando ingresar a la Argentina es elevado. Es un factor fundamental que los rendimientos a nivel mundial se encuentren muy bajos, luego de la crisis del 2008 en Estados Unidos, se bajaron las tasas a prácticamente cero para reactivar el consumo y fomentar el desapalancamiento de los actores de la economía.

En el siguiente gráfico, se puede ver la evolución de la deuda total consolidada en porcentaje del producto, y el déficit fiscal total como porcentaje del producto, desde 1970 hasta el año 2016. Claramente después de 1990 la Deuda/PBI comienza a aumentar hasta llegar a su pico en el año 2001. En el mismo periodo se ve el incremento del déficit fiscal, llegando a niveles insostenibles en el 2001. Luego de la crisis del 2001, se puede ver como el nivel de deuda total baja y a partir del año 2009 comienza una fase en donde se aumenta el déficit fiscal fuertemente periodo a periodo, financiado por emisión monetaria. Esto, le permitió al Gobierno

⁹ “Moody's mejoró a positiva la calificación de la nota crediticia Argentina”, Diario La Nación, Marzo 2017

actual, partir de un nivel de deuda bajo, pero con un desequilibrio interno debido a la emisión sin respaldo, lo que llevo al estancamiento del consumo y el crecimiento económico en los últimos años, y a un nivel de precios elevado.

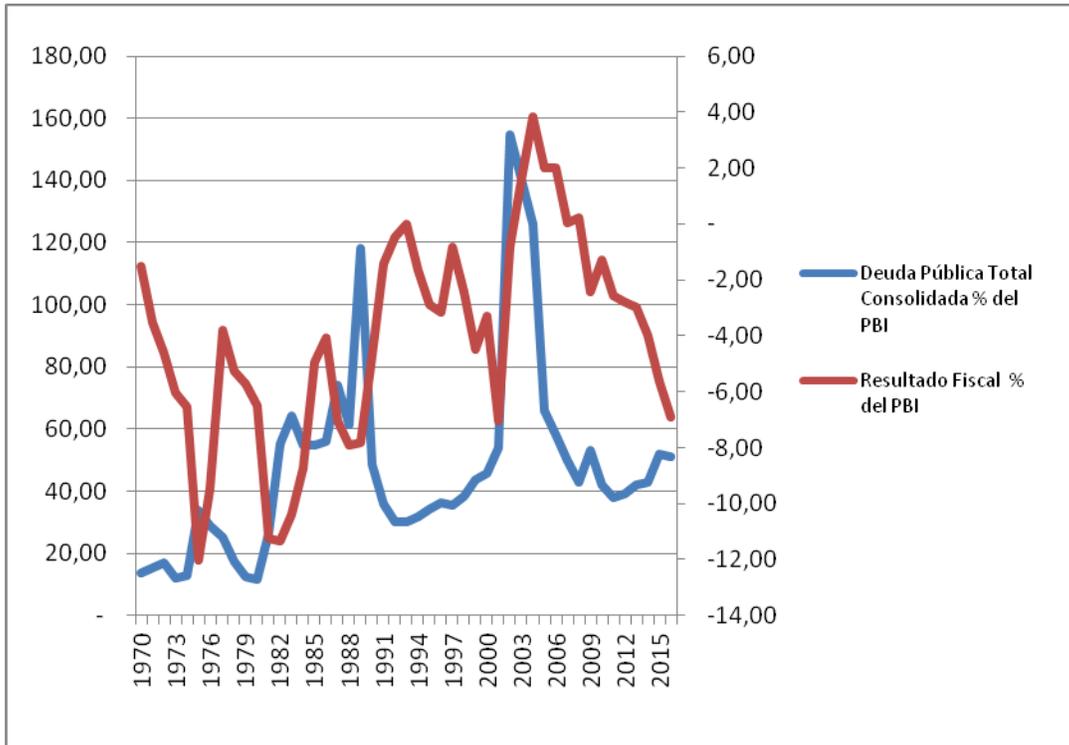


Grafico 9: Evolución Deuda Pública Total Consolidada y Resultado Fiscal en porcentajes del PBI. Fuente: Elaboración propia en base a datos de la consultora Ferrer. Datos en Anexo 2.

4.5 Agregados monetarios, stock de Lebac y Pases

Si bien en enero la tasa de crecimiento interanual de la Base Monetaria fue 35,3%, debe considerarse que entre diciembre y febrero rige un período de integración trimestral de encajes. Entre fines de 2015 y comienzos de 2016 las entidades financieras habían optado por integrar un elevado excedente de encajes en diciembre y reducirlo gradualmente en los dos meses posteriores. Es necesario recordar que a mediados de 2016 se dispusieron aumentos de los coeficientes de encajes que equivalieron al 4% de los depósitos en pesos. En enero del presente año, la base monetaria, presentó un crecimiento nominal mensual de 3,5%, el cual fue abastecido mediante la reducción en el saldo de LEBAC y por la expansión generada por las operaciones de compra de divisas del BCRA. Ambos efectos fueron parcialmente compensados por la contracción asociada al incremento de los pases pasivos para el Banco Central. En el mes de marzo se puede ver una marcada desaceleración de la base monetaria. Esta desaceleración estuvo relacionada con

que en marzo la tasa de interés de referencia dispuesta por el Banco Central se mantuvo en niveles elevados. La suba de tasas de las Lebac permitió absorber el excedente de pesos. En abril, el Tesoro tomó la decisión de comprar moneda extranjera nuevamente y aumentar las Reservas, lo que generó un aumento en la base monetaria y la necesidad de una tasa de interés elevada para esterilizar los pesos del mercado, y no generar inflación monetaria.¹⁰

Agregados Monetarios en Pesos (var. i.a. Prom. 7 días)

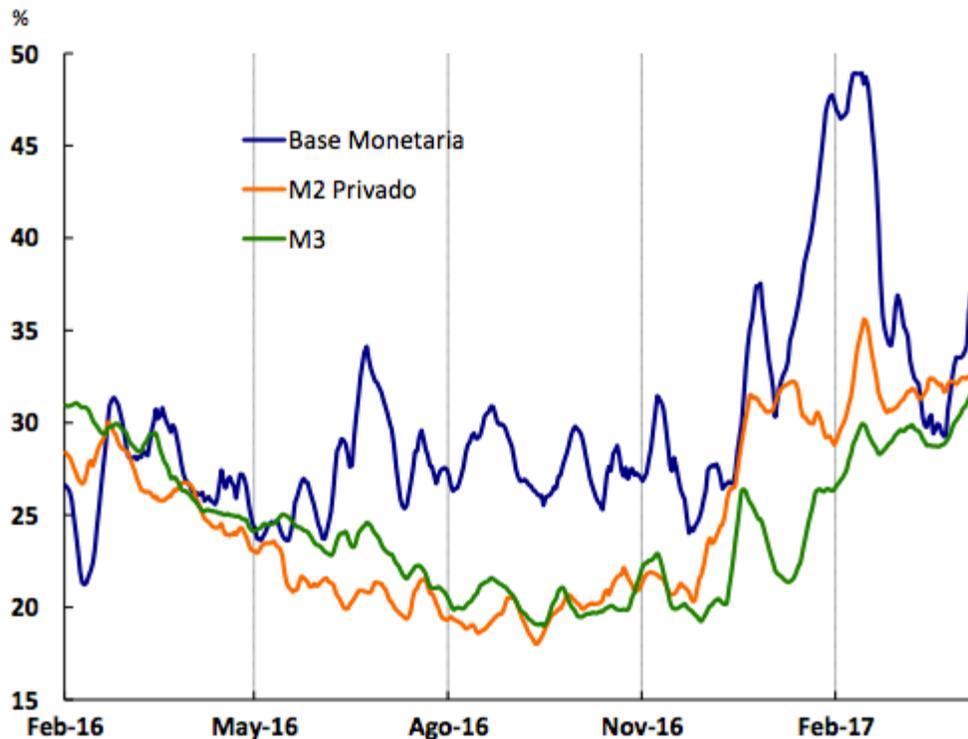


Grafico 10: Agregados monetarios 2016- 2017. Fuente: BCRA

En el *anexo 3*, se puede ver el balance del Banco Central actualizado al 22 de Mayo de 2017. El stock de Lebac asciende en millones de pesos a \$ 830 457 y el stock de pases pasivos en millones de pesos a \$126 788. Esto demuestra que gran parte de la deuda del BCRA todavía esta asociada a las Lebac, y el monto de los pases viene estable, sin mostrar fuertes aumentos. Al no tomar la tasa de Lebac (a 35 días) como referencia, y sí la de los Pases (a 7 días), le permite tener al BCRA un monitoreo mas ajustado. Un detalle a tener en cuenta a la hora de analizar el stock de deuda del BCRA es el deterioro en los resultados netos. Tiene

¹⁰ “Publicaciones Estadísticas”, Abril 2017, BCRA

que subir la tasa no solo para combatir la inflación de costos, sino la monetaria también.

El Gobierno actual, tal como ya lo dijimos tiene como meta llegar a los niveles de inflación pre fijados. En los últimos años la relación de la oferta monetaria con la inflación estuvo muy ligada. Cuando la oferta monetaria aumentaba, la inflación subía consecuentemente. El presente Gobierno, quiere desanclar las variaciones de la oferta monetaria de la inflación. Esto lo tiene que lograr construyendo credibilidad, lo que le va a permitir una vez bajada la inflación, aumentar la base monetaria, generando un aumento del producto sin generar una suba en los precios. Es sumamente importante subsanar el déficit fiscal previamente para no generar una presión al alza en la inflación.

4.6 Ratio Deuda/ PBI

Por medio del ratio: Deuda total pública /PBI, se puede ver que tan endeudada esta la economía en relación a lo que produce a lo largo del tiempo. Un país que incrementa porcentualmente la deuda por encima de lo que incrementa el PBI, siempre va a aumentar el valor del índice, y puede salir de los valores que se consideran razonables. Si los entes internacionales consideran que el nivel de Deuda/PBI esta por arriba del nivel de riesgo que ellos desean, pueden dejar de financiar el déficit fiscal Argentino, y quedaría la alternativa de emitir monetariamente. “Es más probable que economías altamente endeudadas entren en problemas de pago, y por tanto el financiamiento les saldrá más caro. Esto, a su vez, resultara en un aumento del costo de financiamiento de las empresas del país, con los consecuentes costos en términos de inversión y crecimiento”¹¹. En el grafico 11 se pueden ver la comparación relativa de los países del G20. Las variables que se comparan son el crecimiento real del PBI, la inflación, el ratio Deuda/PBI, resultados de la balanza comercial, tasa de interés y tasa de desempleo. Enfoquémonos en la variable Deuda/PIB, si bien los datos no están actualizados al día de la fecha, son bastantes recientes. Se puede ver que la economía europea esta bastante endeudada, en valores del 90% del ratio. Italia y Japón tienen los valores más altos, llegando a 132% y 234% sobre el producto respectivamente. La Argentina se encuentra en un nivel relativamente bajo en comparación con el resto de los países. Brasil, nuestro principal socio comercial, tiene un stock de deuda del 75%/ PBI.

¹¹ “Macroeconomía: Teoría y políticas”, Capitulo 5: el gobierno y la política fiscal, José de Gregorio, 2012

Countries	Real GDP YoY		CPI YoY		Public Debt & GDP		Trade Balance		Central Bank Rate		Unemployment Rate	
	Value	Date	Value	Date	Value	Date	Value	Date	Value	Date	Value	Date
Argentina	-2.1%	12/16	14.30%	10/15	53.80%	12/16	2.0	02/17	--		7.6%	12/16
Australia	2.4%	12/16	1.5%	12/16	46.10%	12/16	-1.8	02/17	1.50%	04/17	5.9%	03/17
Brazil	-2.46%	12/16	4.57%	03/17	75.40%	12/16	53.7	03/17	11.25%	04/17	13.2%	02/17
Canada	2.3%	01/17	2.0%	02/17	98.80%	12/16	-17.8	02/17	0.500%	04/17	6.70%	03/17
China	6.8%	12/16	0.9%	03/17	20.10%	12/16	467.0	03/17	4.35%	04/17	4.02%	12/16
Germany	1.7%	12/16	1.6%	03/17	71.20%	12/15	280.4	02/17	0.000%	03/17	3.9%	02/17
Eurozone	1.8%	12/16	1.5%	03/17	90.40%	12/15	292.6	01/17	0.000%	03/17	9.5%	02/17
France	1.1%	12/16	1.1%	03/17	96.20%	12/15	-61.3	02/17	0.000%	03/17	10.0%	02/17
United Kingdom	1.9%	12/16	2.3%	03/17	89.10%	12/15	-51.6	02/17	0.250%	04/17	4.7%	02/17
Indonesia	4.94%	12/16	3.61%	03/17	29.40%	12/16	10.4	02/17	6.50%	07/16	5.61%	08/16
India	7.0%	12/16	3.81%	03/17	52.30%	12/16	-105.8	03/17	6.00%	04/17	7.1%	12/15
Italy	0.987%	12/16	1.4%	03/17	132.30%	12/15	56.4	01/17	0.000%	03/17	11.54%	02/17
Japan	1.6%	12/16	0.3%	02/17	234.70%	12/16	38.5	02/17	0.100%	04/13	2.8%	02/17
South Korea	2.4%	12/16	2.2%	03/17	46.10%	12/16	85.7	03/17	1.25%	04/17	3.7%	03/17
Mexico	2.38%	12/16	5.35%	03/17	49.70%	12/16	-11.7	02/17	6.50%	04/17	3.46%	02/17
Russia	0.3%	12/16	4.3%	03/17	13.70%	12/16	111.0	02/17	9.75%	03/17	5.6%	02/17
Saudi Arabia	3.49%	12/15	-0.07%	02/17	31.00%	12/16	-87.9	01/17	2.00%	04/17	5.60%	12/16
Turkey	3.093%	06/16	11.29%	03/17	32.70%	12/16	-57.0	02/17	8.00%	03/17	12.00%	12/16
United States	2.0%	12/16	2.4%	03/17	73.80%	12/16	-503.3	02/17	1.00%	04/17	4.5%	03/17
South Africa	0.7%	12/16	6.3%	02/17	43.30%	12/16	1.0	02/17	7.00%	04/17	26.50%	12/16

Grafico 11: Países G20, variables macroeconómicas. Fuente: Bloomberg

La siguiente ecuación en términos reales, expresa que el cambio de la deuda en relación al PBI entre dos periodos es igual a la suma de dos términos. El primer termino, es la diferencia de la tasa de interés real y el crecimiento real, multiplicado por el stock de deuda inicial en relación al PBI inicial. Y el segundo termino es la proporción de déficit (superávit) primario en relación al PBI del último periodo.

$$\left(\frac{D_t}{PBI_t}\right) - \left(\frac{D_{t-1}}{PBI_{t-1}}\right) = (r - g) \left(\frac{D_{t-1}}{PBI_{t-1}}\right) + \frac{G_t - T_t}{PBI_t}$$

Si suponemos que el resultado fiscal primario es 0, la diferencia de la deuda va a depender de la tasa de interés real (r), y la tasa de crecimiento del producto (g). Con lo cual si el producto crece, es decir g sube, el ratio Deuda/PBI crecerá más despacio. La deuda en relación al PBI crecerá a la tasa de interés real menos la tasa de crecimiento real del PBI, $(r-g)$.

Partiendo de la ecuación se puede ver que la razón de la deuda sobre el PBI va a ser más grande cuando¹²:

- a) La tasa de interés real sea más alta,
- b) Cuando la tasa de crecimiento del PBI sea más baja,
- c) Cuando la razón de la Deuda Inicial con respecto al PBI sea más alta, y
- d) Cuando la razón del Déficit Fiscal Primario en relación al PBI sea más alta.

El Gobierno de Macri tiene que tener en cuenta esta ecuación a la hora de analizar las políticas a implementar. Es fundamental para que este Gobierno pueda continuar con su plan económico mantener el índice lo más estable posible. Es decir que el cambio en la diferencia de deuda en relación al PBI sea el menor posible periodo a periodo. Para esto, es un factor fundamental reducir el déficit fiscal. Tal como se puede ver en la ecuación, si el déficit fiscal aumenta, el aumento de la deuda de periodo a periodo es mayor. Lo mismo pasa con el PBI, si el PBI en t es mayor al PBI en $t-1$, la diferencia en el stock de deuda sobre el PBI periodo a periodo, es menor. Al quitar los subsidios a las tarifas para reducir el déficit fiscal, esta generando un efecto inflacionario que aumenta la tasa de interés real. Con lo cual el Gobierno tiene que lograr reactivar el crecimiento de la economía para poder mantener el ratio estable, y poder seguir utilizando este modelo económico para lograr el bienestar de la economía a largo plazo. Otro factor fundamental es la tasa de interés nominal y la inflación. A medida que la diferencia entre estos se va reduciendo, la tasa de interés real es menor, lo que genera una desaceleración en el aumento de la deuda en relación al PBI periodo a periodo. Con lo cual es fundamental para este Gobierno controlar el nivel de precios y reducir la tasa de interés nominal.

El ratio Deuda /PBI, es un buen indicador de sostenibilidad ya que esta analizando la deuda total sobre el producto de un país en un periodo determinado. Pero hay que tener en cuenta algunas características de este ratio. Las variaciones se pueden dar por diversos efectos. Como vimos recién, la deuda puede ser en pesos o en moneda extranjera, con lo cual el tipo de cambio es importante. La importancia va a depender de que proporción de la deuda sea en moneda local y que proporción sea en moneda extranjera. “La suba del tipo de cambio reduce simultáneamente el

¹² “Sostenibilidad de la deuda total del sector público” – Rene Hernandez Caceres, 2004

PIB y la deuda en pesos (ambos se miden en dólares) y, por ende, el efecto es positivo, pero su magnitud depende de la participación de la deuda en pesos sobre el stock total.”¹³. Otra de las variables que afectan el ratio, es el efecto cantidad, a medida que el stock de deuda aumenta, el valor del ratio aumenta consecuentemente. Ya sea en dólares o en pesos. En la actualidad, el Gobierno esta contrayendo deuda tanto en dólares como en pesos, lo que a un mismo tipo de cambio hace subir el índice. El dólar se encuentra rondando los mismos valores que estaba a principios del año 2016. Otro efecto que modifica el resultado del ratio, es el efecto precios, al incrementarse, el Producto Bruto Interno, que se mide a precios corrientes, hace reducir el porcentaje que representa el stock de deuda, haciendo bajar el índice. Por último esta el efecto crecimiento, en donde el índice puede variar según la expansión de la economía, a medida que aumenta el crecimiento, el índice Deuda/ PIB tiende a bajar.

La siguiente tabla fue extraída del artículo “Que (no) nos dice el ratio de la Deuda/PIB?” y compara en el cuadro 1 como fue la composición del índice para el año 2015 y 2016 y su variación porcentual, y en el cuadro 2, cuales y cuanto de cada uno de los efectos anteriormente mencionados contribuyó al cambio del ratio.

CUADRO 1 - COMPOSICIÓN DEL RATIO DEUDA/PIB PARA 2015 Y 2016			
	2015	2016	VARIACION
DEUDA TOTAL	222.659	264.450	18,8%
DEUDA EN US\$	148.851	169.703	14,0%
DEUDA EN S (MEDIA EN US\$)	73.808	94.746	28,4%
PIB A PRECIOS CORRIENTES	5.854.014	8.055.988	37,6%
TIPO DE CAMBIO (\$/US\$)	13,01	16,17	24,3%
PIB EN US\$	449.963	498.206	10,7%
RATIO D. US\$/PIB	33,1%	34,1%	+ 1,0 p.p.
RATIO D. S/PIB	16,4%	19,0%	+ 2,6 p.p.
RATIO D. TOTAL/PIB	49,5%	53,1%	+ 3,6 p.p.

FUENTE: ELABORACION PROPIA EN BASE A INDEC Y AL OBSERVATORIO DE DEUDA DEL ITE.

CUADRO 2 - DESCOMPOSICIÓN Y CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL RATIO DE LA DEUDA PARA 2015 Y 2016	
	CONTRIBUCION (P.P.)
EFFECTO CANTIDAD	12,0 p.p.
EFFECTO DEVALUACION	7,4 p.p.
EFFECTOS PRECIOS	-16,7 p.p.
EFFECTO CRECIMIENTO	0,9 p.p.
AUMENTA EL RATIO	+3,6 p.p.

FUENTE: ELABORACION PROPIA 14

13 “Que (no) nos dice el ratio de la deuda/PIB?”, Juan Manuel Telechea, El Economista, Marzo 2017

El ratio Deuda/PBI, está influenciado entonces por el monto nominal de la deuda, el crecimiento de la economía, el tipo de cambio y la dinámica de los precios. Una desventaja del presente índice es que al compararlo entre los diferentes países, hay que considerar que si bien es un buen índice para representar el nivel de deuda total que un país posee en relación al PBI, , hay variables macroeconómicas internas de cada país, que van cambiando y que afectan el valor del ratio. Hay que tener en cuenta que se toma la deuda bruta y no la deuda neta, que resta de aquella los activos financieros del Gobierno. Cada país tiene una definición diferente para activos financieros, lo que dificulta la comparación. “Los activos financieros no siempre son fáciles de liquidar. No obstante, los activos financieros constituyen un importante amortiguador para que los Gobiernos hagan frente a la inquietud que suscita la sostenibilidad de la deuda. Así pues, aunque, en principio, los activos no financieros afectan al tamaño de la deuda neta y, por lo tanto, resultan relevantes para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo, en toda definición prudente de deuda neta deberían incluirse solo los activos financieros que puedan liquidarse con un plazo corto de preaviso.”¹⁵ En el ratio no es posible ver la proporción de activos líquidos en los balances de cada país.

Un país que logra mantener el ratio Deuda/PIB estable en niveles normales a lo largo del tiempo, va a poder seguir financiando con deuda los desequilibrios internos. Si el ratio se eleva por encima de lo que el mercado considera razonable, las formas de financiamiento vía deuda se cierran, y quedaría la emisión monetaria como herramienta factible. “Así pues, aunque en las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda se adopta una perspectiva de medio a largo plazo, ha de tenerse en cuenta la capacidad de un país para mantener el acceso a los mercados en el corto plazo a efectos de refinanciar la deuda que vaya venciendo. Un país que encuentre cada vez más dificultades para acceder a los mercados financieros en el corto plazo, podría tener problemas de sostenibilidad de la deuda en el medio plazo, ya que, al aumentar los rendimientos de la deuda, se incrementará gradualmente la carga financiera. Además, la deuda pública solo deberá considerarse sostenible si las políticas fiscales necesarias para garantizar unos niveles sostenibles son factibles y realistas, tanto en términos políticos como económicos.”¹⁵

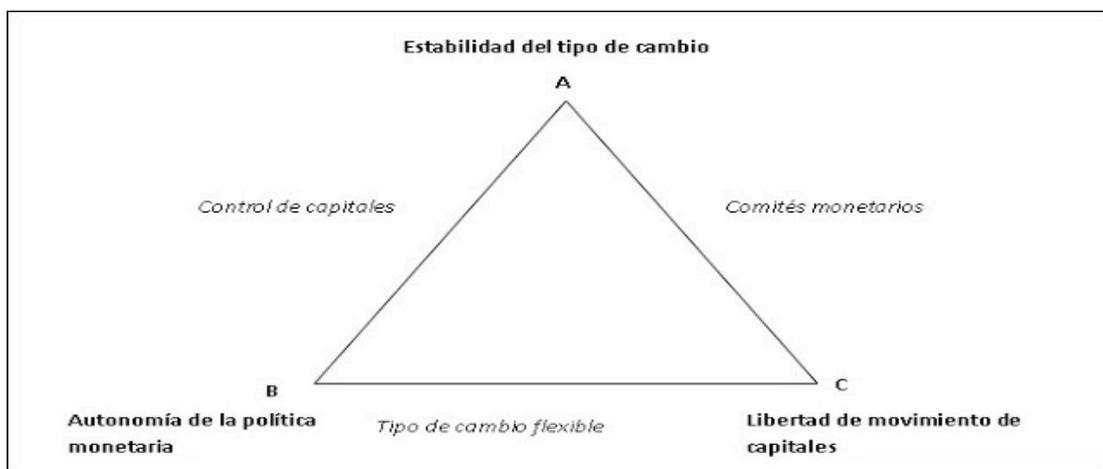
Si la deuda se torna insostenible, y tener que cambiar la forma de financiar el déficit a emisión monetaria, el tipo de cambio tiene que devaluar consecuentemente, y el ratio se dispara para arriba. Si se opta por una tasa de interés real negativa, en donde el tipo de cambio tiende a depreciarse, el crecimiento se va a dar vía consumo y el sector exportador, generando poco a poco una caída en los salarios reales, una caída en el consumo de largo plazo, y consecuentemente en el producto real y en la inversión real.

¹⁵ “Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro”, Banco Central Europeo, boletín mensual , Abril 2012

Es importante tener en cuenta que en una economía que utiliza la deuda para financiar el déficit fiscal, y no la emisión monetaria, que la velocidad a la que crece el stock de deuda total en dólares, debe ser menor o igual a la que crece el producto real. De lo contrario, el índice aumenta constantemente hasta llegar a niveles insostenibles, llevando a la Argentina a no poder continuar financiando vía esta herramienta su déficit.

4.7 Modelo de Mundell-Fleming

El modelo de Mundell-Fleming nos va a permitir entender la dinámica entre el producto de una economía y el tipo de cambio nominal en el corto plazo. Además explica que tipo de política monetaria que debería aplicarse para lograr llegar al punto de equilibrio que el Gobierno quiere, y contrarrestar o impulsar los shocks (inflación, oferta y demanda) que se puedan dar en la economía local. Este modelo, es una extensión del modelo IS-LM, en donde a diferencia de éste, se tiene como supuesto una economía abierta con perfecta movilidad de capitales (esto quiere decir que la tasa de interés local tiende a igualarse con la global a lo largo del tiempo). El modelo Mundell – Fleming describe la relación que hay entre el tipo de cambio y el producto en el corto plazo. Para un Gobierno, “no” es posible mantener un tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales, y una política monetaria autónoma al mismo tiempo. El Gobierno del actual presidente Mauricio Macri, optó por la libre movilidad de capitales, y una política monetaria autónoma, dejando a precios de mercado la cotización del tipo de cambio. Es una política de tipo de cambio flexible. En una economía abierta, se puede optar solamente por un método para estabilizar la economía, ya sea la tasa de interés o el tipo de cambio.



Fuente: Observatorio económico red MERCOSUR

El modelo se basa en las siguientes ecuaciones:

$$(1) \quad Y = C(Y-T) + I(r^*) + G + NX(e)$$

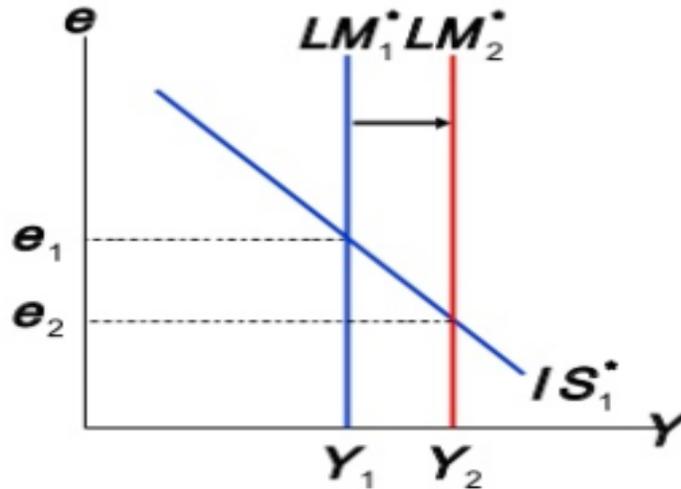
$$(2) \quad M/P = L(r^*, Y)$$

1. La curva IS muestra el equilibrio en el mercado de bienes. Muestra las combinaciones de tipos de interés real y niveles de renta tales que el gasto planeado es igual al producto. Cada tasa de interés que se encuentre fijada en la economía, va a afectar los niveles de inversión y de exportaciones netas. A menores tasas de interés, mayor es la inversión y la depreciación de la moneda, por ende mayores las exportaciones netas. Esta curva representa la relación de causalidad entre las tasas de interés, y las inversiones y exportaciones netas, que provocan el aumento o disminución de la renta nacional y la producción. En la ecuación, Y es el PBI, C (Y-T) representa el gasto del consumidor como una función creciente de la renta disponible, I es la inversión como función decreciente de la tasa de interés, G es el gasto publico, y NX son las exportaciones netas función decreciente de la tasa de interés.

2. La curva LM muestra el equilibrio en el mercado financiero. Muestra las combinaciones de tipos de interés y niveles de renta tales que el mercado monetario esta en equilibrio. La función LM es el conjunto de puntos en donde la función de demanda de dinero esta en equilibrio con la función de oferta de dinero. Cada punto de la curva LM refleja una situación de equilibrio para un determinado nivel de ingresos. En la ecuación, L representa la demanda real de dinero, en función de la tasa de interés, y el nivel real del producto; y M/P representa la oferta del dinero, donde M es la cantidad de dinero nominal y P es el nivel de precios.

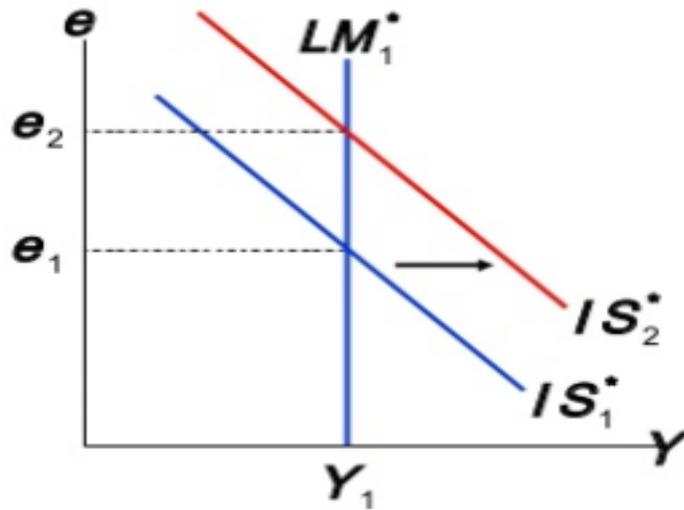
Un aumento en la oferta monetaria bajo tipo de cambio flexible, dado por una baja en la tasa de interés local, como se puede ver en el siguiente grafico, desplaza la curva LM hacia la derecha, depreciando el tipo de cambio por la salida de capitales. El dinero fluye hacia el exterior, dado que las tasas locales bajaron y la rentabilidad es menor. Las exportaciones netas aumentan, los productos locales pasan a ser más baratos que los importados, y se aumenta la brecha entre importaciones y exportaciones. Este aumento de las exportaciones netas y las inversiones, hace que el punto de equilibrio sobre la IS cambie. El aumento de la cuenta comercial, tiene un efecto positivo en el producto. Aumenta el ingreso total de la economía local, y por ende el ingreso disponible del sector privado. Por el otro lado, una disminución de la oferta monetaria, generaría los efectos contrarios. Por medio de las LEBACS, y la tasa de interés, el BCRA absorbe o libera pesos al mercado manejando la base monetaria. El BCRA hoy en día se encuentra tratando de bajar la oferta monetaria, ya que esta muy ligado a la inflación, esto se debe a que siempre que se emitía dinero en nuestro país y el Tesoro aumentaba la base monetaria, era para financiar el déficit fiscal y no había respaldo en dólares que

acompañe este proceso. Esto genera una apreciación en el tipo de cambio y una caída en el producto.



Los cambios en el gasto público bajo tipo de cambio flexible, desplazan la curva IS. Cuando hay un aumento del gasto público como actualmente los gastos en infraestructura y obras públicas, presiona a la tasa de interés a estar más elevada en relación a la tasa global, y consecuentemente, la moneda se aprecia en relación al resto del mundo. Esto provoca atraso cambiario, enlenteciendo el crecimiento económico. El aumento del gasto público es compensado con la baja en las exportaciones netas y en la inversión dejando el producto invariable. La curva IS se desplaza hacia la derecha tal como se puede ver en el gráfico de ejes posterior. Un tipo de cambio apreciado, hace que los productos del extranjero sean más baratos que los locales, fomentando la importación y desalentando las exportaciones. El saldo de la cuenta corriente baja, y las exportaciones netas disminuyen. Como consecuencia de esto, el nuevo punto de equilibrio se encuentra sobre la nueva IS_2^* y la LM. La curva LM no se modifica con cambios en el gasto público, con lo cual el nivel de ingresos de la economía sigue siendo el mismo, con una moneda más apreciada. Una disminución del gasto público generaría el efecto contrario.

Si bien este tipo de política no afecta el producto, se puede ver como los recursos pasan del sector exportador al resto de los sectores, generando una mejor redistribución de la riqueza, por medio de obras públicas y servicios sociales. Las mejoras en infraestructura por medio de gasto público, le generan un mejor contexto a las empresas locales e internacionales que desean ingresar sus capitales al país, para desarrollar sus negocios, fomentando la inversión y el empleo.



Los aumentos de la tasa de interés global, presionan al alza la tasa de interés local. Con una curva LM constante, se produce una salida de capitales de la economía local hacia el exterior. Esto origina una depreciación de la moneda y aumenta consecuentemente las exportaciones netas. Este aumento de las exportaciones netas hace que el producto crezca. Con la economía de EE.UU. cerca del pleno empleo y la inflación en torno de lo que considera su meta, la Reserva Federal reanudó el ciclo de suba de tasas de interés a fines de 2016. Los factores externos a la región, tales como el crecimiento y las tasas de rendimiento mundiales, son determinantes significativos de los flujos de capitales hacia Latinoamérica.

4.8 Modelo AD EDU aplicado al Modelo de 3 ecuaciones

Otro modelo que voy a utilizar para entender la dinámica de la macroeconomía Argentina actual bajo el sistema de metas de inflación, es el Modelo AD EDU (modelo abierto) aplicado al Modelo de las 3 ecuaciones (modelo cerrado).

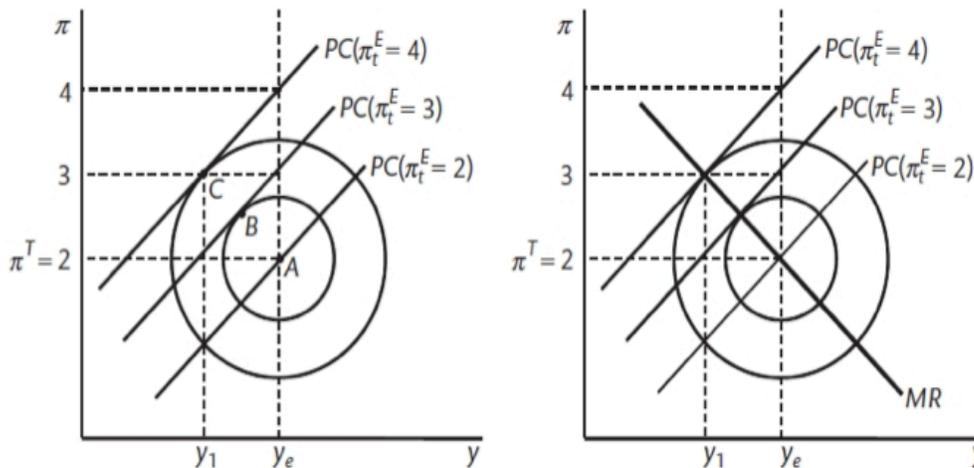
4.8.1 Modelo de 3 ecuaciones

Este modelo explica como varían la inflación, la tasa de interés, y el producto en función de la curva IS, la curva de Phillips y la curva de preferencia del BC. La curva de IS, muestra el equilibrio en el mercado de bienes y modela la demanda. La tasa de interés afecta la demanda agregada y se ve reflejado en la curva IS. La curva de Phillips (PC) muestra la relación entre el nivel de precios y el salario. Y la curva de preferencia del BC (MR) muestra la combinación deseada

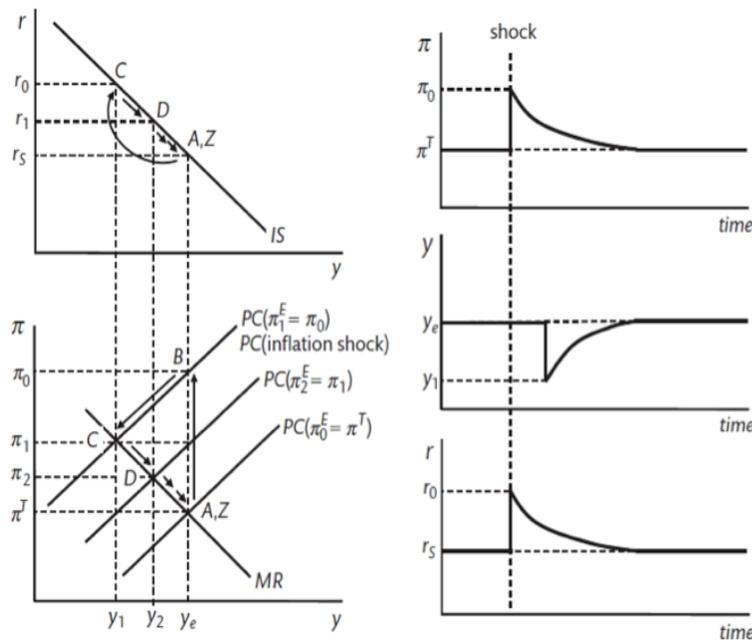
de inflación y el producto tal que se minimice la función de pérdida del BC, modelando la política a seguir. Cuanto más creíble sea el BC, menos costosa va a ser la desinflación ante cualquier shock.

La curva PC reacciona frente a cambios en la función de pérdida del BC. Hay que tener en cuenta que este modelo actúa en consecuencia de las predicciones futuras que puedan tener las políticas que se lleven a cabo, esto quiere decir que las subas o bajas en la tasa de interés, tienen un objetivo planteado previamente, ya sea bajar la inflación, estabilizar la economía luego de un shock de demanda o de oferta, entre otras posibles situaciones. Los shocks en la demanda desvían el producto del equilibrio, mientras que shocks en la oferta, llevan a la economía a un nuevo equilibrio.

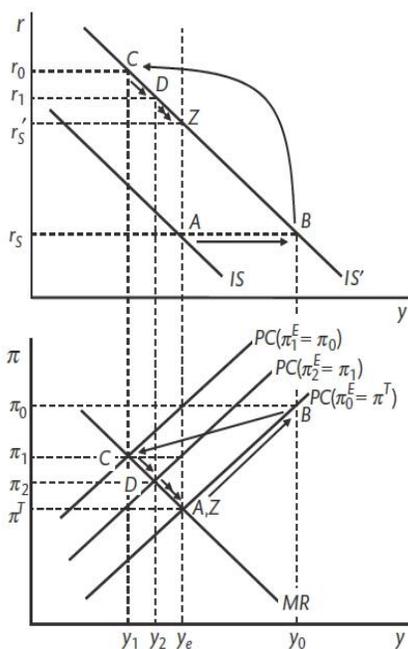
La curva PC muestra las combinaciones entre el producto y la inflación posibles para el Banco Central, para una determinada inflación esperada. La curva MR tal como se puede ver en la imagen posterior, es la combinación de inflación y producto tal que se minimice la función de pérdida del BC y se combine con las restricciones que la curva PC le determina.



Ante un shock inflacionario, como se puede observar en la figura de la siguiente, en un primer momento, la inflación sube llevando del punto A al B. Frente a esto, el BC sube la tasa de interés al punto r_0 , generando una baja de precios hasta π_1 (punto C), y luego el BC comienza a disminuir la tasa de interés a medida que van descendiendo los precios, hasta llegar nuevamente al equilibrio inicial.



El BC de Sturzenegger, se encuentra en el dilema entre fijar la tasa de interés alta para disminuir el nivel general de precios, y el efecto negativo que esto genera en el crecimiento de la economía. Al ser un año electoral es crucial que la gente tenga la confianza de que el Estado demuestre un progreso en el crecimiento del país. En el grafico de la derecha se puede ver la respuesta de la inflación, el producto y la tasa de interés, a los diferentes estímulos para controlar el shock y como las tres variables vuelven a sus valores iniciales a lo largo del tiempo.

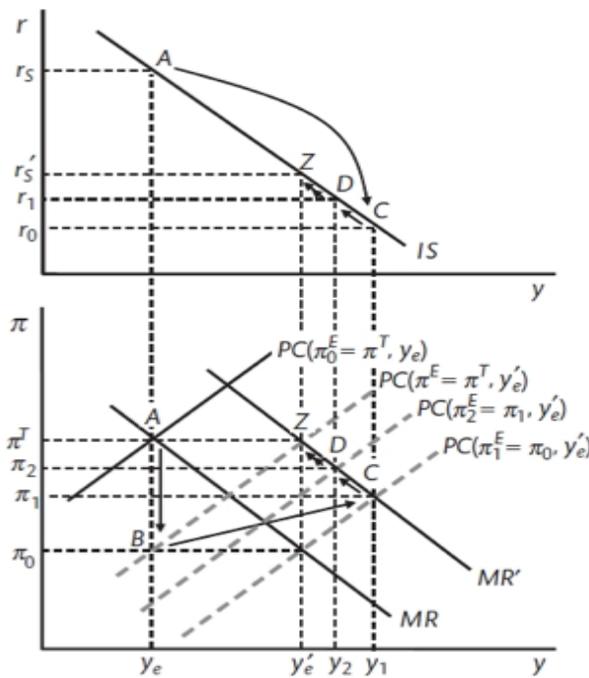


Adjustment of the economy to a permanent positive aggregate demand shock.

Los shocks en la oferta y en la demanda pueden ser permanentes o temporarios. En la figura de la izquierda se puede ver un shock positivo permanente en la demanda. Esto genera un desplazamiento permanente de la recta IS hacia la derecha. La inflación esperada sube hasta el punto B, con lo cual el BC decide poner la tasa de interés en el punto r_0 , con el fin de fijar la inflación en C y provocando una caída en el producto, para luego bajar la tasa lentamente hasta llegar al punto de equilibrio Z. Cuando el shock

en la demanda es permanente, esto presiona a que las tasas de interés terminen por encima del valor inicial.

El Gobierno de Macri, se encuentra en un proceso de expansión del gasto público y un aumento en la demanda agregada, lo que en el modelo se ve reflejado por una suba en la tasa de interés necesaria periodo a periodo para mantener el mismo nivel de producto. Esta suba junto con la tasa de interés requerida para controlar la inflación, complican uno de los objetivos del Gobierno, que es crecer.



Un shock en la oferta, como por ejemplo el cambio en el precio relativo de los insumos esenciales en el proceso productivo, cambios climáticos que hagan variar el producto, mejoras en tecnología, entre otras; genera cambios en el precio, lo que le permite al BC influir en el resultado por medio de las políticas monetarias. Ante un Shock positivo permanente en la oferta agregada, la curva MR se desplaza hacia la derecha, tal como se ve en la figura, y los precios tienden a bajar hasta el punto B. En ese punto el BC fija la tasa

en el punto C (r_0), generando un aumento del producto y una inflación mayor. Luego el output disminuye a medida que el BC sube la tasa lentamente, y la inflación vuelve a la target. Al final del ciclo, el equilibrio termino con una tasa de interés menor, un producto mayor, y una misma tasa de inflación.

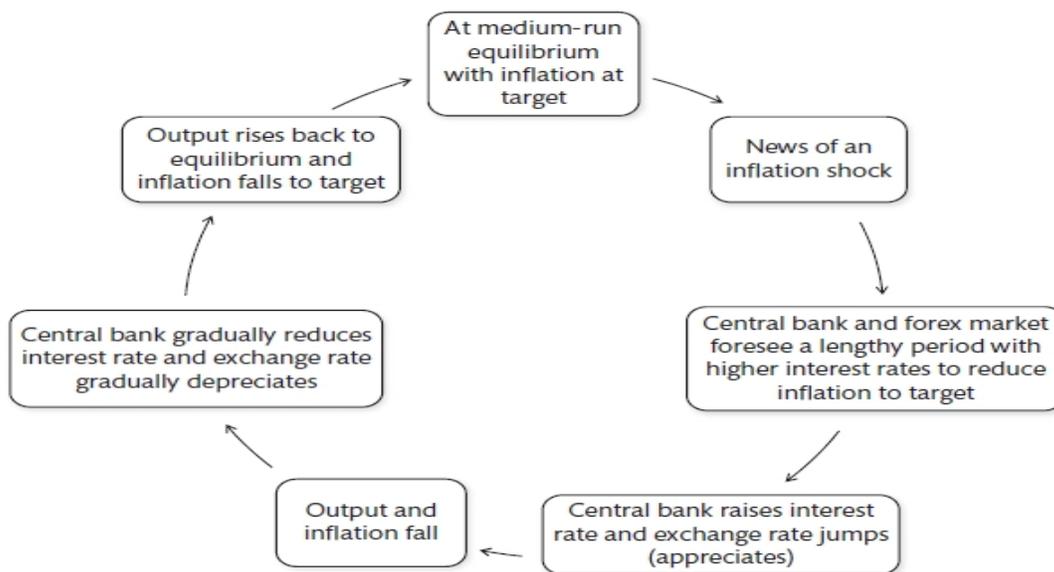
El actual Gobierno, debería implementar políticas que conduzcan a shocks de oferta permanentes, con el fin de aumentar el producto, bajar las tasas de interés, y reducir la presión al alza de los precios. Durante el Gobierno de Cristina Kirchner, luego de la caída de las exportaciones por el precio de los commodities internacionales, se redujeron las importaciones a mínimos, con el fin de que la balanza comercial no tuviera déficit, este proceso desabasteció el mercado interno, generando una acelerada inflación de los productos nacionales. Este Gobierno, debería incrementar las importaciones con el fin de desinflar los precios locales, lo que tiene no solamente consecuencias en la balanza comercial, sino sociales ya que el desempleo aumenta. Esto es posible siempre y cuando el sector público o privado financie al externo. Al bajar la inflación, lo cual es necesario disminuir el

déficit fiscal primero, la tasa de interés tendería a bajar, generando una reactivación en el producto, una devaluación de la moneda mejorando la competitividad del país y las inversiones a largo plazo, y desinflando el ratio Deuda/PBI.

4. 8. 2 Modelo AD-ERU

El modelo AD-ERU parte del modelo de 3 ecuaciones, con el adicional de sumarle el tipo de cambio y el producto en función de la recta ERU y la demanda agregada (AD). Este modelo incluye la recta RX en la relación entre la tasa de interés y el producto, ya que la devaluación y la apreciación de la moneda influyen en la estabilización de la economía, con lo cual a diferencia de un modelo de 3 ecuaciones, la necesidad de afectar la tasa de interés para estabilizar la economía es menor. La recta ERU, determina el producto de equilibrio en el cual la inflación es constante, hacia la derecha de esta recta, hay presión al alza sobre la inflación, y del lado izquierdo, hay presión a la baja sobre la inflación. Un shock en la oferta desplaza la recta ERU, mientras que un shock de demanda desplaza la curva AD. Este modelo hace referencia al trilema que atraviesa el país de crecer, bajar inflación con tasa de interés elevada, y bajar el déficit fiscal con suba de tarifas, mientras se financia con deuda en dólares que atrasa el tipo de cambio.

En el diagrama siguiente, se puede ver como funciona el sistema de metas de inflación, en donde luego de noticias de un shock de inflación, los mercados ya predicen altas tasas de interés para llevar la inflación a la meta, apreciando la moneda. Una vez subida la tasa de interés, el producto y la inflación caen, lo que le permite al BC bajar las tasas de interés lentamente, depreciando la moneda, y llevando el producto al equilibrio nuevamente, con una inflación menor.



En el siguiente grafico, se puede ver las metas de inflación del presente Gobierno para los próximos años. Para el año 2017 espera una inflación entre el 12 y 17% anual. Para el año 2018 la inflación target ronda entre el 8 y el 12% anual. El target inflacionario para el 2019 es entre el 3,5 y el 6,5% anual.

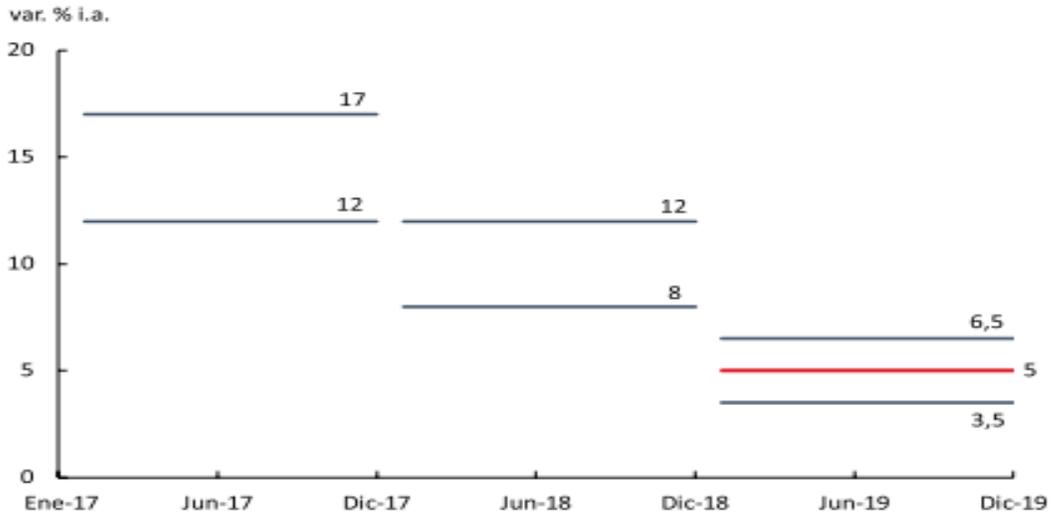
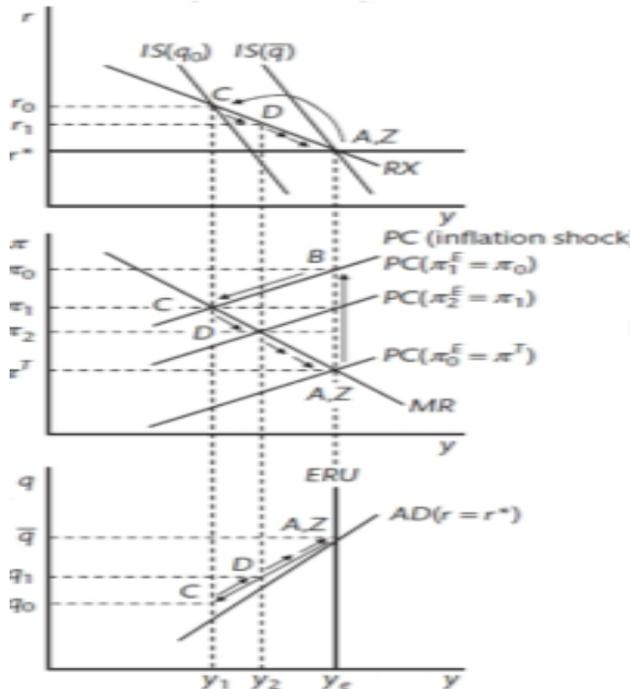


Grafico 12: Metas de inflación del BCRA para los próximos años. Fuente: BCRA

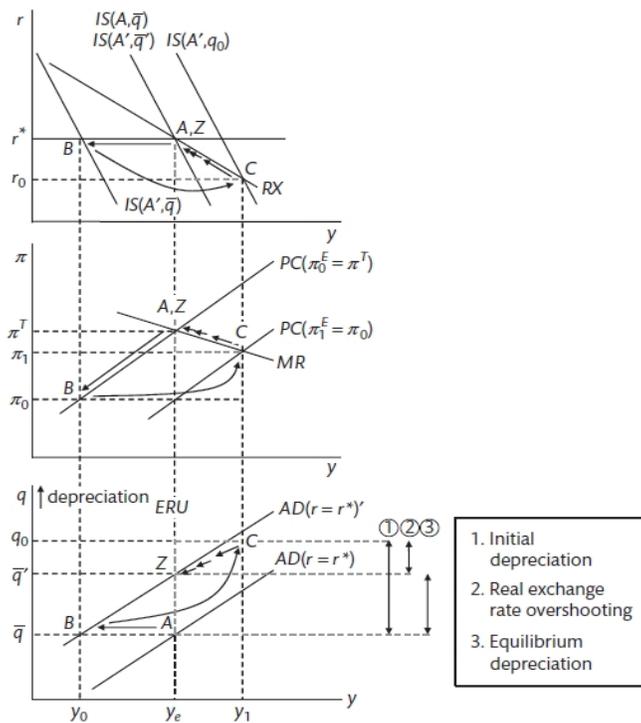
En la figura siguiente, se puede ver un shock de inflación con tipo de cambio flexible en un modelo de economía abierta. Tal como se puede ver en la figura que representa este modelo, los precios van del punto A al B, haciendo que el BC ponga en la tasa en el punto C (r_0) sobre la recta RX, para lograr llevar los precios al punto C (π_1). Se puede ver que la tasa del modelo abierto es menor a la necesaria que en un modelo cerrado. Al mover la tasa al punto C, el tipo de cambio se aprecia, y el producto cae. A medida que vuelve a bajar la tasa de interés por los puntos D y Z, la inflación llega a su punto target, y la moneda se vuelve a depreciar, generando una mejora en el producto. A medida que el Gobierno pueda ir bajando la tasa de interés y acomodando la inflación cerca de la meta, la moneda se va a ir depreciando y haciendo al país



Se puede ver que la tasa del modelo abierto es menor a la necesaria que en un modelo cerrado. Al mover la tasa al punto C, el tipo de cambio se aprecia, y el producto cae. A medida que vuelve a bajar la tasa de interés por los puntos D y Z, la inflación llega a su punto target, y la moneda se vuelve a depreciar, generando una mejora en el producto. A medida que el Gobierno pueda ir bajando la tasa de interés y acomodando la inflación cerca de la meta, la moneda se va a ir depreciando y haciendo al país

más competitivo, con un equilibrio interno estable. Hay que tener en cuenta que en el contexto actual, la deuda externa en dólares que se convierte a pesos junto con la alta tasa de referencia local, esta atrasando el tipo de cambio, lo que ententece el crecimiento.

Ante un shock negativo permanente en la demanda agregada, una caída en los precios, y una disminución del producto, el Banco Central baja la tasa de interés sobre la recta RX hasta el punto C para depreciar la moneda e impulsar el crecimiento. Luego la



sube lentamente hasta el punto Z para volver al equilibrio, llegando a la inflación target. El shock negativo en la demanda, luego de estabilizar la inflación en la target, tiene como consecuencia un mismo producto, una misma tasa de interés pero una moneda más depreciada. Un shock positivo permanente en la demanda agregada, tal como aumentar el gasto público, tiende a apreciar la moneda periodo tras periodo.

En el *anexo 4*, se puede ver un artículo publicado en *Ámbito Financiero*, y se puede observar las perspectivas a corto plazo, de la directora ejecutiva del Estudio Bein & Asociados, Marina Dal Poggeto en una entrevista. La primera pregunta que le hacen es si el Gobierno va a alcanzar la meta fijada del 17% de inflación. Según su opinión, la meta es bastante exigente, dado que no se contemplaron los efectos inflacionarios de los aumentos de las tarifas. Esto tiene efectos de segunda ronda, ya que el aumento de la inflación, provoca a su vez una subida en los sueldos, iniciando un círculo virtuoso difícil de frenar.

La caída de la economía en febrero, según explica Marina, se dio por la caída muy fuerte en el consumo privado (demanda agregada), con el programa de Precios Transparentes. Resalta que el primer trimestre tuvo un crecimiento, al igual que el último trimestre del año pasado, luego de varios meses de recesión y

caída del producto. Para este año estima un crecimiento de alrededor del 2,9%, viendo una marcada aceleración para el segundo y tercer trimestre. Por otro lado, algunos de los factores que resalta que podría hacer traccionar la economía, son la obra pública y alguna mejora en las cosechas.

En relación al consumo, se puede ver por un lado una mejora en la capacidad de compra de los salarios, y por el otro, un BC intentando fijar la inflación por dentro de las metas, contrarrestando el impacto que la demanda agregada pueda generar sobre los precios. Cualquier aumento en las tarifas nuevamente, va a repercutir con la inflación, y con la tasa de interés que deba fijar el BC. Al tener el mercado de cambio flexible, la función de ahorro de los consumidores cambia, dado que tienen como alternativa, consumir, ahorrar o invertir en moneda local o, ahorrar o invertir en moneda extranjera.¹⁶

4.9 Economía comparada – Metas de inflación

La mayoría de los países que aplicaron este régimen primero bajaron el déficit fiscal, y luego por medio de metas de inflación, se logró estabilizar el nivel de precios.

Uno de los casos exitosos fue el del “Banco Central de Chile (BCCCh) que estructura su política monetaria en un marco conceptual de metas de inflación, y se complementa con un régimen de tipo de cambio flexible. El desarrollo de esta concepción de la política monetaria requiere de un alto grado de transparencia y comunicación de las políticas y acciones realizadas”¹⁷. En el siguiente gráfico se puede observar la meta de inflación del BCCCh y la tasa de inflación desde el año 1990, que fue cuando se comenzó a utilizar esta estrategia de la política monetaria.

¹⁶ “Es atípico que lluevan tantos dólares y que la economía no termine de traccionar” *Ámbito Financiero*, 2017

¹⁷ “La política monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación”, Banco Central de Chile, 2006.

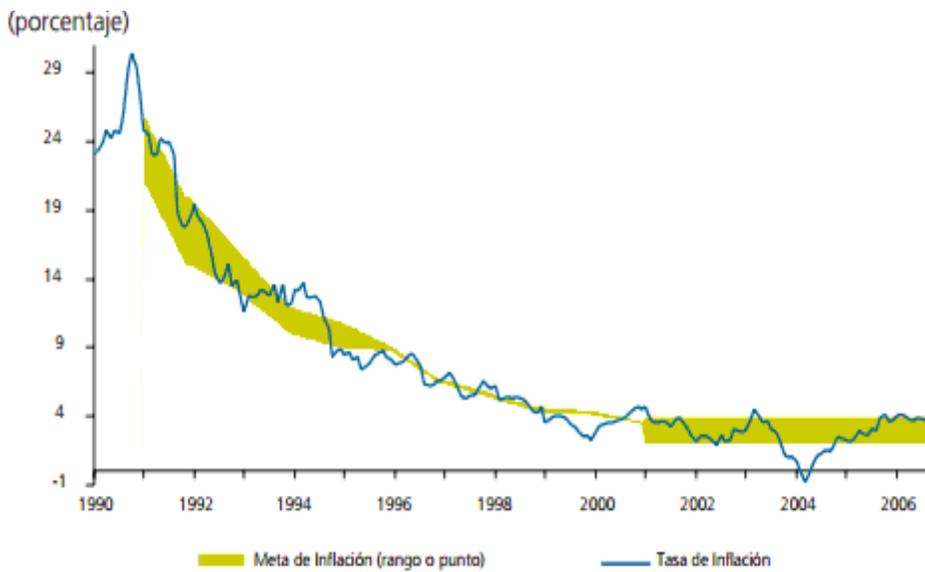


Grafico 13: Metas de inflación y tasa de inflación en anual (IPC) en Chile, 1990-2006

El Banco Central Chileno fijó la meta de inflación desde el año 2001 aproximadamente en un target del 3% anual, lo que hoy en día llevó a que la inflación esperada sea cercana a ésta. Se fijó esta tasa de inflación porque es la que el BCCh considera que genera estabilidad de precios. A una tasa mayor de inflación, la tasa de interés requerida aumenta, y esto podría dañar el crecimiento económico y el bienestar de la población.

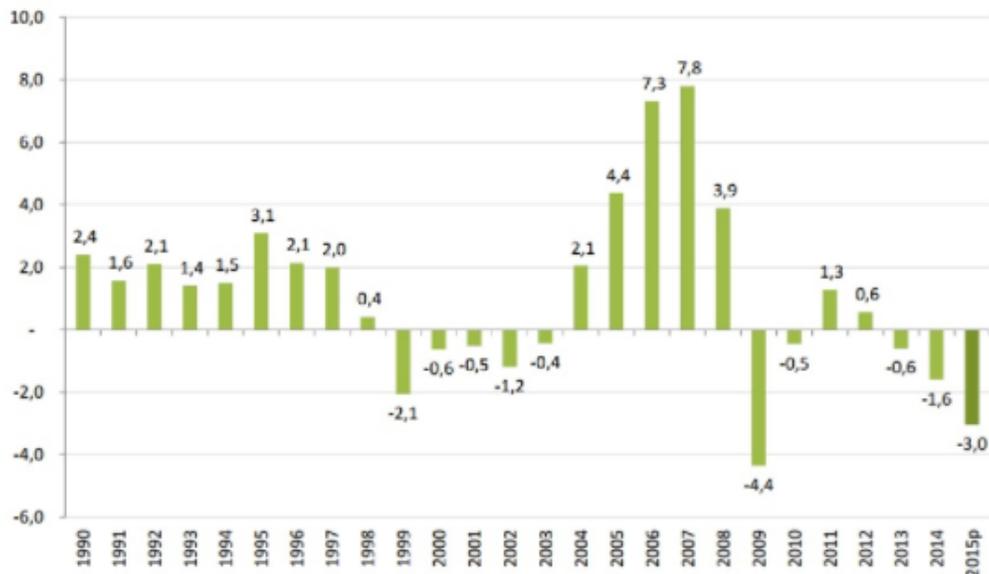


Grafico 14: Balance Efectivo Gobierno Central Chileno. Fuente: Ministerio de Hacienda Chileno.

A diferencia de la Argentina, el caso Chileno parte de un superávit fiscal que duró a lo largo de la década de 1990. Con lo cual la presión que debía realizar el BCCh para bajar la inflación era menor, porque no se generaba el excedente de liquidez que se genera en Argentina al haber déficit fiscal y el BCRA seguir financiando al tesoro por medio de adelantos transitorios. En el grafico 15, se puede ver como a lo largo del período de 1990 al 2004, el peso chileno se iba depreciando a medida que el BCCh bajaba la inflación, y consecuentemente la tasa de interés. Esto generó que el país se vuelva más competitivo año tras año.



Grafico 15: Pesos chilenos nominales por cada Dólar Estadounidense 1976-2008.

En la grafico 16, se puede ver cuanto tardaron en frenar el alza de los precios diferentes países que aplicaron el esquema de metas de inflación, cual fue la inflación del año previo al plan, cual fue la tasa promedio de inflación del ultimo año, y que impacto tuvo en el crecimiento del PBI. Es interesante ver como, todos los casos lograron bajar la inflación a valores de una cifra. Todos fueron procesos lentos, con la excepción de Israel, que logro bajar la inflación en tan solo 2 años.

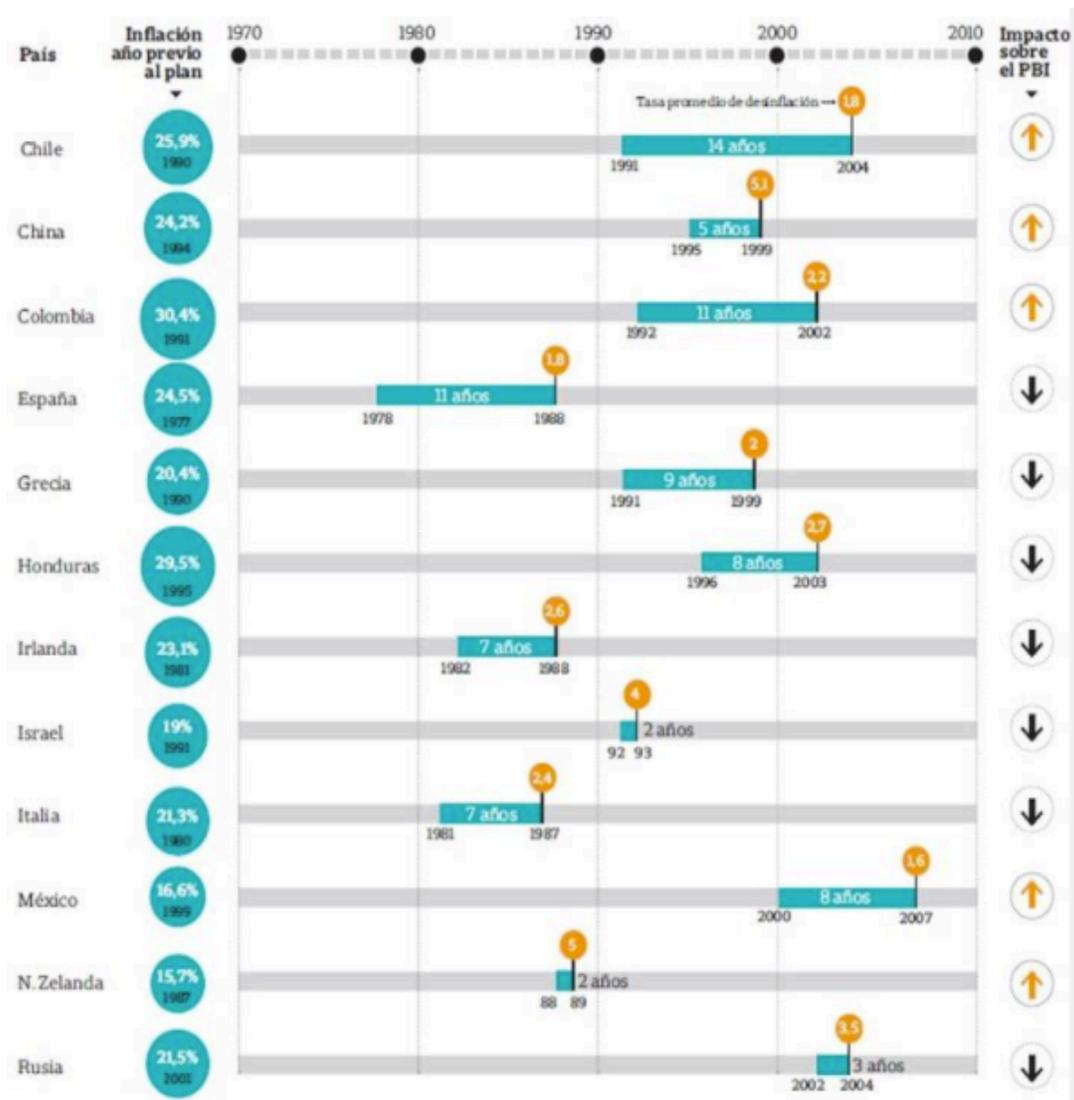


Gráfico 16: Cuanto tardaron en frenar e alza de los precios diferentes países que aplicaron metas de inflación. Fuente: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de La plata.

En todos los casos anteriores, se puede evidenciar en los valores del PBI año tras año, que luego de aplicar metas de inflación, y llegar a los valores target, las economías comenzaron a crecer de manera exponencial durante los años que prosiguieron.

4.10 El Déficit Fiscal Argentino y su composición

Para reducir y aliviar la tarea que realiza el Banco Central a través de una política monetaria restrictiva, con altas tasas de interés, es necesario subsanar el alto déficit fiscal que el Gobierno acarrea. El déficit fiscal aumenta la oferta monetaria, lo que le deja la opción al BC de elegir entre una tasa de interés alta para absorber el excedente de pesos y nivelar la inflación, o dejar la tasa de interés baja, y fomentar el crecimiento del producto, con un nivel de inflación elevado, expectativas de devaluación elevadas, y una posterior disminución en el salario y producto real.

Hay dos caminos posibles para subsanar el déficit fiscal, en primer lugar aumentar los ingresos tributarios, este se puede dar por un aumento en la alícuota o vía aumento de la actividad económica, o en segundo lugar, una disminución en los gastos. Argentina tiene una de las cargas tributarias más altas del mundo, con lo cual no es posible continuar subiendo la alícuota. A medida que aumenten el producto y los ingresos tributarios, y el déficit se reduzca, el sector público va a poder disminuir la presión fiscal sobre los demás sectores. Para esto son muy importantes las elecciones que se llevan a cabo en octubre, ya que la mayoría en el Congreso podría darle al Gobierno de Macri un apoyo legislativo para facilitar la llegada al equilibrio deseado.

Entre el año 2004 y 2014, el tamaño del gasto del Estado creció considerablemente. “El principal aumento estuvo asociado al Gasto en Seguridad Social (4 puntos del PIB), que explicó un 26% del crecimiento del gasto como porcentaje del PIB. Con una participación del 21% en dicho crecimiento, le siguió el rubro Transferencias Corrientes al Sector Privado (que incluye al gasto en subsidios económicos). Por su parte, Transferencias Corrientes al Sector Público y Gasto en Personal contribuyeron en un 12% y 10%, respectivamente. En conjunto estas cuatro partidas explicaron el 69% del aumento.”¹⁸

A los componentes del Gasto Público, se los puede clasificar en tres categorías: mínima, media, y máxima flexibilidad. Algunos de los componentes que son de mínima flexibilidad son el gasto en personal, gasto en seguridad social, transferencias corrientes originadas por la Ley de Coparticipación Federal, e intereses de la deuda. Algunos componentes que son de media flexibilidad son: el gasto en bienes y servicios, transferencias corrientes al sector privado, y el déficit de empresas públicas. Por último, algunos componentes de máxima flexibilidad son: la inversión real directa, las transferencias de capital al sector público, y las

¹⁸ “Peso relativo del Gasto Público argentino Evolución, determinantes, y efectos de su aumento” – Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires - 2015

inversiones financieras. Cuanto menor sea su flexibilidad, mayor es el esfuerzo que tiene que hacer el Estado para reducir el gasto, y cuanto mayor es la flexibilidad, menor es el esfuerzo que tiene que hacer el Estado para reducir el gasto.

En el siguiente grafico se puede ver la estructura del Gasto Publico para el año actual.

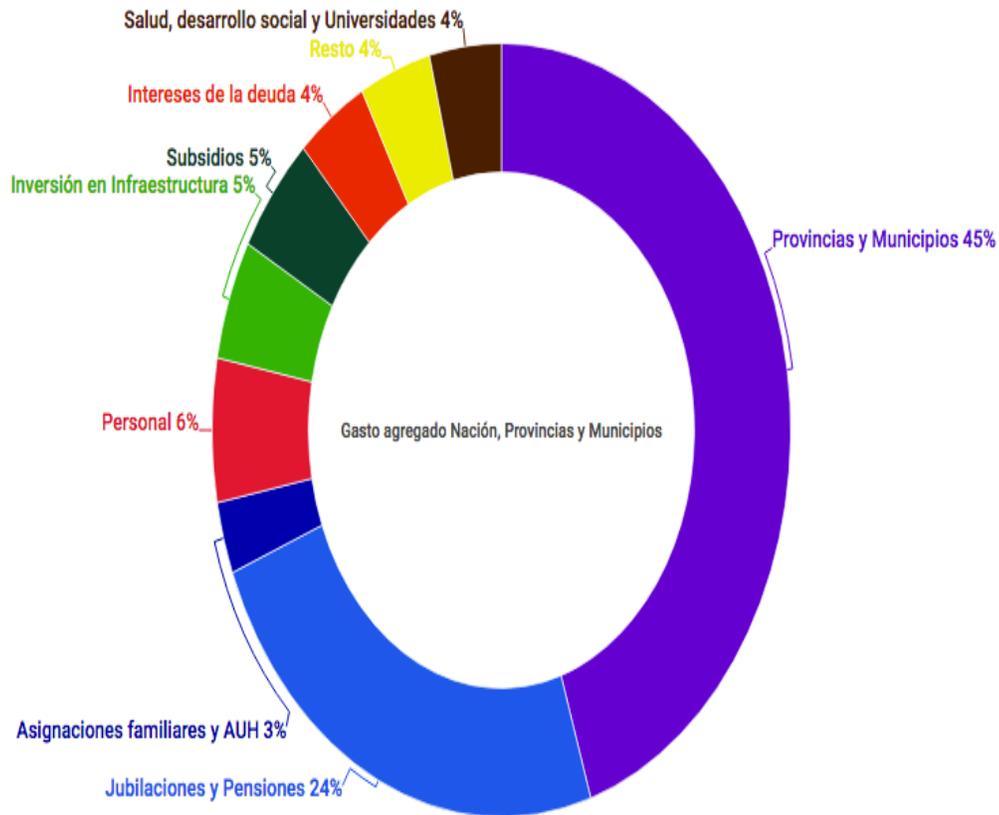


Grafico 17: Composición Gasto Publico 2017. Fuente: Infobae con datos del Ministerio de Hacienda.

En primer lugar, tal como se puede ver en la composición del Gasto Publico Total en el *grafico 17*, el 45% corresponde a los ámbitos provincial y municipal, donde principalmente se destina los fondos a la administración de la educación, la salud, y la seguridad pública. Con lo cual los ajustes que se realicen, deben ser sobre el 55% restante. Las jubilaciones y Pensiones, junto con las Asignaciones familiares y la Asignación Universal por Hijo, representan aproximadamente la mitad del 55% disociado recién. Estos gastos se ajustan por inflación en relación a

los valores del semestre previo. Si el Gobierno logra establecer la inflación por dentro de las metas, en los próximos años, las jubilaciones y pensiones, y las asignaciones familiares van a aumentar por arriba de la inflación.

Las inversiones en infraestructura en insuficiencias como la provisión de servicios de agua y cloacas, caminos, vivienda, transporte, puertos, construcción de escuelas y hospitales, representan actualmente el 5% del gasto total. Este Gobierno apuesta a dar señales sólidas para las inversiones reales extranjeras, y atraer capitales, con lo cual es probable que este tipo de gasto aumente en lugar de poder contribuir a bajar el déficit fiscal. Otro de los componentes bastante inflexible es el que corresponde a Universidades, Salud y Desarrollo Social, representando un 4% del Gasto Público.

El aumento del crédito interno y externo por parte del Estado, deriva en el compromiso futuro de pagar interés de la deuda y amortizaciones. El pago de intereses de la deuda pública representa el 4% del Gasto total. Este es otro rubro que no puede contribuir con la baja del déficit fiscal y la mejora en las cuentas nacionales.

En lo que respecta a los gastos de personal, el Gobierno de Macri tiene pensado llevar a cabo políticas para poder reducir el déficit fiscal. Las elecciones de octubre ponen al Gobierno electo en jaque ante cualquier descontento social, con lo cual las correcciones que se realicen de acá a octubre van a ser mínimas. Una de las premisas del Gobierno es que no habrá despidos de empleados públicos, sino que se va a re estructurar el sistema fusionando programas, organismos y secretarías, y de esta forma ahorrar gastos y hacer la gestión más eficiente. La estructura de Estado esta compuesto por 21 ministerios, 87 secretarías de Estado, 207 subsecretarías y 668 direcciones nacionales y generales. Se van incentivar también traslados al sector privado, y evitar todo tipo de contrataciones en el sector público. Según el último relevamiento del Ministerio de Trabajo, hoy en día el sector publico cuenta con 740 611 empleados.¹⁹

El Gobierno en su meta de bajar el déficit, puso la mira en los subsidios, en el año 2016 se realizaron ajustes en las tarifas como consecuencia de la quita de los subsidios del Estado. Este efecto profundizo la recesión, dado que el consumo cayo, y consecuentemente el ahorro privado y el crecimiento económico. Para el presente año se prevé un recorte del 25% aproximadamente de los subsidios, lo que puede tener un efecto inflacionario en la economía real. Esta quita de subsidios, presiona al Banco Central a subir la tasa de interés para poder compensar el efecto inflacionario y de esta forma no le permite a la economía expandirse.

¹⁹ “Para bajar el gasto, el Gobierno prepara una reestructuración del Estado después de octubre” – La Nación – Mariano Obarrio - 2017

Para lograr las metas fiscales que se propone el Gobierno, y reducir el déficit fiscal, es necesario que se lleven a cabo reformas fiscales, y cambios en la estructura del sistema público. El presente Gobierno, tiene la posibilidad de hacerlo gradualmente gracias a que posee niveles bajos de deuda internacional, y volvió a la apertura economía. Sin embargo, los mercados internacionales exigen ver una evolución positiva en la reducción del déficit fiscal en el transcurso del tiempo, de lo contrario se percibe un riesgo mayor.

5. CONCLUSIÓN

El presente trabajo tuvo como objetivo analizar si el crecimiento del producto de Argentina va a poder sostenerse en el largo plazo, con el déficit fiscal actual. A lo largo del trabajo se desarrolló el marco conceptual y se aplicó al contexto actual para entender la macroeconomía en su conjunto. Después de entender la identidad de las Cuentas Nacionales, se puede ver claramente la interrelación del sector interno (sector privado y sector público) con el sector externo. Cuando hay déficit fiscal, puede ser financiado con emisión generando un desequilibrio interno, o vía deuda al sector privado o sector externo. El presente Gobierno de Mauricio Macri, tiene como objetivo controlar la inflación, reducir el déficit fiscal, y crecer económicamente.

El país va a lograr crecer sostenidamente en el tiempo con déficit fiscal, siempre y cuando éste se financie de alguna forma que no acelere el ratio Deuda/PBI. Al partir de niveles bajos de deuda, en el corto plazo, el país podrá continuar endeudándose para atraer inversiones y hacer crecer el producto en el largo plazo. Es necesario tener en cuenta como se desenvuelve para afrontar las deudas de corto plazo, que son fundamentales para que el crecimiento sea sostenible en el tiempo. Al tener abiertas las puertas al endeudamiento, la corrección del equilibrio interno se puede realizar gradualmente. Esto no quiere decir que el déficit fiscal pueda ser sostenido eternamente, simplemente que a medida que se logre bajar el déficit fiscal, las cuentas nacionales mejoran. Tal como dijimos a lo largo del trabajo, la base monetaria aumenta como consecuencia del déficit, lo que presiona a la suba de tasas del BCRA para absorber el excedente de liquidez en el mercado, y esto afecta el crecimiento, y aprecia la moneda volviendo al país menos competitivo. Además, la reducción del déficit fiscal por medio de la quita de los subsidios a las tarifas, le pone un piso a la tasa de interés, dado que la inflación núcleo sube, y el esfuerzo del BCRA debe ser mayor, enlenteciendo el crecimiento y las inversiones.

Mientras que el Estado baje el déficit fiscal gradualmente, y logre bajar la tasa de interés local, e impulsar el crecimiento y la inversión, generando la inflación esperada, va a poder crecer sostenidamente en el tiempo. Si en algún punto, el mercado cree que la Deuda Total crece a valores muy acelerados en relación al crecimiento del producto periodo a periodo, los intereses de la deuda aumentan y se torna insostenible en algún punto, y las probabilidades de default son elevadas, generando contracciones en el crecimiento real del país.

6. ANEXOS

Anexo 1

Iprofesional 2017

Un guiño desde el mercado financiero: la calificadora S&P subió la nota de la deuda argentina a "B"

La agencia de calificación internacional espera una reducción de la inflación y que el PBI avance alrededor del 3% en el mediano plazo.

La agencia de calificación crediticia S&P elevó el martes la nota de deuda soberana de Argentina de largo plazo a "B" desde "B-" y le asignó un panorama estable a las calificaciones de corto plazo en "B", en vista de las mejorías observadas en las condiciones económicas del país tras las políticas aplicadas por el Gobierno.

"Argentina está haciendo progresos en la resolución de numerosos desequilibrios macroeconómicos en el país, recuperando gradualmente la credibilidad del país y mejorando el debilitado marco institucional", destaca la agencia.

S&P dijo que espera que la inflación de Argentina se desacelere al 20% este año y que la economía se recupere para arrojar un crecimiento de 3% en los próximos tres años.

En cuanto a la deuda pública, la agencia espera que siga aumentando de manera gradual como consecuencia del déficit fiscal y la depreciación de la moneda.

Por su parte, S&P destaca la rápida resolución de la disputa con los tenedores de bonos argentinos impagados en 2001, que ha permitido al país retornar a los mercados de capitales mejorando el acceso a liquidez.

Asimismo, la calificadora de riesgos valora los avances del Banco Central en incrementar su independencia reduciendo la financiación del Gobierno y progresando hacia un régimen que establezca un objetivo de inflación.

"Para más adelante, creemos que el Gobierno continuará afrontando dificultades políticas y sociales a la hora de implementar su programa económico", añade S&P, recordando que la popularidad de Mauricio Macri se encuentra en el punto más bajo desde su llegada a la presidencia argentina.

Al respecto, el ministro de Finanzas, Luís Caputo, aseguró este martes que la

mejora en la calificación que Standard and Poor's (S&P) hizo sobre la deuda argentina se debe a "la gestión que está haciendo el Gobierno, normalizando la economía y recuperando la credibilidad y la confianza del resto del mundo".

A través de un comunicado de prensa, Caputo se refirió a la mejora que hizo S&P de la calificación crediticia soberana de largo plazo de Argentina, que pasó "de B- a B, con perspectiva estable de largo plazo, al tiempo que (la consultora) La información oficial subrayó también que "S&P destaca la relevancia de la reconstrucción del INDEC y la publicación de estadísticas confiables".

Caputo sostuvo que "esta mejora es reflejo del trabajo que venimos haciendo con las calificadoras y los entes reguladores del crédito en todo el mundo para mostrarles la velocidad y la profundidad de los cambios que se están llevando a cabo en Argentina".

"Esta nota -agregó- responde a la gestión que está haciendo el Gobierno normalizando la economía y recuperando la credibilidad y la confianza del resto del mundo".

El comunicado indica que "además, S&P subió su evaluación de riesgo de transferencia y convertibilidad (T&C) a B+ desde B-, ya que existe un sostenido acceso local a divisas".

La información del Ministerio de Finanzas agregó que "entre otros indicadores, la agencia subraya que el Gobierno nacional ha avanzado en la mejora de la liquidez externa y el acceso a la financiación comercial, tanto para el Gobierno como para las provincias y compañías de Argentina".

"Por otra parte, la tendencia estable incorpora la expectativa por parte de la calificadora de que las políticas presentarán una amplia continuidad en los siguientes dos años", consideró la cartera que comanda Caputo, que agrega que "en ese marco, S&P destaca que el crecimiento del acceso al crédito jugará un papel importante como motor para la recuperación de la economía en 2017, al tiempo que resalta la importancia de la rápida resolución de los litigios con los acreedores holdout".

En cuanto a la repercusión en el mercado, Agustín Trella, asesor financiero de Balanz Capital, sostiene que "siempre que es positivo que se mejore la calificación para Argentina e internacionalmente los fondos miran las notas que tienen los países para saber dónde invertir. También muestra que se están haciendo las cosas bien desde el Gobierno".

Aunque advierte que: "A nivel de volumen negociado, esta noticia no traerá mejoras notorias".

Antecedentes en alza

Cabe recordar que hace justo un mes atrás la calificadora de riesgo Moody's Investors mejoró la perspectiva para la deuda de la Argentina a positiva desde estable, por las políticas aplicadas para apoyar un "retorno del crecimiento económico en 2017", que le permitiría comenzar a "reducir su elevado déficit fiscal en 2018", según señaló en un comunicado.

Y agregó en ese momento: "En los últimos 14 meses, se han establecido varias políticas que han pavimentado el camino para mejoras del crecimiento y la fortaleza fiscal de Argentina, y para una reducción de su exposición a dificultades en el exterior".

Moody's señaló que no realizó ningún cambio en las calificaciones para bonos en moneda extranjera y que los mantuvo en B2 y la de depósitos en moneda extranjera se mantiene en Caa1.

Agregó que las calificaciones para bonos y depósitos de largo plazo en moneda extranjera se sostuvieron en Ba3 y la de depósitos bancarios de corto plazo en moneda extranjera, mismo período para el de bonos en moneda extranjera y la de títulos y depósitos en moneda local tampoco registra cambios y se mantienen en NP.

Finalmente completó la consultora que espera para la Argentina "un crecimiento promedio de la economía de un 3% promedio este año y el próximo, por un mayor consumo, una baja de la inflación y un aumento de la inversión pública y privada".

Anexo 2

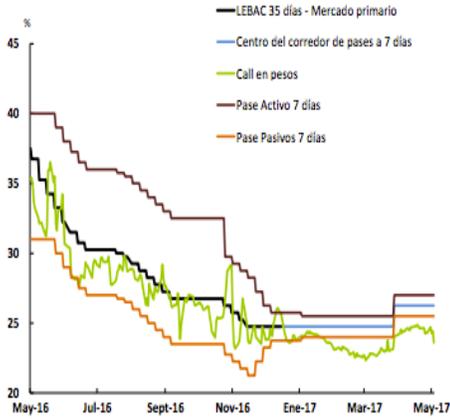
Tabla de datos macroeconómicos. Fuente: datos de la consultora Orlando J Ferreres & Asociados SA

Año	Deuda Pública Total Consolidada	Resultado Fiscal
	% del PBI	% del PBI
1970	13.48	-1.51
1971	15.19	-3.55
1972	17.09	-4.64
1973	12.00	-6.02
1974	12.96	-6.53
1975	33.84	-12.03
1976	28.74	-9.46
1977	25.06	-3.81
1978	17.45	-5.26
1979	12.43	-5.71
1980	11.40	-6.48
1981	26.52	-11.27
1982	55.22	-11.36
1983	64.23	-10.38
1984	54.58	-8.73
1985	54.58	-4.95
1986	55.88	-4.09
1987	74.14	-7.04
1988	61.39	-7.93
1989	118.22	-7.81
1990	48.54	-4.73
1991	35.73	-1.42
1992	30.09	-0.45
1993	30.04	-0.01
1994	31.75	-1.67
1995	34.39	-2.89
1996	36.37	-3.16
1997	35.34	-0.82
1998	38.17	-2.42
1999	43.52	-4.51
2000	45.61	-3.30
2001	54.03	-7.03
2002	154.89	-0.81
2003	140.52	1.59
2004	125.95	3.83

Anexo 3

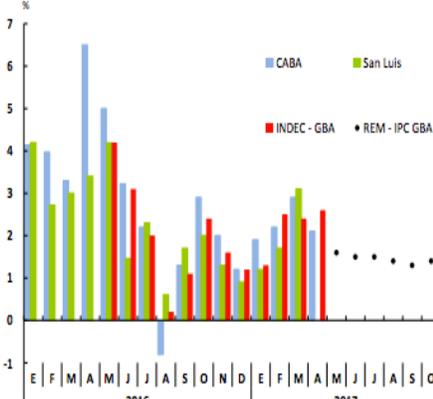
Informe monetario diario (19-04-2017) Fuente: BCRA

Tasa de Interés de Política



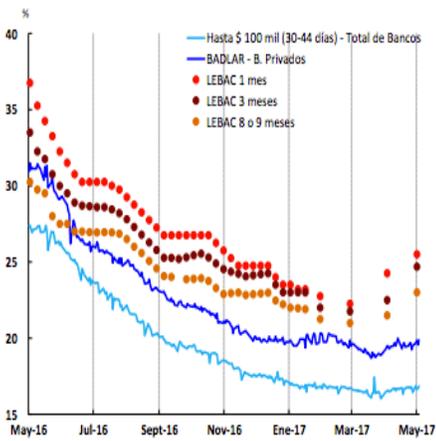
Desde Ene-17, la tasa de política es la tasa de interés central del "corredor" de pasés en pesos a 7 días de plazo

Precios Minoristas (nivel general - variación mensual)

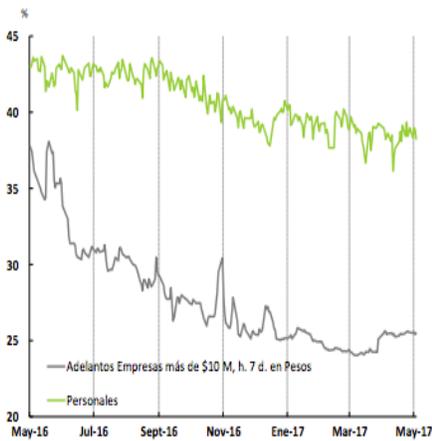


Última onda del REM

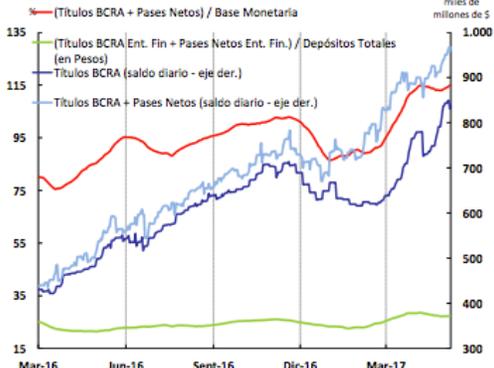
Tasas de Interés Pasivas y de LEBACs



Tasas de Interés de Préstamos en Pesos al Sector Privado

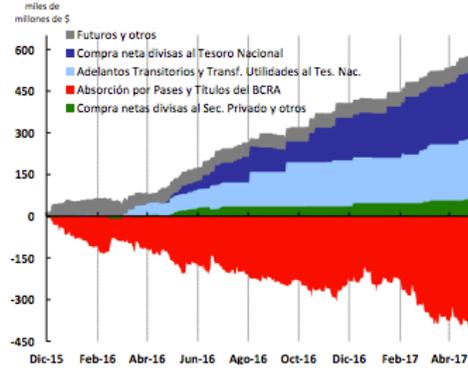


Títulos del BCRA y Liquidez de las Ent. Financieras (segmento en pesos - promedio móvil 30 días)

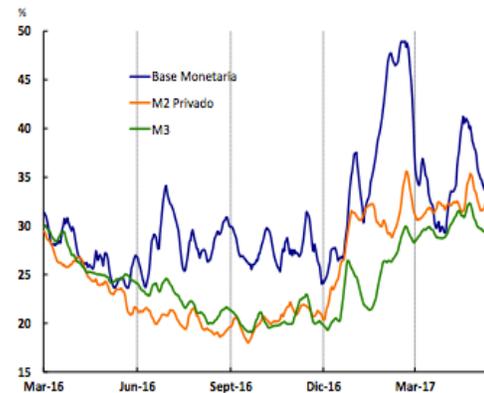


Liquidez Amplia: (Cta. Cte. en BCRA + (Fin. en Bcos + Pasés + Tit. BCRA de Bcos)) Total dep. pesos.

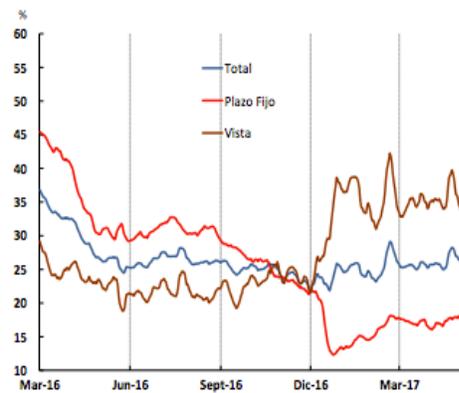
Operaciones en el Mercado Monetario y Cambiario (acumulado desde el 14 de diciembre de 2015)



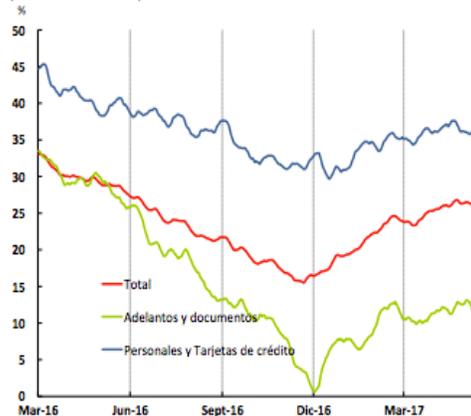
Agregados Monetarios en Pesos
(var. i.a. Prom. 7 días)



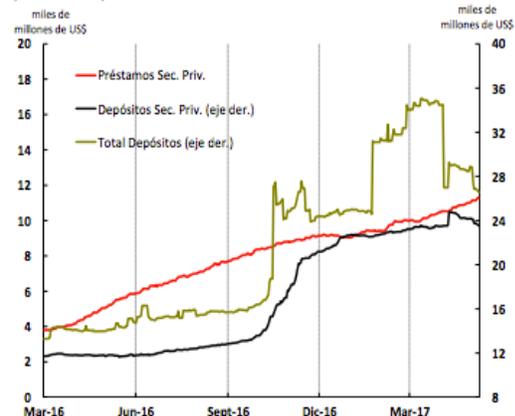
Depósitos en Pesos del Sector Privado
(var. i.a. Prom. 7 días)



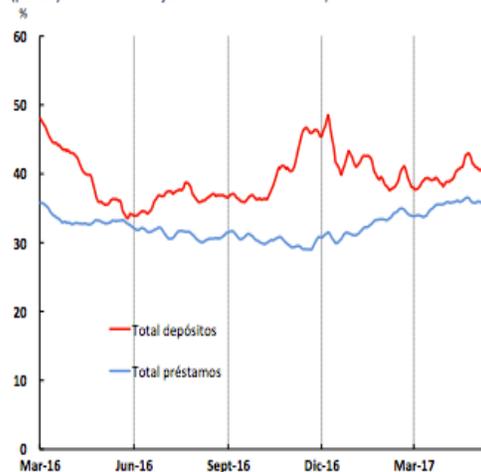
Préstamos en Pesos al Sector Privado
(var. i.a. Prom. 7 días)



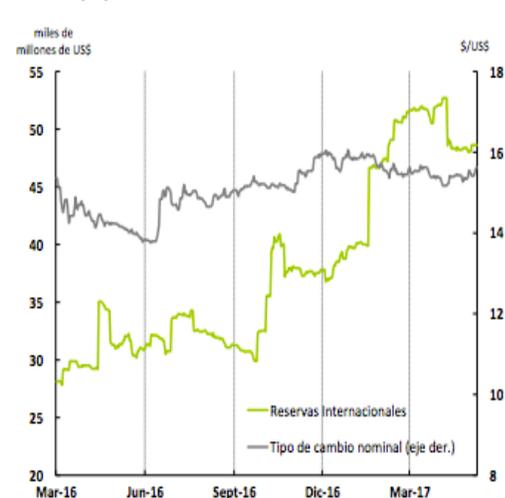
Depósitos y Préstamos - Moneda Extranjera
(saldo diarios)



Total de Préstamos y Depósitos - Sector Privado
(pesos y moneda extranjera - var. i.a. Prom. 7 días)



Reservas y Tipo de Cambio



	Tasas de Interés (en porcentaje nominal anual)			Otros Mercados			
	18-May-17	Promedio 7 días antes	Promedio 30 días antes ¹		18-May-17	Nivel semana anterior	Nivel año anterior
LEBAC 1 mes (mercado primario)	25,50	24,25	23,45	Dólar spot			
Pases Pasivos 7 días	25,50	25,50	25,50	Tipo de cambio de referencia	15,91	15,46	14,13
Pases Activos 7 días	27,00	27,00	27,00	Dólar futuro			
Call en pesos	23,61	24,45	24,31	NDF 1 mes	16,33	15,70	14,66
Plazo Fijo (30 días)				ROFEX -Vencimiento 30Jun.17-	16,41	15,63	14,54
Pesos	17,76	17,62	17,44	Monto operado (Total de plazos y en millones de	13.259	11.274	4.209
Dólares	0,35	0,30	0,34	Peso/real	4,79	4,90	4,05
BADLAR ²				Peso/euro	17,74	16,77	16,01
Total	19,38	18,81	18,45	MERVAL			
Bancos Privados	19,88	19,55	19,29	Índice	21.034	21.427	13.028
Adelantos en cuenta corriente (1 a 7 días)				Volumen operado	721	386	167
Con acuerdo a empresas - más de \$10 millones	25,47	25,56	25,44	Bonos del Gobierno			
Préstamos personales				BONAR 24 ³	1.873	1.825	1.547
Total en pesos	38,25	38,74	38,72	Discount \$	763	760	521
LIBOR a 6 meses	1,40	1,44	1,40	Riesgo País			
US Treasury Bond 10 años	2,23	2,37	2,22	EMBI+ Argentina	431	405	542
FED Funds Rate	1,00	1,00	1,00	EMBI+ Latinoamérica	455	433	547
SELIC	11,25	11,25	11,25				

Tasas de interés de préstamos otorgados en pesos (en porcentaje nominal anual, promedios mensuales)

	Adelantos en cta. cte.	Doc. a sola firma	Hipotecarios	Prendarios	Personales	Tarjetas
Marzo 2017 ⁴	29,78	22,21	19,09	18,80	38,91	42,53
Diciembre 2016 ⁴	30,99	23,54	19,70	20,73	39,15	44,38
Marzo 2016	39,61	32,37	25,46	27,05	42,29	44,26

Saldos, en millones, en la moneda de origen

Variación de la Base Monetaria y las Reservas Internacionales

	17-May-17	30 días antes	12 meses antes	Variación				
				Diaria (mill.)	Mensual (mill.)	Año 2017	Interanual	
Base monetaria	797.567	795.823	588.530	Base monetaria	24.498	1.657	-2,9%	35,5%
Circulación monetaria	587.511	594.152	453.355	Circulación monetaria	-748	-621	-1,2%	29,6%
Billetes y Monedas en poder del público	520.152	516.619	399.713	Billetes y Monedas en poder del púb	-784	5.697	-1,4%	30,1%
Billetes y Monedas en ent. financieras ⁵	67.358	77.532	53.642	Billetes y Monedas en ent. financieras	36	-6.317	0,3%	25,6%
Cheques Cancelatorios	1	1	0	Cheques Cancelatorios	0	0	248,5%	248,5%
Cuenta corriente en el BCRA	210.056	201.671	135.174	Cuenta corriente en el BCRA	25.245	2.277	-7,5%	55,4%
Cuenta corriente en moneda extranjera ⁶	16.064	20.201	9.411	Factores de variación				% v/ Var. de BM
Efectivo en ent. financieras en moneda extranjera ^{4,5}	1.626	1.953	1.041	Variación Base monetaria	24.498	1.657	-24.098	
Cheques Cancelatorios en moneda extranjera ⁶	1	1	0	Compra de divisas al sector privado y otros	1.563	17.016	26.363	-109,4%
Certificados de Depósitos para la Inversión (CEDIN) ⁶	125	132	267	Compra de divisas al Tesoro Nacional	0	0	78.106	-324,1%
LEBAC ⁶				Otras Operaciones con el Tesoro Nacional:				
En Pesos	830.457	779.652	506.415	Adelantos Transitorios	0	0	50.000	-207,5%
En Pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia	0	0	0	Transferencia de Utilidades	0	0	0	0,0%
En Dólares ⁶	0	0	2.495	Resto	-309	-880	-2.494	10,4%
NOBAC ⁶	6	0	0	Pases y redescuentos	-9.186	51.520	-40.621	168,6%
Pases Pasivos	126.788	106.751	35.364	Operaciones de pases	-9.286	49.963	-51.657	214,4%
Pases Activos	0	0	0	LEBAC y NOBAC	33.236	-65.052	-132.937	551,7%
Créditos al sistema financiero	958	1.037	2.269	Otros	-807	-948	-2.515	10,4%
Adelantos transitorios al Gobierno Nacional	432.230	419.730	356.250	Reservas internacionales ⁶	-32	411	9.856	
Reservas internacionales				Organismos internacionales	-21	-127	-728	
En pesos	759.793	738.871	447.020	Otras Operaciones del Sector Público	0	1.946	7.458	
En dólares ⁶	48.627	48.579	31.632	Compra de divisas	100	1.100	1.700	
Oro, Divisas, Colocaciones a Plazo y Otros	48.627	48.579	26.632	Efectivo Mínimo	-167	-2.555	520	
Divisas - Pase Pasivo en USD con el Exterior ⁷	0	0	5.000	Resto (incl. valuación tipo de cambio)	56	47	905	

(1) Corresponde al promedio móvil de 5 cinco días hábiles, centrado 7 días antes y 30 días antes respectivamente. En caso de feriado, la variación semanal se centra en el último día hábil de la semana previa.

(2) Corresponde al total de operaciones a plazo fijo superiores a 1 millón, de 30-35 días de plazo.

(3) Las cotizaciones están expresadas en pesos argentinos.

(4) Cifras provisionales, sujetas a modificación.

(5) Cifras expresadas en dólares. Datos provisionales, sujetos a cambios de valuación.

(6) Cifras en Valor Nominal. No se computan las letras del BCRA (Lebac y Nobac) emitidas para ser afectadas a operaciones de pases pasivos ni las entregadas en garantía (esos conceptos, entre otros, explican las diferencias con las cifras consignadas en los estados contables del BCRA).

(7) De acuerdo con los establecido en el punto 10 de la Resolución de Directorio N°296 del 22/07/2016, se informa que el monto de la línea " Divisas - Pase Pasivo en Dólares con el Exterior", no podrá ser considerado como Reservas Excesivas según normado en el artículo 6 de la Ley N° 23.028 y sus modificatorias.

Cifras provisionarias sujetas a modificación, expresadas en millones.

	Saldos		Variaciones (en %)			
	17-May-17	30 días antes	Mensual	Últimos 30 días	Año 2017	Interanual
En pesos y dólares						
Préstamos al sector privado	1.145.781	1.119.321	-0,1	2,4	8,3	35,8
Adelantos y documentos	460.192	441.542	3,0	4,2	10,3	36,3
Personales y tarjetas de crédito	490.178	490.063	-3,6	0,0	5,4	36,2
Hipotecarios y prendarios	137.393	132.337	1,8	3,8	15,8	41,9
Otros	58.017	55.380	2,6	4,8	1,6	17,0
Depósitos	1.895.718	1.890.296	-4,2	0,3	0,1	39,7
Depósitos del sector privado	1.514.513	1.503.486	-2,5	0,7	0,7	41,4
Ratio de liquidez ⁽⁵⁾	31,9	33,3	-5,4	-1,4	-2,6	5,6
(Cta. Cte. en BCRA + Efv. en Bcos. + Pases) / Depósitos Totales						
En pesos						
Préstamos al Sector Privado	971.716	959.582	-0,7	1,3	6,3	26,4
Adelantos	109.843	107.169	5,9	2,5	8,6	7,4
Documentos	206.186	203.131	0,4	1,5	2,4	16,1
Hipotecarios	69.949	67.214	2,0	4,1	14,3	27,8
Prendarios	63.031	60.783	1,4	3,7	18,5	53,8
Personales	263.572	253.548	1,5	4,0	19,1	50,1
Tarjetas de crédito	218.910	229.064	-8,9	-4,4	-7,7	21,9
Otros	40.225	38.673	2,8	4,0	3,9	6,1
Depósitos ⁽¹⁾	1.481.190	1.480.820	-3,6	0,0	-1,5	28,0
Cuenta corriente ⁽²⁾	418.254	410.445	-1,3	1,9	-15,4	26,1
Caja de ahorros	315.189	321.452	-9,8	-1,9	-10,0	44,4
Plazo fijo no ajustable por CER/UVAs	685.362	684.234	-2,6	0,2	14,2	23,1
Plazo fijo ajustable por CER/UVAs ⁽³⁾	1.284	1.215	7,6	5,7	208,7	6.014,3
Otros depósitos	61.101	63.474	5,2	-3,7	5,6	21,5
Depósitos del Sector Privado	1.148.189	1.146.301	-2,6	0,2	0,0	27,0
Depósitos a la vista ⁽⁴⁾	558.907	560.065	-4,9	-0,2	-9,6	36,2
Depósitos a plazo ⁽⁴⁾	549.740	547.044	-0,4	0,5	11,5	18,5
Depósitos del Sector Público	333.001	334.519	-6,8	-0,5	-6,2	31,8
Depósitos a la vista ^{(2) (4)}	174.536	171.832	-5,9	1,6	-22,9	25,2
Depósitos a plazo ⁽⁴⁾	136.906	138.405	-10,8	-1,1	27,6	47,4
En dólares ⁽⁴⁾						
Préstamos al Sector Privado	11.242	10.528	3,4	6,8	24,0	111,4
Depósitos ⁽¹⁾	26.770	26.985	-6,6	-0,8	8,8	88,7
Líneas del exterior	1.745	1.816	-4,6	-3,9	6,3	18,2
Financieras	1.014	1.083	-7,3	-6,4	29,5	0,9
Comerciales	731	733	-0,7	-0,3	-14,9	55,2

Agregados monetarios						
M1 (Billetes y monedas en poder del público+ Cheques Cancelatorios en pesos+ Cta. cte. del S. Priv. y Púb. en pesos)	942.062	931.846	0,4	1,1	-7,8	28,8
M2 (M1 + Caja de ahorro del S. Privado y del S. Público en pesos)	1.257.251	1.253.298	-2,4	0,3	-8,4	32,4
M3 (Billetes y monedas en poder del público+ Cheques Cancelatorios en pesos+ Depósitos del S. Priv. y Púb. en pesos)	2.004.998	2.002.221	-2,2	0,1	-1,3	28,8
M3* (M3 + Depósitos del S. Privado y del S. Público en dólares + Cheques Cancelatorios en moneda ext. + CEDIN)	2.421.488	2.413.714	-2,9	0,3	-0,1	37,5

(1) Corresponde a depósitos de titulares residentes en el país (sector público y sector privado), excluyendo los correspondientes a entidades financieras.

(2) Neto de utilización de los fondos unificados.

(3) No incluye CER devengado.

(4) Cifras expresadas en dólares.

(5) Incluye las operaciones en pesos y dólares, estas últimas expresadas en pesos. Los depósitos están netos de BODEN. Todas las variaciones están expresadas en puntos porcentuales.

(6) Desde el 9 de diciembre de 2008, se refleja el cambio de tipo de titular determinado por la subrogación de la Administración Nacional de la Seguridad Social en los derechos y obligaciones de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones prevista en Ley Nº 26.425 (en el marco de la creación del "Sistema Integrado Previsional Argentino", que tiene efecto desde el 9.12.08, los correspondientes saldos provenientes del anterior Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones -Ley 24.241 y normas complementarias- son considerados como pertenecientes al Sector Público no Financiero).

Anexo 4

Ámbito Financiero 2017

"Es atípico que lluevan tantos dólares y que la economía no termine de traccionar"

El Banco Central (BCRA) intervino el último miércoles en el mercado secundario incrementando las **tasas de interés de las Lebac** -del 24% al 24,65%- y vendiendo esas Letras para ponerle un freno a la emisión de pesos, de manera que le permita evitar mayores presiones inflacionarias que dificulten alcanzar la meta establecida del 17% para este año. La directora ejecutiva del Estudio Bein & Asociados, **Marina Dal Poggeto**, dialogó con **ámbito.com** de la política económica del Gobierno y de las perspectivas en esa materia para lo que resta del año.

Periodista.: ¿Es posible alcanzar la meta de inflación del 17% que se planteó el BCRA?

M.D.P.: **Es difícil llegar a la meta de inflación porque la misma no incluyó el aumento tarifario.** Están empeñados en cumplir un objetivo que no tuvo en cuenta los aumentos de tarifas de los primeros meses del año.

P.: ¿Cuáles fueron las razones para la caída del 2,2% de la actividad económica en febrero que informó el INDEC?

El número del **EMAE (Estimador Mensual de la Actividad Económica)** tiene varios problemas. La verdad que es un número para tomar con pinzas porque sufre muchos cambios. Es muy difícil medir el nivel de actividad en la primera parte del año. **Las ventas habían empezado a arrancar con el Ahora 12 en diciembre y en febrero se sufrió el cambio en el programa Precios Transparentes que pegó muy fuerte en el consumo. Si bien no cortó el crédito, lo encareció para los consumidores.** En cualquier caso, el primer trimestre está creciendo igual que el cuarto del año pasado.

P.: ¿Cuál va a ser el crecimiento de la actividad económica para 2017?

M.D.P.: **Nosotros venimos bajando la proyección de crecimiento para este año. El último número que tenemos es de 2,9%, con un primer trimestre creciendo medio punto, pero en el segundo y tercero creciendo algo más parecido a un ritmo del 1,7% o 1,8%.** Se sabía que el mismo iba a ser lento. Hay factores que deberían impulsarlo en el segundo semestre aunque también hay otros que contrarrestan ese impulso y que tiene que ver con la política monetaria del Gobierno.

P.: ¿Qué factores pueden impulsar la economía?

M.D.P.: **Tenés las paritarias, la obra pública gatillando fuerte y alguna mejora en la cosecha de cara al segundo semestre.** Desde el lado de la inversión debería haber alguna mejora. **Lo que es atípico en Argentina es que lluevan tantos dólares y que la economía no termine de traccionar.** El Banco Central prioriza la pelea contra inflación en el corto plazo y se está encargando de esterilizar los excedentes de dólares que se vuelquen en la economía.

P.: ¿Qué pasa con el consumo, puede haber una reactivación en el corto plazo?

M.D.P.: **Del lado del consumo hay un signo de pregunta bastante grande.** Por un lado ves una

mejora de la capacidad de compra de los salarios y por otro, un intento del Banco Central de poner la inflación dentro de las metas, lo que de alguna manera contrarresta cualquier impacto que la demanda agregada pueda generar sobre los precios. **Hoy la función del consumo cambió pero está generando mecanismos de ahorro, en parte porque se liberó el mercado cambiario.**

P.: ¿Un aumento de tarifas en marzo puede afectar la actividad económica?

M.D.P.: Depende. Con el servicio eléctrico por ejemplo, tiene que ver con cuándo te llega la factura y cuándo es el pico de consumo. En transporte se frenó un aumento por ahora y eso da un alivio, aunque no desde el punto de vista fiscal

BIBLIOGRAFIA DOCUMENTOS

- “*Para ser utilizado en cursos de Macroeconomía y política económica*”. (Modelo de tres brechas) - Lic Rafael Levy, 2013

- “*Flujos de capitales, mercados financieros e instituciones: una mirada al mundo emergente*” - Leonardo Stanley, 2012

- “*The Intertemporal Relation between Money and Prices. Evidence from Argentina*” - Cuadernos de Economía, Vol 4I , Gabrielli, F. G. MC . Candless and M. Rouillet, 2004

- “*Dinero e Inflación en el Marco de Metas de Inflación*” - Working Paper N198, Banco Centra de Chile

- “*Macroeconomía: Teoría y políticas*”, Capítulo 5: el gobierno y la política fiscal, José de Gregorio, 2012

- “*Sostenibilidad de la deuda total del sector público*” – Rene Hernández Caceres, 2004

- “*Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad*” - Roberto Frenkel y Martín Rapetti, 2007

- “*Informe de política monetaria*”, Abril 2017, BCRA

- “*Fases del ciclo económico*” –Enciclopedia Financiera - Perez Alejandro Bujan 2015

- “*Economía Principales Conceptos*” – Centro de Investigaciones Económicas, Uruguay

- “*Que (no) nos dice el ratio de la deuda/PIB?*”, Juan Manuel Telechea, El Economista, Marzo 2017

- *“Peso relativo del gasto público argentino Evolución, determinantes, y efectos de su aumento”* – Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires – 2015

- *“El déficit fiscal en argentina y sus consecuencias macroeconómicas”*, José Bulacio y Hugo Ferullo, Argentina, 2000

- *“La política monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación”*, Banco Central de Chile, 2006

- *“Inflation targeting in Latin America: What Have We Learned?”*, Standard and Poors, 2016

- *“Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro”*, Banco Central Europeo, boletín mensual , Abril 2012

BIBLIOGRAFIA ARTICULOS

- Telam, “*Argentina es el país que mas redujo su deuda durante la ultima década*” Argentina, 2013
<http://www.telam.com.ar/notas/201312/44816-argentina-es-el-pais-que-mas-redujo-su-deuda-en-la-ultima-decada.html>

- El Cronista, “*Crecimiento, déficit fiscal, y tipo de cambio real*” , Argentina, 2016
<https://www.cronista.com/columnistas/Crecimiento-deficit-fiscal-y-tipo-de-cambio-real-20160920-0048.html>

- Ámbito Financiero, “*Es atípico que lluevan tantos dólares, y la economía no termine de traccionar*”, Argentina, 2017
<http://www.ambito.com/880872-es-atipico-que-lluevan-tantos-dolares-y-que-la-economia-no-termine-de-traccionar>

- El cronista, “*El déficit primario se disparo un 60% en febrero*”, Argentina, 2017
<https://www.cronista.com/economiapolitica/El-deficit-fiscal-primario-crecio-46-y-alcanzo-los-26.747-millones-en-febrero-20170327-0087.html%2027/2/2017>

- La Nación, “*Para bajar el gasto, el Gobierno prepara una reestructuración del Estado después de octubre*” – Mariano Obarrio, Argentina, 2017
<http://www.lanacion.com.ar/2021555-para-bajar-el-gasto-el-gobierno-prepara-una-reestructuracion-del-estado-despues-de-octubre>

- Infobae, “*Los 8 rubros que impiden bajar el gasto publico, según el Gobierno*”, Daniel Sticco, Argentina, 2017
<http://www.infobae.com/economia/2017/05/02/los-8-rubros-que-impiden-bajar-el-gasto-publico-segun-el-gobierno/>

- Iprofesional, “*Un guiño desde el mercado financiero: la calificadora S&P subió la nota de la de la deuda argentina a B*”, Argentina 2017
<http://www.iprofesional.com/notas/247920-Un-guio-desde-el-mercado-financiero-la-calificadora-SP-subi-la-nota-de-la-deuda-argentina-a-B>