

# La macroeconomía del *gradualismo*

Conferencia anual de la UIA

Martin Rapetti, Director Desarrollo Económico, CIPPEC  
28 de noviembre de 2017

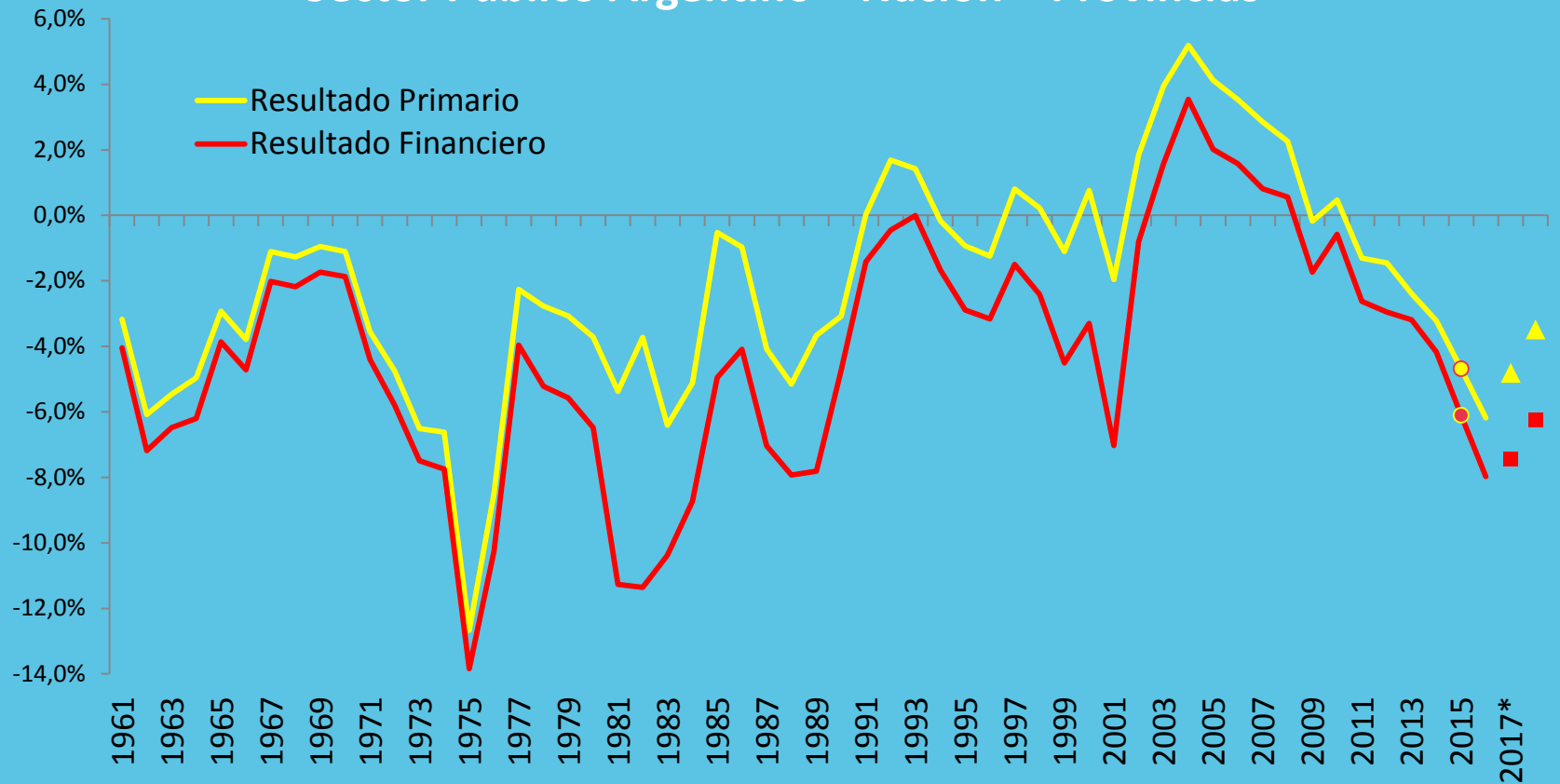
CIPPEC 

## ¿Un *gradualismo* inconsistente?

---

- El gobierno heredó una economía con fuertes desbalances
  - Atraso cambiario y tarifario
  - Inflación elevada y reprimida
  - Mayor déficit fiscal en décadas
  - Cepo al dólar y a las importaciones
- Se adoptó una estrategia de correcciones graduales
- ¿Son el *gradualismo* fiscal y el monetario consistentes?
- La voz más sonora: debe acelerarse la corrección fiscal!

## Sector Público Argentino – Nación + Provincias



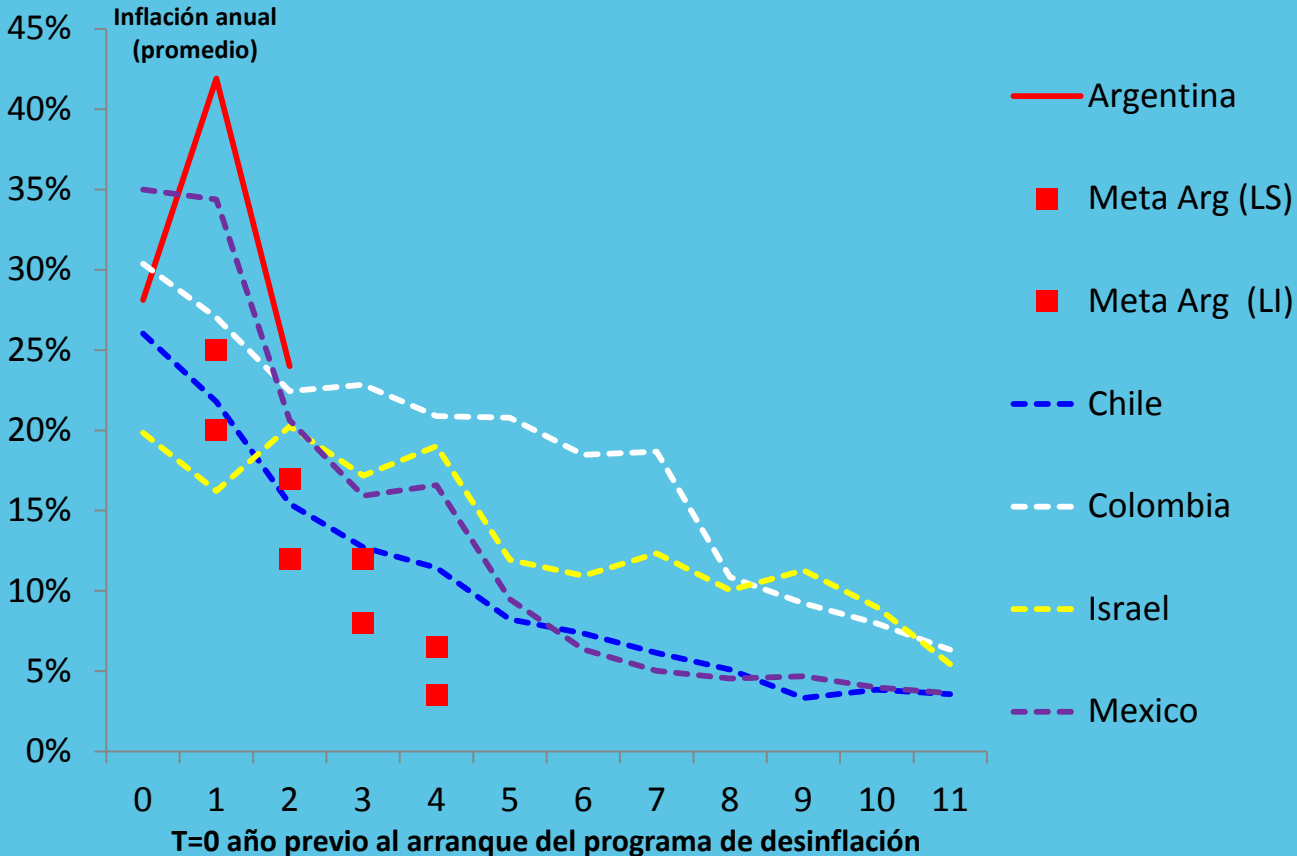
Nota: resultados primarios y financieros consolidados en base a información del Ministerio de Hacienda. Para 2005-2017 el resultado primario excluye (i) transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro, (ii) rentas de la propiedad por intereses intra-SP (FGS), y (iii) ingresos por el Blanqueo. Los años 2017 y 2018 se basan en las proyecciones del Proyecto de Presupuesto 2018.

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

## Mayor *gradualismo* monetario

- El *gradualismo* **fiscal** ha sido correcto
  - Viabilidad política
  - Viabilidad económica
- La otra opción: un mayor *gradualismo* **monetario**
  1. Las inflaciones “moderadas” bajan lentamente
  2. Hay correcciones de precios relativos pendientes
  3. La metas de inflación no hacen magia
  4. Apreciación real del peso y alta tasa interes real
  5. El endeudamiento público externo es preocupante

# 1. Las inflaciones moderadas bajan lentamente



Caso	Año 0 (previo a programa)	Años hasta inflación en torno a 5%
<b>Argentina</b>	<b>2015</b>	<b>4*</b>
Chile	1990	7
Colombia	1991	11
Israel	1986	11
México	1995	6

\*Las metas de inflación del BCRA son de 6,5-3,5% en 2019

Fuente: elaboración propia en base a IFS (FMI)

## 2. Hay correcciones de precios relativos pendientes

- Están programadas subas de tarifas de servicios públicos hasta 2019
  - Electricidad → +43% en Dic/17 y +24% en Feb/18
  - Gas → +80% en U\$\$ hasta alcanzar 6,8 U\$\$/MMBTU en 2019
  - Transporte → ajustes semestrales en 2018 (a determinarse)
- Existe bastante consenso de que el tipo de cambio está atrasado

### 3. Las metas de inflación no hacen magia

A. Los regímenes de **metas de inflación** han mostrado ser eficaces para mantener una inflación baja y estable, una vez que la inflación ya es baja

Caso	Fecha Adopción <i>Metas de inflación</i>	Inflación Inicial
Turquía	2006	7.7
Uruguay	2005	4.7
Perú	2002	0.2
Corea del Sur	2001	2.9
México	2001	9.0
Noruega	2001	3.6
Sudáfrica	2000	2.6
Brasil	1999	3.3
Chile	1999	3.2
Colombia	1999	9.3
Israel	1997	8.1
Australia	1993	2.0
Suecia	1993	1.8
Reino Unido	1992	4.0
Canadá	1991	6.9
Nueva Zelanda	1990	3.3

Fuente: en base a Roger (2004)

### 3. Las metas de inflación no hacen magia

B. La **tasa de interés** es un instrumento débil para incidir en la dinámica de precios

Canales de transmisión de la política monetaria

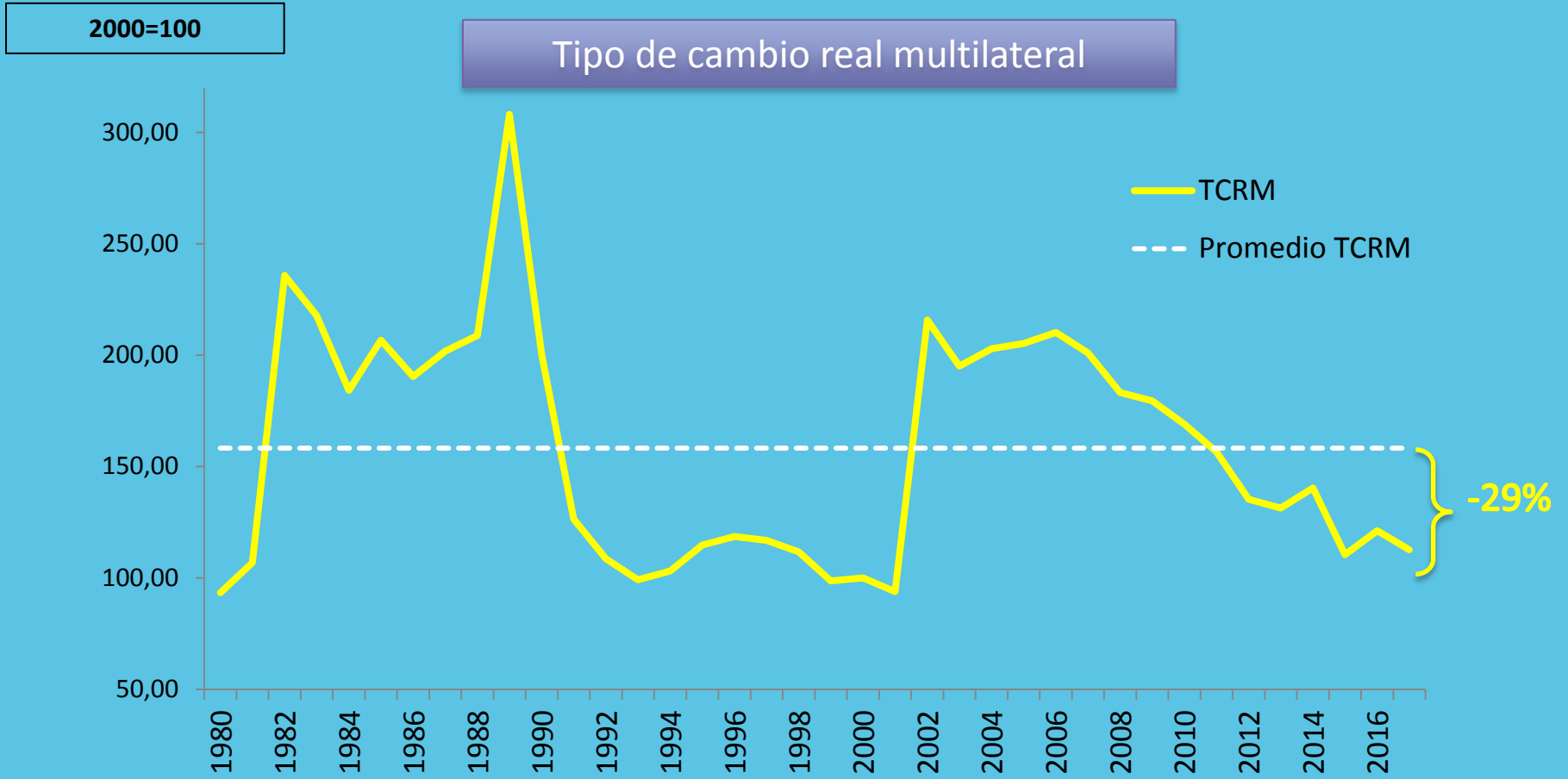
Expectativas inflacionarias

Demanda agregada

Tipo de cambio nominal

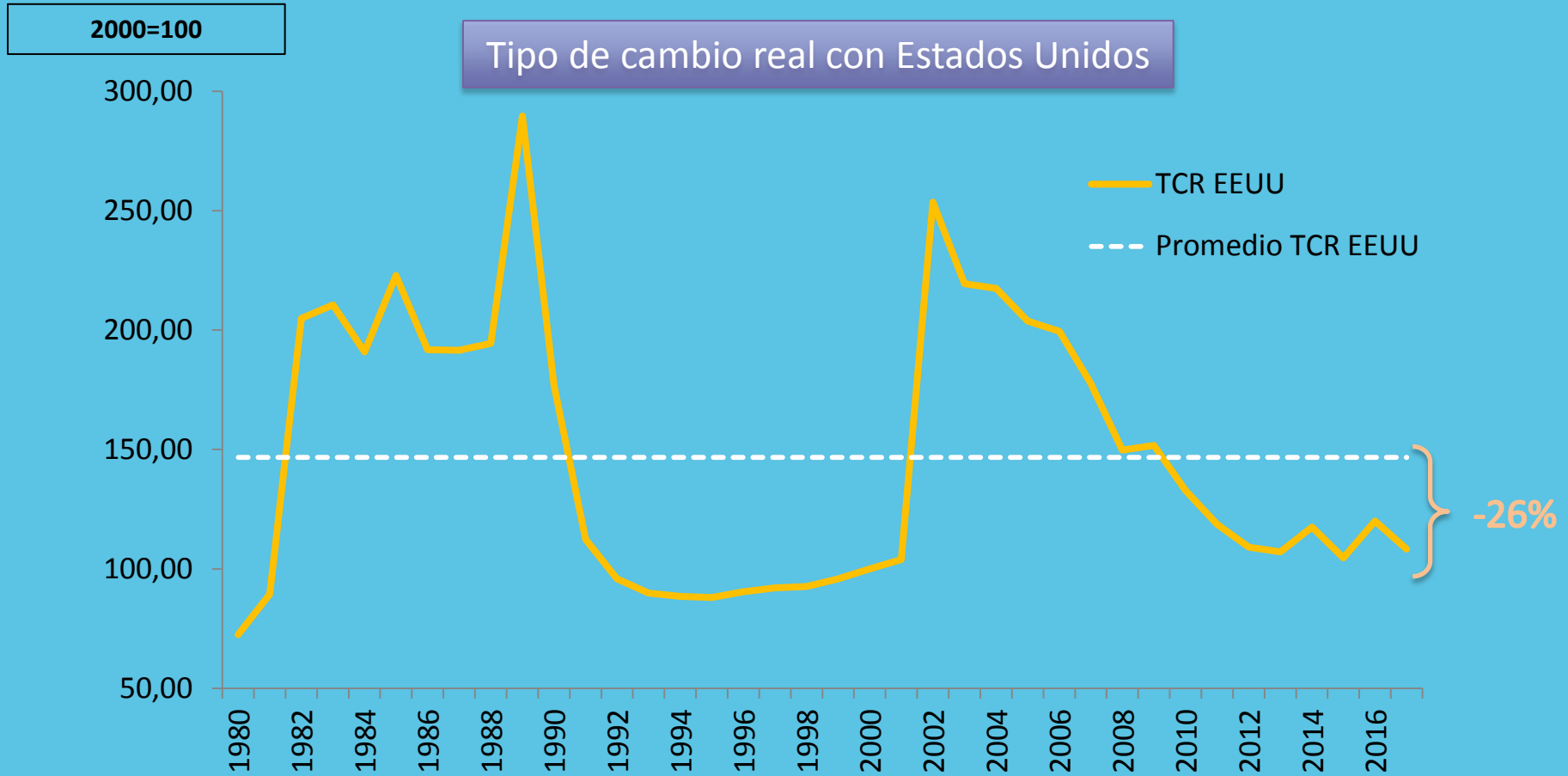


## 4. La apreciación real del peso es preocupante



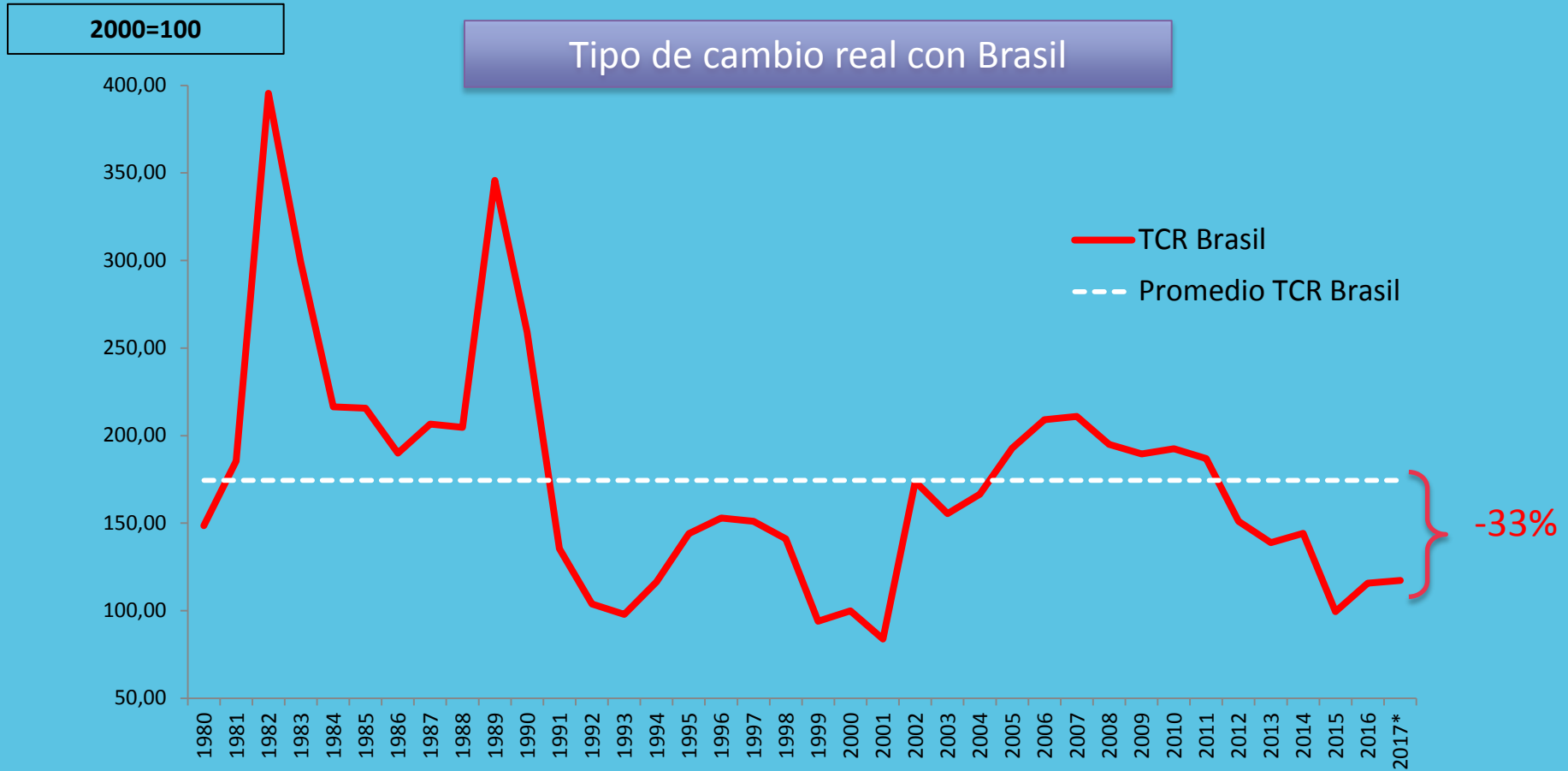
Fuente: Elaboración propia en base a IFS (FMI) y COMTRADE

## 4. La apreciación real del peso es preocupante



Fuente: Elaboración propia en base a IFS (FMI) y COMTRADE

## 4. La apreciación real del peso es preocupante

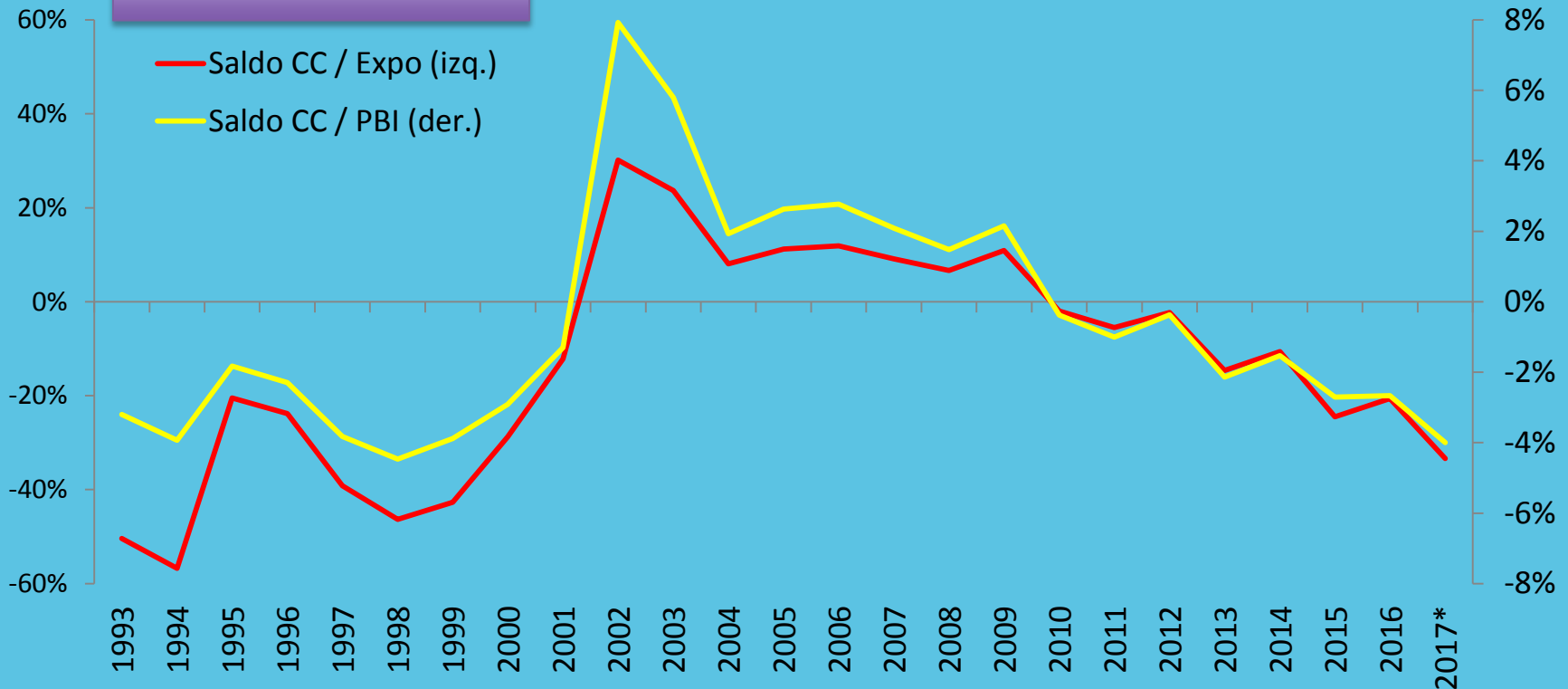


Fuente: Elaboración propia en base a IFS (FMI) y COMTRADE

## 4. La apreciación real del peso es preocupante

### Cuenta Corriente

- Saldo CC / Expo (izq.)
- Saldo CC / PBI (der.)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e INDEC. 2017 es estimado.

## 4. La apreciación real del peso es preocupante

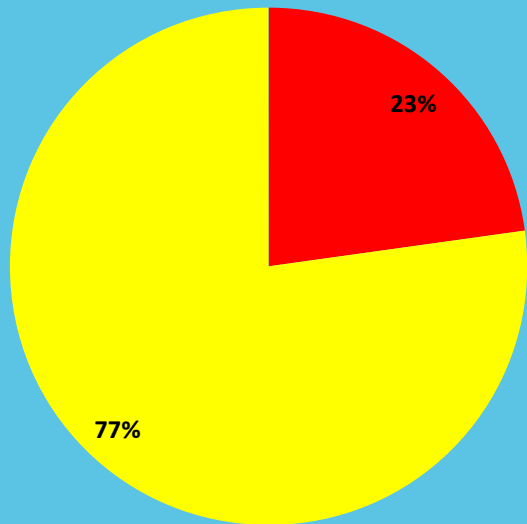
---

- ¿Por qué es preocupante?
- El nivel del tipo de cambio real no es neutro para el desarrollo económico de un país.
  1. **Motivo financiero:** Evitar déficits externos significativos reduce las probabilidades de ajustes bruscos y recesivos. Reduce la volatilidad y favorece el crecimiento.
  2. **Motivo productivo:** El nivel del tipo de cambio real es clave para la asignación de recursos. Niveles apreciados reducen los incentivos a invertir en actividades transables que emplean trabajo.

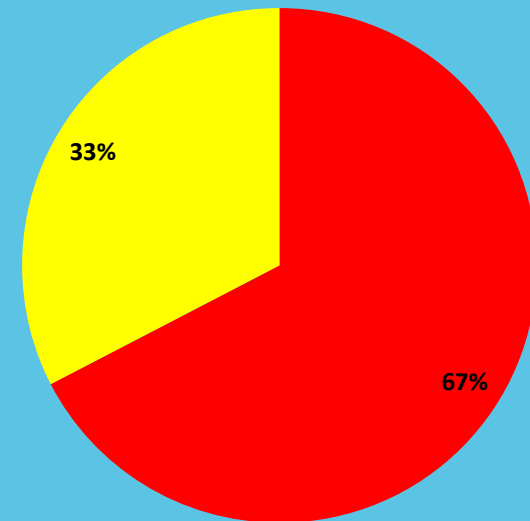
## 5. El endeudamiento externo es preocupante

Composición del financiamiento por “residencia”

**Emisiones netas  
Promedio 2013-2014**



**Emisiones netas  
Promedio 2016-2017**



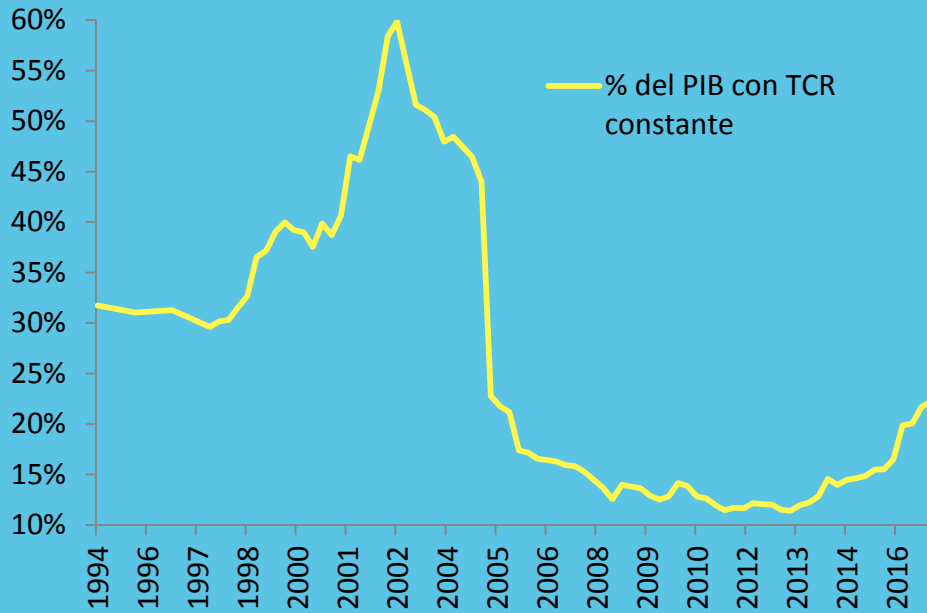
■ Emisiones netas externas

■ Emisiones netas internas

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

## 5. La dinámica de endeudamiento es preocupante

Deuda Pública Externa  
(como % del PIB)



Deuda Pública Externa  
(como % de las exportaciones)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas, BCRA, e INDEC

## Conclusiones

---

- La economía se encuentra creciendo y el gobierno muestra iniciativa para corregir el desequilibrio fiscal.
- Una indeseable autoexigencia monetaria
  1. Dificilmente la política monetaria pueda bajar la inflación de acuerdo a la trayectoria que se trazó.
  2. Intentar cumplirlo trae consigo “daños colaterales”
    - Atraso cambiario
    - Alta tasa de interés real
    - Renuncia a financiamiento alternativo
- Inspiración en experiencias exitosas: Chile y Colombia en los 90s



¡Muchas gracias!

CIPPEC 



@cippec



/cippec.org



www.cippec.org



/cippec



/fcippec