



## **Informe de coyuntura económica. Diciembre de 2016**

### **Síntesis**

#### **1) El FODA económico en 2016 apenas asoma positivo. Para 2017 el escenario económico local e internacional presenta más novedades y mayor complejidad.**

*En un análisis FODA de la situación económica del país a inicios de 2016 se identificaron 3 fortalezas, 5 oportunidades, 4 debilidades y 4 amenazas. Hacia finales del año, se observan 5 fortalezas (2 más), 7 oportunidades (2 más), 4 debilidades (igual número) y 5 amenazas (1 más). De esta forma el resultado como contabilidad de ítems resulta levemente positivo. Además, el mayor número de aspectos a considerar deviene en un escenario económico local e internacional más complejo, lo que significa un desafío más grande para el gobierno.*

#### **2) Final de 2016: alta dispersión de tasas de interés, incertidumbre cambiaria y ¿retraso cambiario?: distracción para agentes económicos con límites a la capacidad de la economía.**

*A pesar de la disminución general de las tasas de interés desde junio de 2016, existe un significativo spread en el mercado. A esto se suma una volatilidad en las expectativas de tipo de cambio futuro, y una cotización del dólar que se encuentra por debajo del esperado meses atrás. De esta forma se genera una distracción para los agentes económicos con límites a la capacidad real de la economía.*

*Para enfrentar estos límites se presenta la posibilidad de utilizar la capacidad de endeudamiento del Estado Nacional a largo plazo para derramar beneficios en la economía real mediante el mercado de crédito privado. Si se colocaran USD15.000 millones y se destinaran a financiar bienes de consumo durables (20%), bienes de capital (35%) y cédulas hipotecarias (45%), se podrían financiar heladera, cocina y lavarropas en medio millón de hogares, 58 mil tractores, 2 mil cosechadoras y 110 mil viviendas de clase media.*

#### **3) Hacia 2017: cuatro de cinco teorías sobre inflación están presentes. El año 2017 y 2018 estarán marcados por el riesgo de caer en inflación muy elevada.**

*Tradicionalmente se pueden identificar cinco teorías que explican el fenómeno de la inflación: monetaria, puja distributiva, estructural, inercial y de demanda. A finales de 2016 y para comienzos de 2017, cuatro de estas cinco teorías – excluyendo la última – presentan elementos para considerarlas plenamente vigentes en la explicación de la inflación en la Argentina, incluyendo una emisión de dinero por encima del crecimiento de la demanda, alto déficit fiscal, puja distributiva entre sectores, oferta inelástica de algunos productos e indexación de contratos en base a la actualización pasada.*

*La historia argentina contemporánea presentó periodos de baja inflación como de hiperinflación. En términos generales, una tasa de inflación inferior al 15% se considera moderada, entre 15% y 50% es elevada, y por encima de 50% es muy elevada o hiperinflación. Ante el reciente crecimiento del aumento de precios resulta fundamental eliminar las causas que las teorías indica generan inflación, a fin de no volver a caer en una inflación muy elevada.*



## **Informe de coyuntura económica. Diciembre de 2016**

En este informe, en primer lugar se hará un breve mención de la situación económica argentina a inicios de 2016 mediante un análisis FODA, es decir, exponiendo las principales fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas que enfrentaba el país en materia económica con algunas menciones respecto al ambiente político y social. Luego se mencionarán las principales medidas que el gobierno tomó durante el año y las novedades del entorno para arribar a un nuevo análisis FODA hacia el fin de año y comienzos de 2017.

A continuación se profundizará en dos temáticas de interés en la coyuntura económica. La primera de ellas es la tasa de interés, el tipo de cambio y el arbitraje financiero. En primer lugar se muestra un análisis general de la dispersión de tasas pasivas y activas que existen en el mercado; luego se hace una mención sobre la volatilidad del tipo de cambio esperado, en base a los contratos de dólar futuro, además de plantear el interrogante sobre si existe un retraso del tipo de cambio efectivo con respecto al esperado. Por último, y teniendo en cuenta que tanto la dispersión de tasas, como la volatilidad cambiaria y el posible retraso del tipo de cambio limitan la capacidad real de la economía, se realiza un ejercicio donde replicando la deuda a largo plazo tomada por el gobierno en 2016, se busca medir el impacto que tendrían esos montos si se aplicaran de manera más directa al mercado de créditos.

El segundo tema de coyuntura económica consiste en un breve repaso histórico de la inflación en Argentina, y las posibles causas teóricas que sirven como explicación a la misma. Se comienza exponiendo la variación anual del Índice General de Precios al Consumidor (IPC) desde el año 1930 hasta la actualidad, destacando tanto los principales periodos inflacionarios como los hitos históricos relacionados con cada una de las variaciones más abruptas en el nivel general de precios del país. Seguidamente, se describen las principales teorías económicas que han desarrollado diferentes razones explicativas del fenómeno de la inflación, analizando también las variables macroeconómicas conectadas a cada una de estas razones. Una vez concretado el desarrollo del marco teórico e histórico se concluye con una reflexión de la situación actual del país en materia inflacionaria.



- **Repaso del año: análisis FODA**

De acuerdo al análisis FODA realizado con base a las principales fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas que enfrentaba el gobierno en materia económica a principio de 2016 (Esquema 1) y el mismo análisis para fines de 2016 (Esquema 2) se puede apreciar que en ambos esquemas existen conceptos que se mueven, transforman o permanecen constantes:

- El apoyo ciudadano e independencia del banco central permanecen como fortalezas
- El empleo si bien continúa como fortaleza surge una amenaza que es la pérdida de puestos formales.
- El retorno al mercado de créditos sigue siendo una oportunidad, pero existe un riesgo asociado, que es la amenaza del crecimiento de la deuda pública.
- La unificación cambiaria, oportunidad al inicio, hoy plantea una amenaza en forma de posible atraso cambiario.
- La inversión extranjera continúa como oportunidad, mientras que la inversión en infraestructura si bien permanece en este concepto, también se muestra como demora en la obra pública como debilidad para el final de 2016.
- La quita de retenciones se transformó en la fortaleza de menores retenciones.
- Tanto el déficit fiscal como la pobreza continúan siendo amenazas, mientras que la inflación se trasladó a debilidad.
- Con respecto a la presión fiscal elevada que continúa siendo una debilidad, los impuestos al trabajo permanecen mientras que el impuesto a las ganancias se trasladan a oportunidad en vistas de las nuevas reformas que se discuten.
- Lo subsidios a la energía continúan siendo un debilidad
- El contexto internacional pasó de ser una amenaza a una oportunidad, y la relación del mundo de debilidad a fortaleza.
- Se agregan como oportunidad al FODA de fines de 2016, el sinceramiento fiscal y la inversión en energía renovable.



Esquema 1: FODA económico de la Argentina al inicio 2016

## **FORTALEZAS**

- Apoyo ciudadano
- Independencia del Banco Central
- Empleo

## **OPORTUNIDADES**

- Retorno al mercado de crédito
- Unificación cambiaria
- Inversión extranjera
- Quita de retenciones
- Inversión en infraestructura

- Déficit fiscal
- Pobreza
- Inflación
- Contexto internacional

- Presión fiscal elevada:
  - Impuestos al trabajo
  - Impuesto a las ganancias
- Subsidios a la energía
- Relación con el mundo

## **AMENAZAS**

## **DEBILIDADES**



Esquema 2 FODA económico de la Argentina al final 2016

## FORTALEZAS

- **Apoyo ciudadano**
- **Independencia del Banco Central**
- **Empleo**
- **Relación con el mundo**
- **Menores retenciones**

## OPORTUNIDADES

- **Retorno al mercado de crédito**
- **Impuesto a las ganancias**
- **Inversión extranjera**
- **Inversión en infraestructura**
- **Contexto internacional**
- **Inversión en energías renovables**
- **Sinceramiento fiscal**

- **Déficit fiscal**
- **Pobreza**
- **¿Atraso cambiario?**
- **Crecimiento deuda pública**
- **Pérdida de puestos formales**

- **Presión fiscal elevada:**  
- **Impuestos al trabajo**
- **Demora en la obra pública**
- **Subsidios a la energía**
- **Inflación**

Así, de acuerdo al análisis FODA podemos ver que el gobierno tenía tres fortalezas, cinco oportunidades, cuatro debilidades y cuatro amenazas, para luego concluir el año con cinco fortalezas, siete oportunidades, cinco debilidades y cuatro amenazas, es decir un resultado económico levemente positivo.

Por último en la Tabla 1, se observan las principales medidas del gobierno tomadas durante el año en el lado izquierdo, mientras que en el lado derecho de la tabla se muestra las novedades del entorno económico y político internacional, mostrando así que para 2017 el escenario económico local e internacional aparece con más novedades y mayor complejidad, lo que implica un desafío hacia el gobierno.



Tabla 1: medidas del gobierno y novedades del entorno en 2016

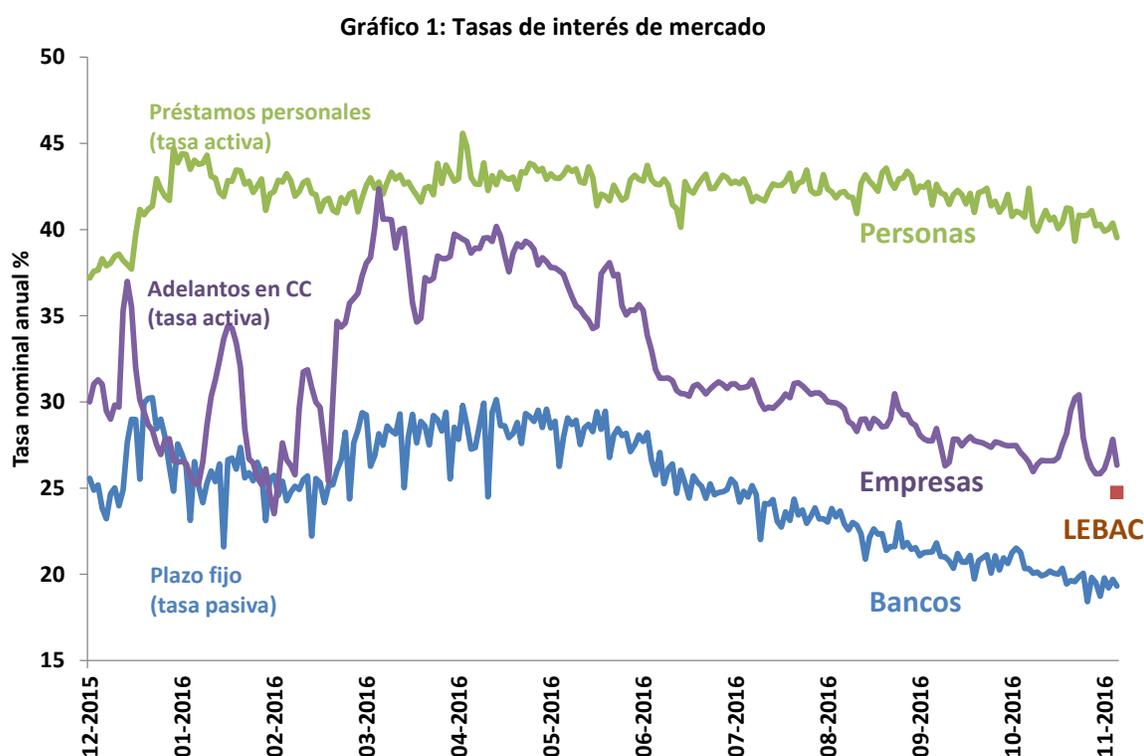
<b>Medidas del gobierno</b>	<b>Novedades del entorno</b>
1. <b>Unificación cambiaria</b>	× <b>Crecimiento mundial: menores tasas</b>
2. <b>Pago a los holdouts</b>	× <b>Brasil: - crisis política y recesión económica - volatilidad del tipo de cambio</b>
3. <b>Vuelta al mercado voluntario de crédito</b>	× <b>Crisis de Siria: refugiados</b>
4. <b>Reducción de retenciones</b>	× <b>Devaluación de emergentes</b>
5. <b>Emergencia y normalización estadística</b>	× <b>BREXIT</b>
6. <b>Revisión de tarifas</b>	× <b>EEUU: Donald Trump gana las elecciones</b>
7. <b>Aumento de tasas de interés de referencia</b>	× <b>China: desaceleración</b>
8. <b>Freno a la emisión monetaria</b>	× <b>Alemania: ralentización de la economía</b>
9. <b>Devolución 15% de IVA a jubilados y AUH</b>	× <b>Japón: continuación del programa monetario y fiscal</b>
10. <b>Universalización de la AUH</b>	× <b>FED: suba de la tasas</b>
11. <b>Reparación Histórica para Jubilados</b>	× <b>Banco Central Europeo: tasa de interés cercana a cero</b>
12. <b>Ley PyME</b>	× <b>Fortalecimiento del nacionalismo en países centrales</b>
13. <b>Inversión en energía renovable</b>	
14. <b>Sinceramiento fiscal</b>	
✓ <b>Ganancias y monotributo</b>	
✓ <b>Segunda reforma del mercado de capitales</b>	
✓ <b>Reforma de la ley de accidentes de trabajo</b>	

Fuente: IIE.



- **Tasa de interés, tipo de cambio y arbitraje financiero**

Para comenzar con este tema de la coyuntura económica, se muestra Gráfico 1 la evolución de las tasas pasivas y activas del mercado desde diciembre de 2015 hasta finales de noviembre. Como tasa pasiva se toma la tasa nominal anual que paga un plazo fijo a 30-44 días, mientras que como tasa activa se muestran por un lado los adelantos en cuenta corriente y por otro lado los préstamos personales. Como se presenta en el Gráfico 1, existe una importante dispersión de tasas a pesar de la marcada caída a partir de junio de 2016. A finales de noviembre el spread entre la tasa del plazo fijo (tasa a la cual el banco obtiene fondos) y la tasa de los adelantos en cuenta corriente (tasa a la cual se financian las empresas) es de seis puntos porcentuales, mientras que el spread entre la tasa del plazo fijo y la tasa de los préstamos personales (tasa a la que se financian las personas) es de veinte puntos porcentuales.



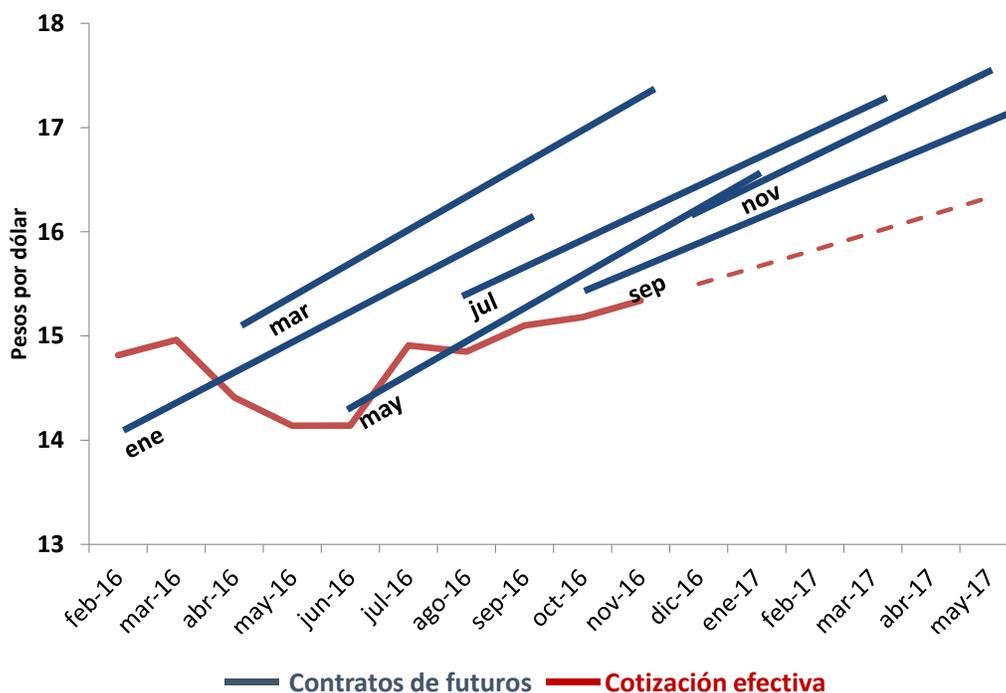
Fuente: IIE sobre la base de BCRA.



Por otro lado se analiza el tipo de cambio esperado y el tipo de cambio efectivo. En primer lugar se realizó un resumen de la evolución de los precios de contratos de dólar futuro en diferentes fechas de concertación de los mismos y para los plazos futuros correspondientes, que en el Gráfico 2 se pueden apreciar con las líneas de color azul. Así, se observa una marcada volatilidad con respecto a la expectativa del precio futuro de la divisa.

Luego, sumando la línea roja del Gráfico 2 correspondiente a la cotización efectiva del dólar y haciendo una proyección en base a los últimos movimientos (línea roja punteada) se plantea el interrogante de si existe un retraso en la cotización del dólar, ya que la misma siempre se encuentra por debajo de las expectativas.

Gráfico 2: Contratos de dólar futuro y cotización efectiva



Fuente: IIE sobre la base de BCRA y ROFEX.



Teniendo en cuenta que tanto la dispersión de tasas, como la volatilidad cambiaria y el posible retraso del tipo de cambio, limitan la capacidad real de la economía, se realiza un ejercicio donde replicando la deuda a largo plazo tomada por el gobierno en 2016 (Tabla 2), se busca medir el impacto que tendrían estos montos si se aplicaran de manera más directa al mercado de créditos.

**Tabla 2: Deuda a mediano y largo plazo colocada en 2016**

<b>10 años (10 años de gracia) EUR 1.250 millones tasa 5,00%</b>
<b>10 años (10 años de gracia) USD 6.500 millones tasa 7,50%</b>
<b>12 años (12 años de gracia) USD 1.000 millones tasa 6,63%</b>
<b>20 años (20 años de gracia) USD 1.750 millones tasa 7,13%</b>
<b>30 años (30 años de gracia) USD 2.750 millones tasa 7,63%</b>

---

**Colocaciones Total = USD 13.341 millones**

Fuente: IIE sobre la base del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

De esta manera se supone que el gobierno logra colocar bonos por USD 15 mil millones, destinándose USD 3 mil millones para facilitar el crédito a las familias mediante el financiamiento de bienes de consumo durables, USD 5 mil millones para préstamos prendarios para la inversión en bienes de capital y USD 7 mil millones para cédulas hipotecarias. De esta manera se podrán ver determinados cambios en el mercado financiero y sus repercusiones:

- Con respecto a los bienes de consumo, la tasa de mercado actual (6,8%) es similar a la deuda colocada por el gobierno para el plazo a 10/12 años, por lo tanto se mantendría la tasa pero el plazo promedio del crédito actual que es de 5 años, se ampliaría a 8 años con 2 años de gracias, y dados los montos destinados medio millón de hogares del país podrían financiar la compra de una heladera, una cocina y un lavarropas.
- Con respecto a los bienes de capital, la tasa de mercado actual (7,24%) es similar a la de los bonos colocados por el estado nacional a 20 años, pero con estos fondos el plazo promedio de los préstamos que es de 5 años se ampliaría a 15 años con 5 de gracias, permitiendo la compra de 58 mil tractores (10 veces la ventas de 2015) y más de 2 mil cosechadoras (3 veces las ventas en 2015), suponiendo que la financiación es del 75% del precio del bien.
- Por último las cédulas hipotecarias que poseen actualmente una tasa en dólares similar a la deuda tomada por el gobierno a 30 años (8,5%) podrían ampliar el plazo de 15 años a 25, con 5 años de gracia, permitiendo la financiación de 110 mil viviendas, un 50% del stock de viviendas financiadas a 20 y 30 años por PROCREAR desde 2012.



- **Inflación: breve repaso histórico y causas en Argentina**

La inflación consiste en una suba generalizada y persistente de todos los precios de la economía, incluyendo precios de los bienes, salarios e impuestos. Usualmente se calcula a partir de los incrementos porcentuales del costo de vida, es decir, cuánto varía la suma de dinero que paga un consumidor por un conjunto representativo de los bienes y servicios que adquiere habitualmente. Si el nivel general de precios baja en lugar de aumentar, se trata de deflación, fenómeno que puede ser más indeseable que la inflación, porque genera desocupación, quiebras y recesión económica.

En el **¡Error! Argumento de modificador desconocido.** se presenta la variación anual del Índice de Precios al Consumidor de Argentina desde el año 1930 hasta la actualidad. Analizando el mismo, es posible destacar al menos cinco periodos diferentes de acuerdo a las variaciones de los precios, comenzando por un primer periodo que se inicia en el año 1930 y finaliza en el 1944 con una inflación anual promedio del 0,2%, periodo que tuvo tanto años inflacionarios como deflacionarios.

A partir del año 1945 puede apreciarse una aceleración en el aumento de los precios, los que aumentarían en promedio un 26% anual entre aquel año y 1974. En este último periodo se destacan los últimos años del primer periodo de la presidencia de Perón (1949-1952) con importantes restricciones externas sobre la balanza comercial, el “fogonazo inflacionario” del año 1959 bajo el gobierno de Arturo Frondizi y los años 1972 y 1973 años en los que las restricciones externas, la emisión monetaria y a la crisis internacional del petróleo (1973) figuran como las principales razones del proceso inflacionario.

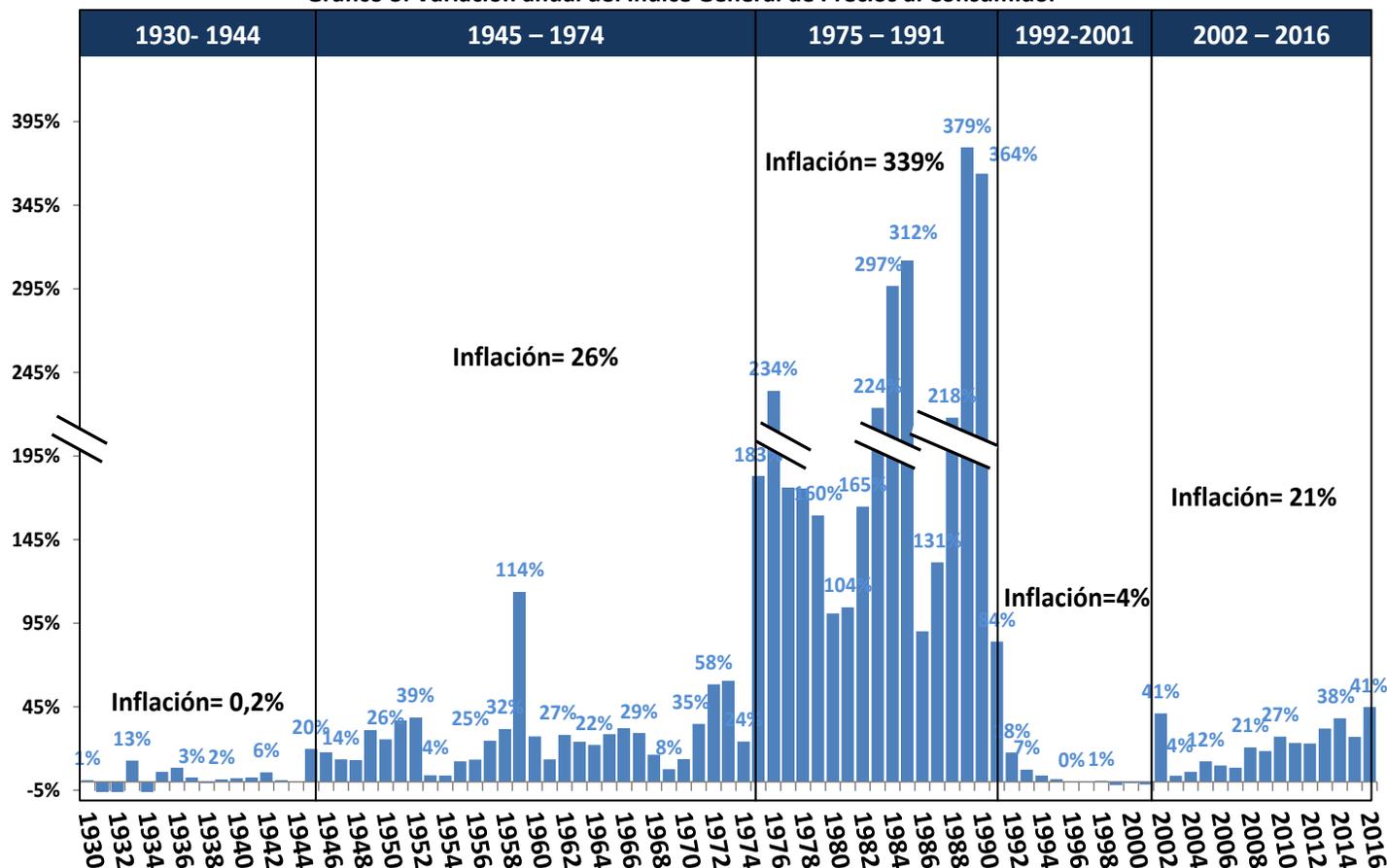
Finalizado el año 1974 comienza el periodo de mayor inflación en la historia económica Argentina que finalizaría en 1991 con la Ley de Convertibilidad del Austral. En esos 16 años la inflación anual fue en promedio del 339%. En 1975 se produce una devaluación y se aplica un aumento generalizado de tarifas y precios, conocido como el “Rodrigazo”, que generó aumentos del índice de precios superiores al 180%. Luego, durante los siete años del gobierno militar (1976-1982) la inflación se mantuvo siempre en valores superiores al 100%. Alfonsín llega al poder en 1983 (vuelta a la democracia) y recibe el país con elevados niveles de inflación, debido a que no se podían superar los efectos de la crisis de la deuda. Esto junto con otros inconvenientes desembocaron en el año 1989 en la primera hiperinflación argentina, con una inflación anual del 3.079%. Una segunda hiperinflación aparece a principios de 1990 con su origen en una corrida cambiaria, generando una variación anual de 2.314% en los precios.

En el año 1991, con la Ley de Convertibilidad se produce un cambio rotundo de modelo económico, y junto comienza un nuevo periodo en la inflación argentina, que se extendería hasta el año 2002. Estas medidas generaron tan buenas expectativas que la inflación promedio anual fue cercana al 4%. Sin embargo, durante los últimos 4 años del periodo se dio un proceso de crisis económica y deflación. En el año 2002 se da fin a la convertibilidad y a la baja inflación a través de una devaluación que se trasladó inmediatamente a precios, alcanzándose una inflación anual para dicho año del 41%.

A partir del año 2003 y hasta la actualidad se destaca un nuevo periodo en la inflación argentina con un nivel de precios en continuo ascenso. La inflación anual promedio para este periodo es del 21%, similar al segundo periodo analizado (1945-1974).



Gráfico 3: Variación anual del Índice General de Precios al Consumidor



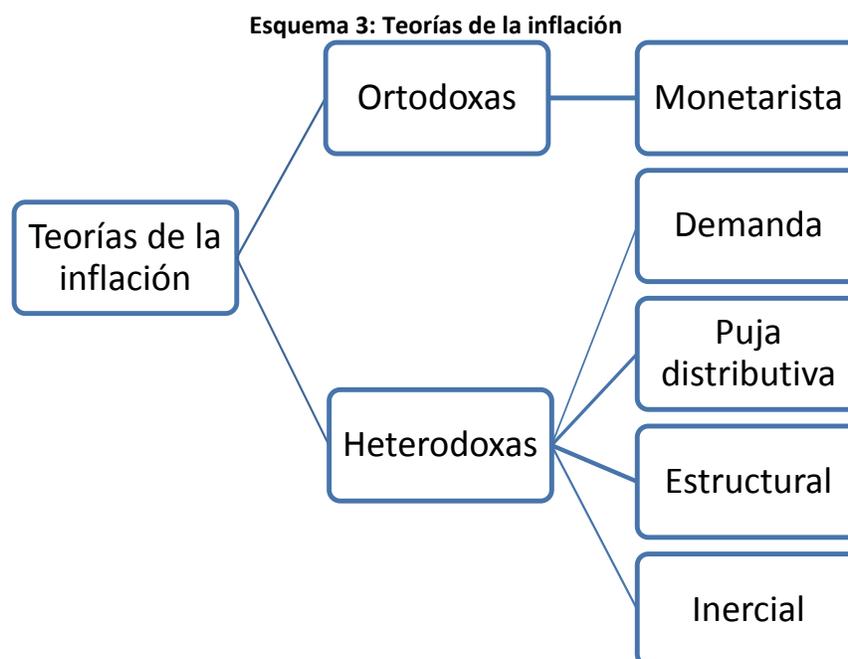
Fuente: IIE sobre la base de OJF, INDEC e IPC- CABA.

Una reflexión interesante surge de comparar el avance anual del nivel general de precios a lo largo del tiempo en Argentina con el de algún país desarrollado, como podría ser Estados Unidos. Tomando la inflación de ciertos años del periodo contemporáneo de la economía argentina, como por ejemplo 1975, 1992, 2002 y 2015, se observa que en el primero de estos años la inflación argentina alcanzó un 183%, superando 26 veces a la de EEUU que fue del 7%. En 1992, debido a la baja en la inflación argentina que alcanzó el 17%, superó 6 veces a la de EEUU (3%). Luego, el avance de los precios del país comenzó a desacoplarse de los internacionales, y en el 2002 la inflación alcanzó el 41%, 17 veces superior a la de EEUU que era del 2,4% y en el año 2015 la brecha se amplió más aún, ya que la inflación argentina fue de un 27%, 38 veces la de EEUU fue solo un 0,7%. Por lo tanto, a pesar que la inflación anual en Argentina se encuentra actualmente en valores menores a los de periodos de elevada inflación como fue el periodo 1975-1991, el desacople respecto a la inflación de países desarrollados se ha acentuado.

En los párrafos anteriores, se realizó una breve descripción de la historia de Argentina en materia inflacionaria. Sin embargo, nada se dijo aún sobre las posibles causas que impulsan dichas variaciones en el nivel general de precios. Existen en la literatura económica diversas teorías que buscan razones que expliquen la inflación, algunas de estas se exponen en el Esquema 3. A continuación, se realiza una breve descripción de cada una de estas:



- **Monetarista:** cuando la tasa de emisión monetaria o cantidad de dinero que se incorpora regularmente a la economía está por encima de la capacidad de absorción de la demanda de dinero o cantidad de dinero que los actores económicos desean atesorar o incorporar a su actividad productiva. Se suele señalar como uno de los motivos de esta emisión en exceso a la necesidad de financiamiento del Estado para cubrir el déficit fiscal corriente.
- **De demanda:** cuando se producen aumentos persistentes de la demanda agregada junto con una situación de pleno empleo de los factores productivos y por lo tanto una oferta que no puede reaccionar para equiparar a la demanda, lo que provoca un incremento en el nivel de precios.
- **Puja distributiva:** sectores que pujan (trabajadores, industria, agro, Estado), donde cada uno presiona sobre el conjunto de la economía para obtener una suba igual o superior al resto a fin de garantizar iguales o mejores condiciones de capacidad de compra. Esta perspectiva teórica algunas veces se asocia a la llamada inflación de costos.
- **Estructural:** cuando la incapacidad de la oferta de ciertos sectores específicos de la economía para reaccionar con velocidad suficiente a los excesos de demanda produce un ajuste al alza en los precios de los bienes asociados. Si estos sectores producen bienes que son insumos críticos para el conjunto de la matriz productiva, se produce un empuje sobre el resto de los precios.
- **Inercial:** cuando los contratos de plazo, formales o fácticos, incorporan subas preventivas hacia adelante en función de la suba de precios ocurridas en períodos previos. Estos ajustes en los contratos producen un arrastre de suba de precios fijando un piso de inflación igual al periodo inmediato.



Fuente: IIE.

Conectadas a cada una de estas teorías existen ciertas variables que en el caso de Argentina sirven de evidencia empírica de que al menos cuatro de estas razones han sido la causa de la inflación en nuestro país.



En un primer lugar, la emisión monetaria durante el año 2015 fue un 29% anual, dinero que se utilizó en parte para cubrir el déficit fiscal que fue de un 6,8% del PBI. Por otro lado, y relacionado con la puja distributiva, todos los años se realizan negociaciones entre los sectores, conocidas como “paritarias”, destacándose aquellas que se dan entre los asalariados y el sector privado, y entre empleados públicos y la administración pública, en las que se negocia el ajuste de los salarios para recuperar el poder adquisitivo perdido debido a la inflación. A principios del año 2016 dichos ajustes fueron cercanos a un 30% del salario bruto, variando según el sector. También pueden incorporarse dentro de la puja distributiva al aumento de las tarifas públicas, con el objetivo de disminuir las erogaciones del Estado. Un ejemplo claro que se ha dado a lo largo del año 2016 para combatir la inflación estructural fue la inversión en sectores como el de energías renovables, con el fin de mejorar la productividad. Por último, algo habitual en Argentina es la indexación de contratos para resguardarse ante aumentos futuros de los precios; un ejemplo de esto son los ajustes realizados al renovar los contratos de alquiler de inmuebles que superan en la actualidad el 30% del valor anterior del contrato.

Otra de las cuestiones incluidas en la bibliografía económica referida a la inflación, además de las razones que la explican, es la discusión sobre cuánta inflación debe ser considerada moderada, elevada o muy elevada. En términos generales, es posible considerar como moderada a una inflación inferior al 15% anual, elevada cuando supera este valor y muy elevada cuando es mayor al 50%. Si tenemos en cuenta el periodo de la economía contemporánea argentina (1975-2016), la inflación fue muy elevada en 17 de los 42 años que abarca el periodo (40% de los años); en 11 años la inflación se mantuvo elevada (26% del periodo); y solo en los restantes 14 años fue moderada (33% del periodo).

A modo de cierre, considerando que la Argentina se encuentra desde el año 2003 en un nuevo periodo inflacionario persistente, y con niveles de inflación similares a los que antecedieron al periodo de mayor inflación en la historia económica de nuestro país (1975-1991), resulta importante realizar un análisis de las causas y consecuencias irreparables del fenómeno de la inflación. A fin de no volver a caer en un periodo de inflación muy elevada se deberá trabajar sobre las variables que la teoría indica actúan como causas de la inflación: emisión excesiva de dinero y alto déficit fiscal, puja distributiva, oferta inelástica e indexación de precios.