



FUNDACION DE
INVESTIGACIONES
ECONOMICAS
LATINOAMERICANAS

Coyuntura económica, transición y después

Fernando Navajas

Academia Nacional de Ciencias Económicas
Noviembre 20, 2019

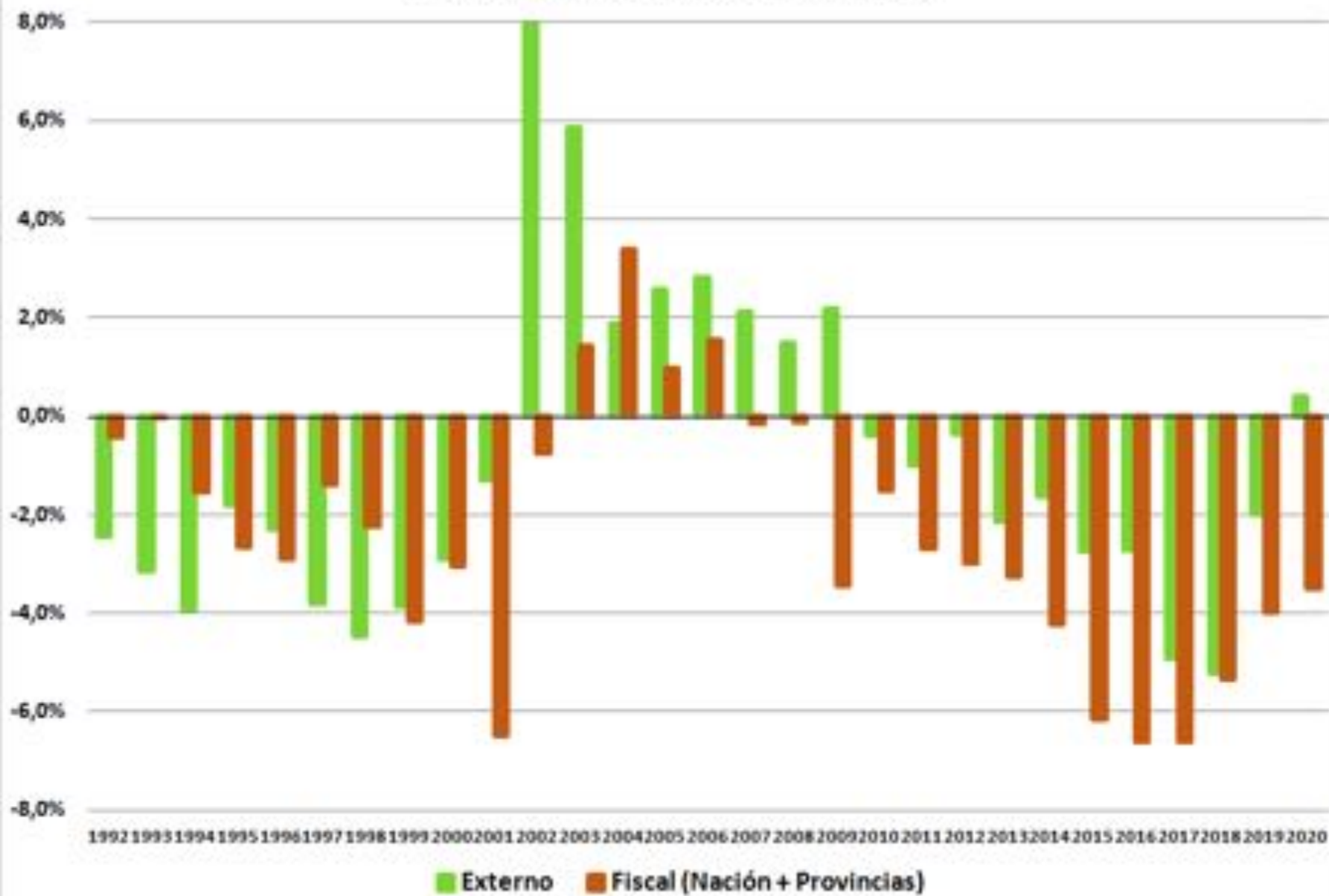
Temario

- Condiciones iniciales
 - El diagnóstico inicial sobre condiciones y shocks en curso
- Desafíos inmediatos
 - La función de respuesta de política económica o el esquema inicial o de salida
- Desafíos centrales/estructurales
 - Pacto social es pacto fiscal e incluye a la renegociación de la deuda

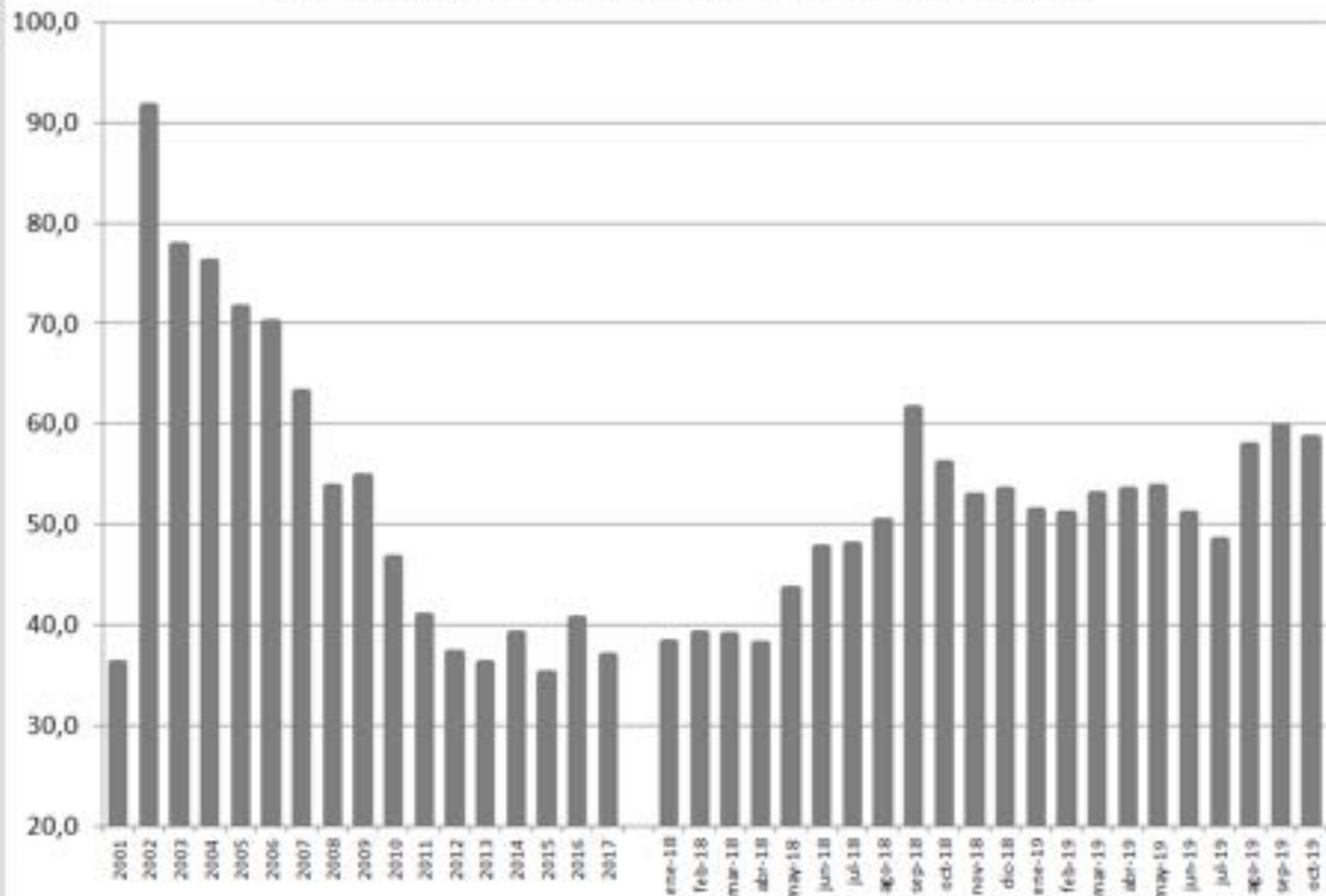
PIB ajustado por estacionalidad (2017 = 100)



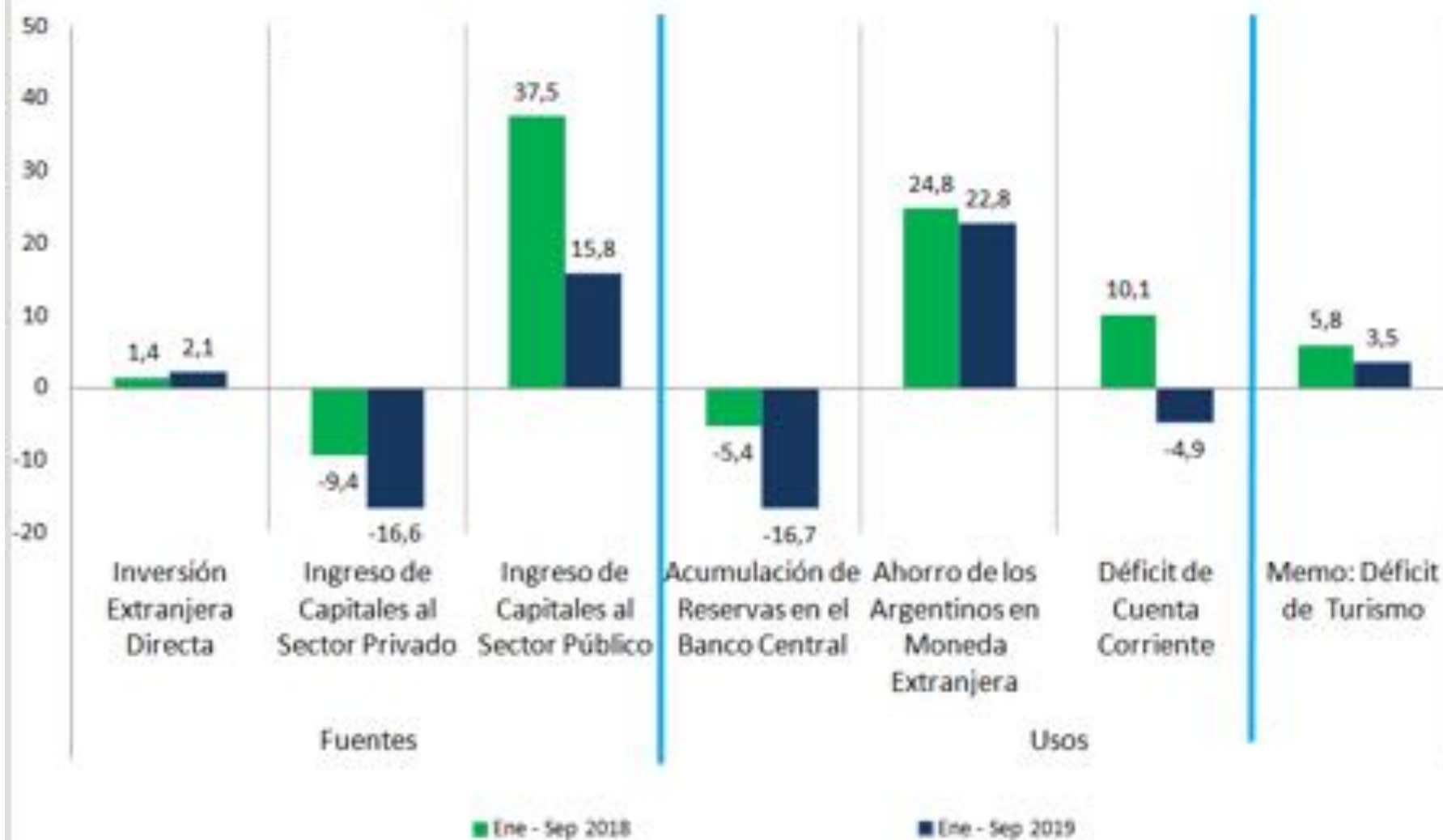
Balance Fiscal y Externo (% del PIB)



Tipo de cambio real \$/USD a valores de octubre de 2019



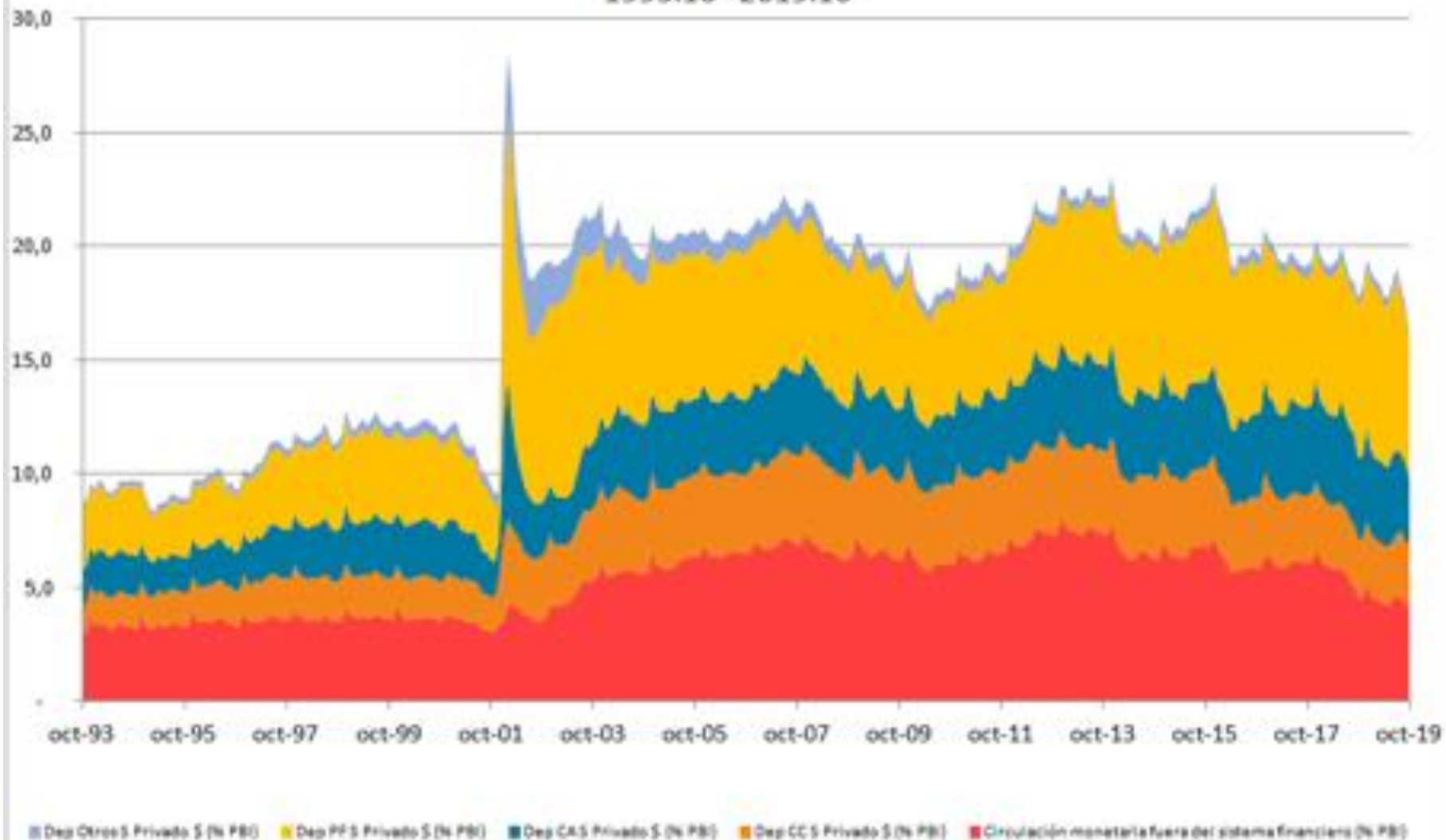
Balance Cambiario de Argentina
Fuentes y Usos de Divisas
Miles de millones de Dólares
Acumulado Ene-Sep 2018 vs Acumulado Ene-Sep 2019



M3 Privado en pesos

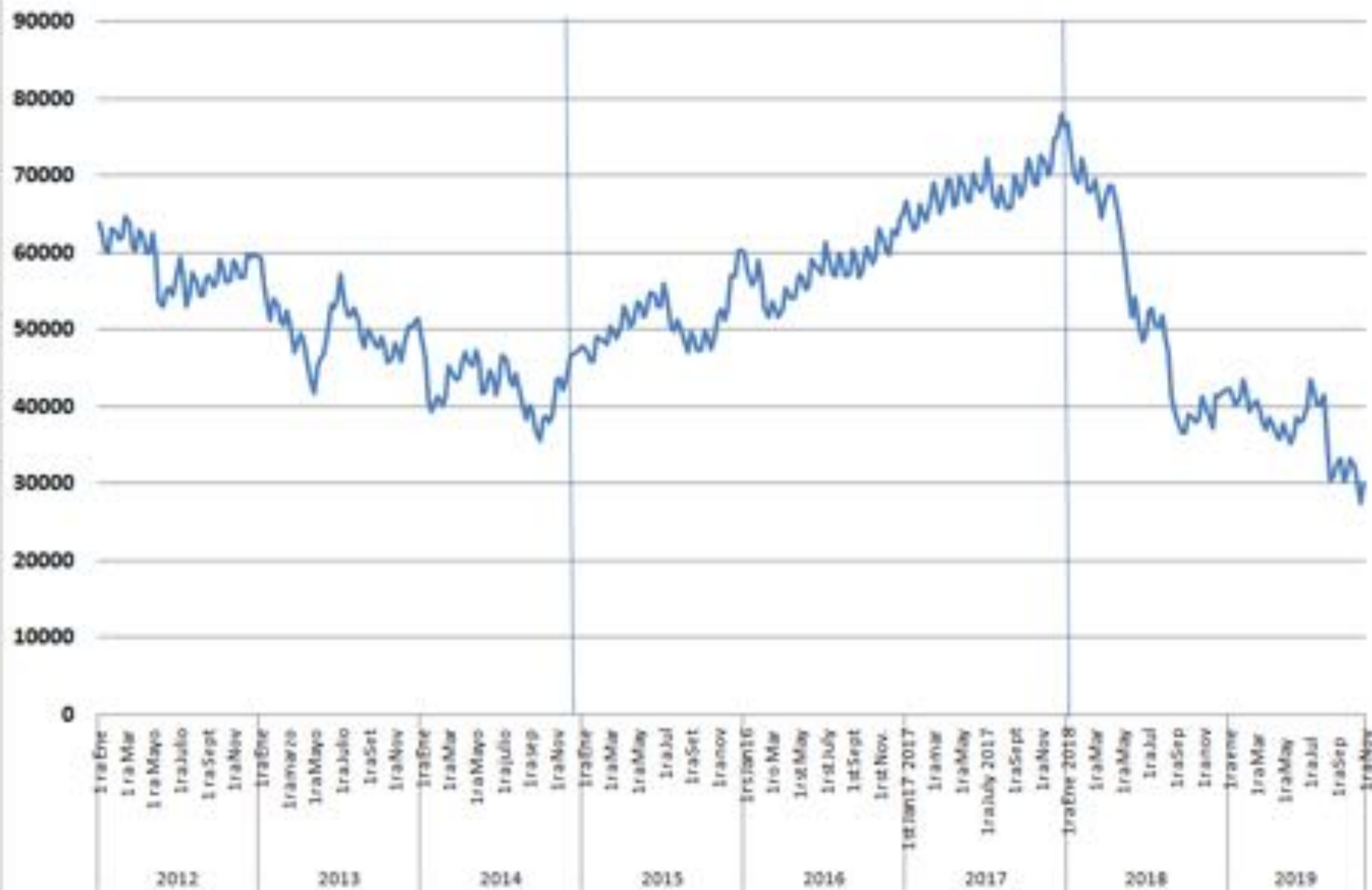
En % del PBI

1993.10 - 2019.10



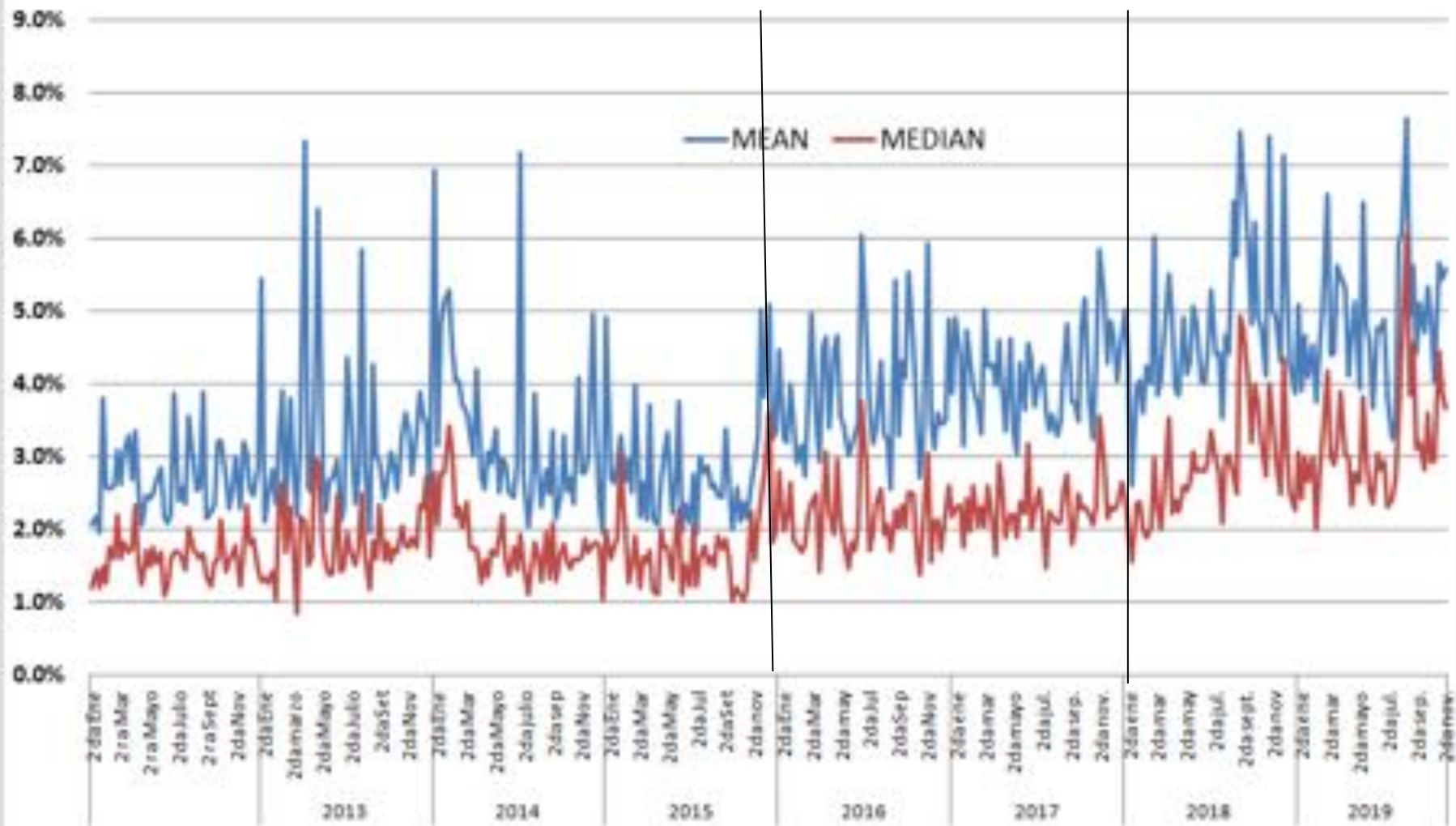
M2 Privado en Dólares

1ra sem Enero 2012 1 ra sem Nov 2019



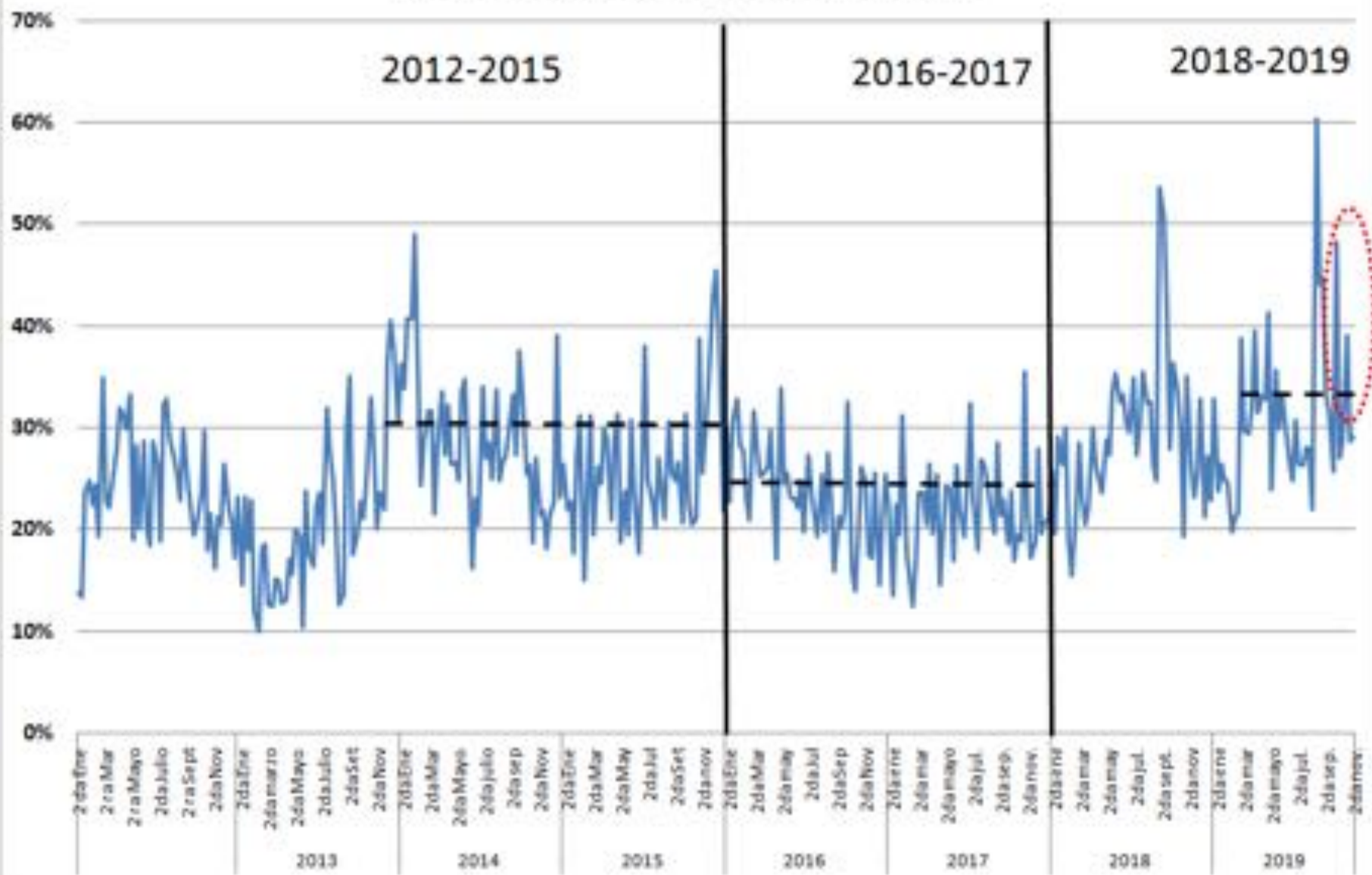
Weekly Mean (Blue) and Median (red) rate of CORE inflation BsAs (FIEL)

1st week January 2012 to 2nd week Nov 2019

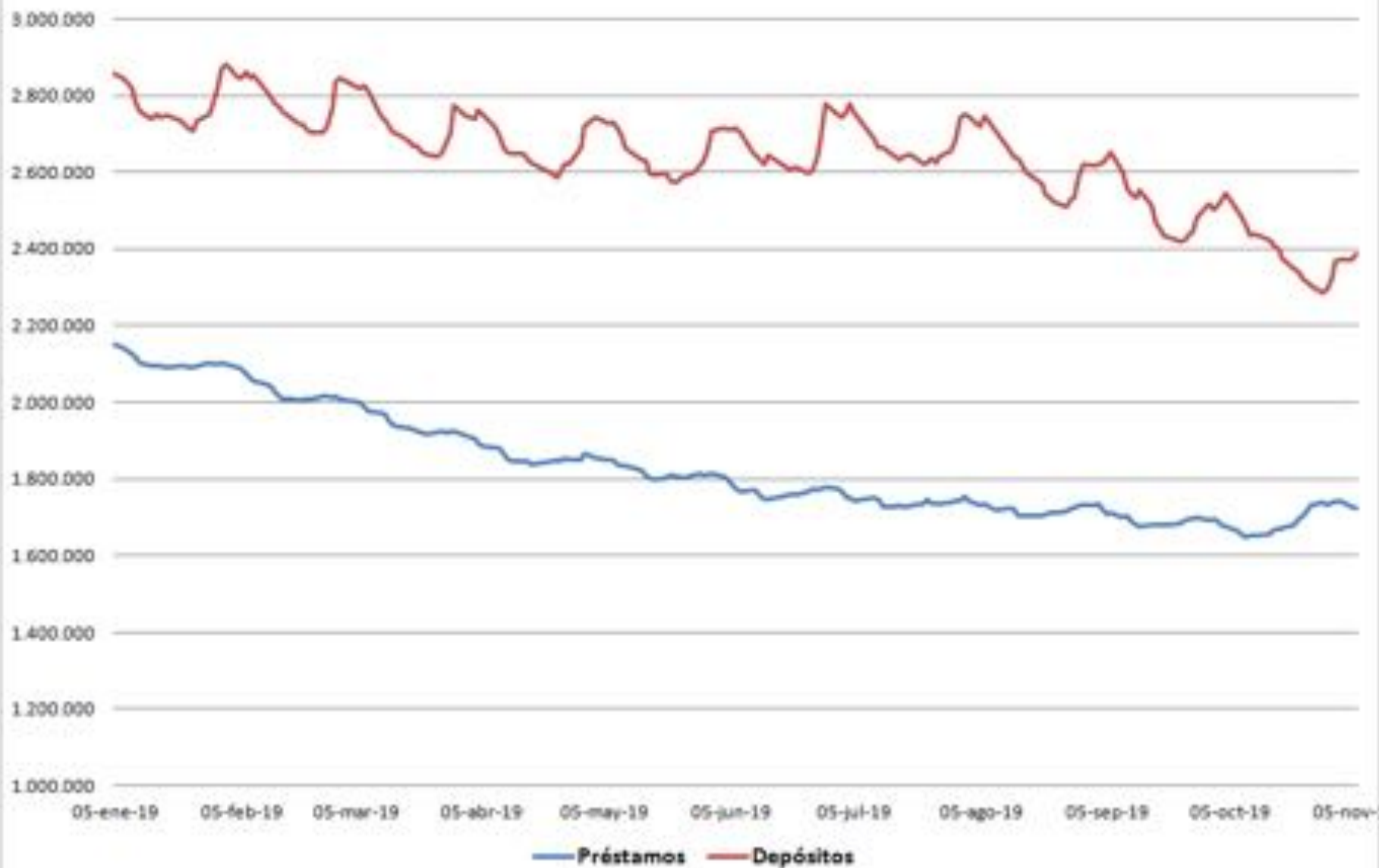


Percentage of CORE prices (6 digit) that rise in a week

1st week January 2012 to 2nd Nov 2019



Préstamos y depósitos sector privado en Moneda nacional. Pesos constantes de octubre 2019



Depositos y Préstamos. Sector privado en moneda extranjera. Millones de USD

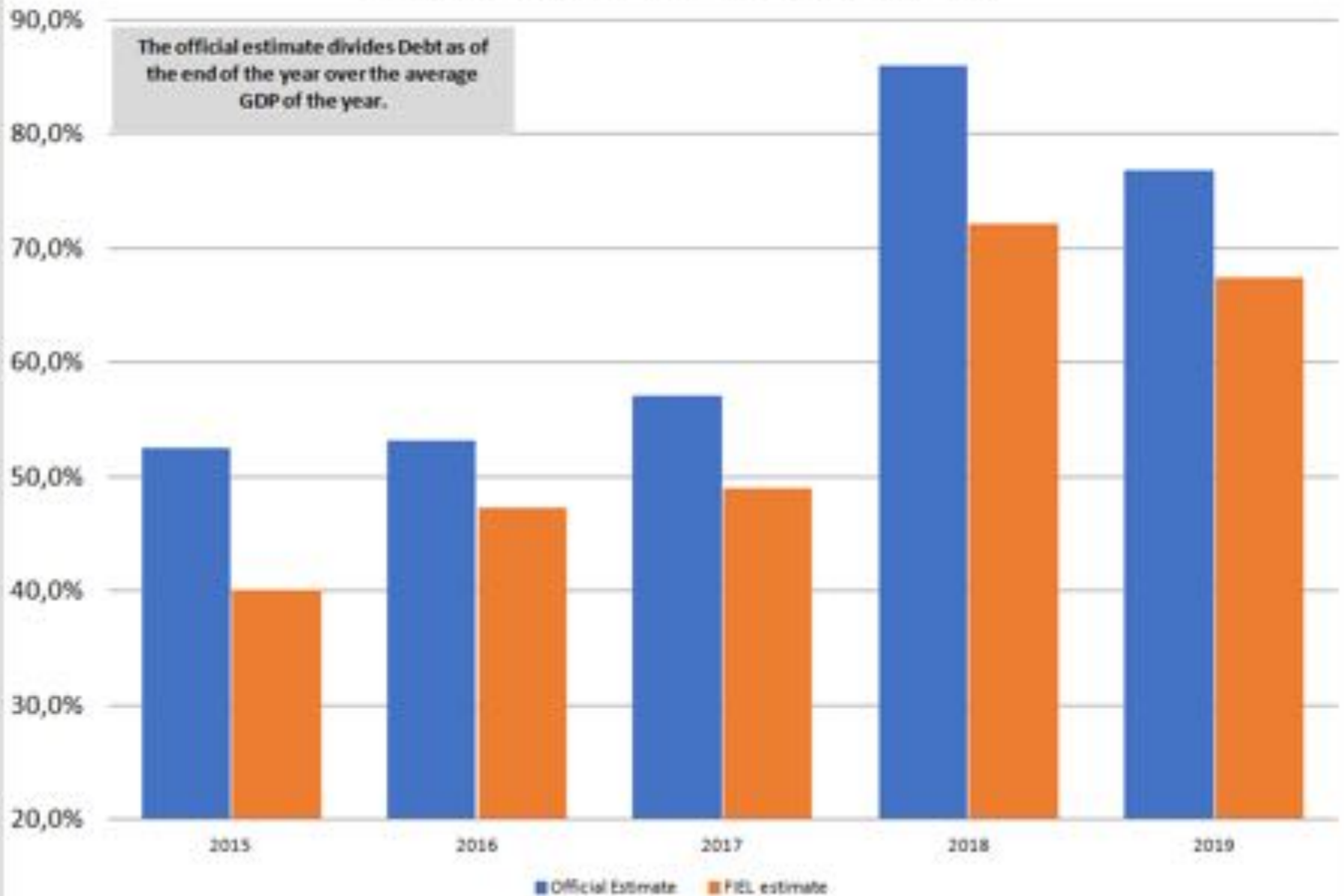


	Préstamos en USD al sector privado	Depositos en USD del sector privado	Préstamos en Pesos al sector privado	Depositos en Pesos del sector privado
1 de enero al 9 agosto	910	3.414	-455.119	-153.391
9 agosto al 5 noviembre	-4.597	-13.683	6.217	-313.905
1 de enero al 9 agosto	6%	12%	-21%	-5%
9 agosto al 5 de noviembre	-28%	-42%	0%	-12%
Acumulado desde 1 Enero	-24%	-35%	-21%	-16%

Millones de USD	15-dic-15	31-dic-18	30-jun-19	30-sep-19	31-oct-19
Reservas Brutas	24.290	65.786	64.278	48.703	43.260
Encajes de Argendólares	9.513	14.151	15.607	8.725	7.963
DEG +Deuda con Organismos	635	3.134	3.130	3.105	4.113
Swaps Francia + China	11.075	19.800	19.800	19.800	19.800
Depósitos del Gobierno Nacional	2.226	13.944	9.884	5.306	2.360
Reservas Netas	840	14.756	15.858	11.767	9.025

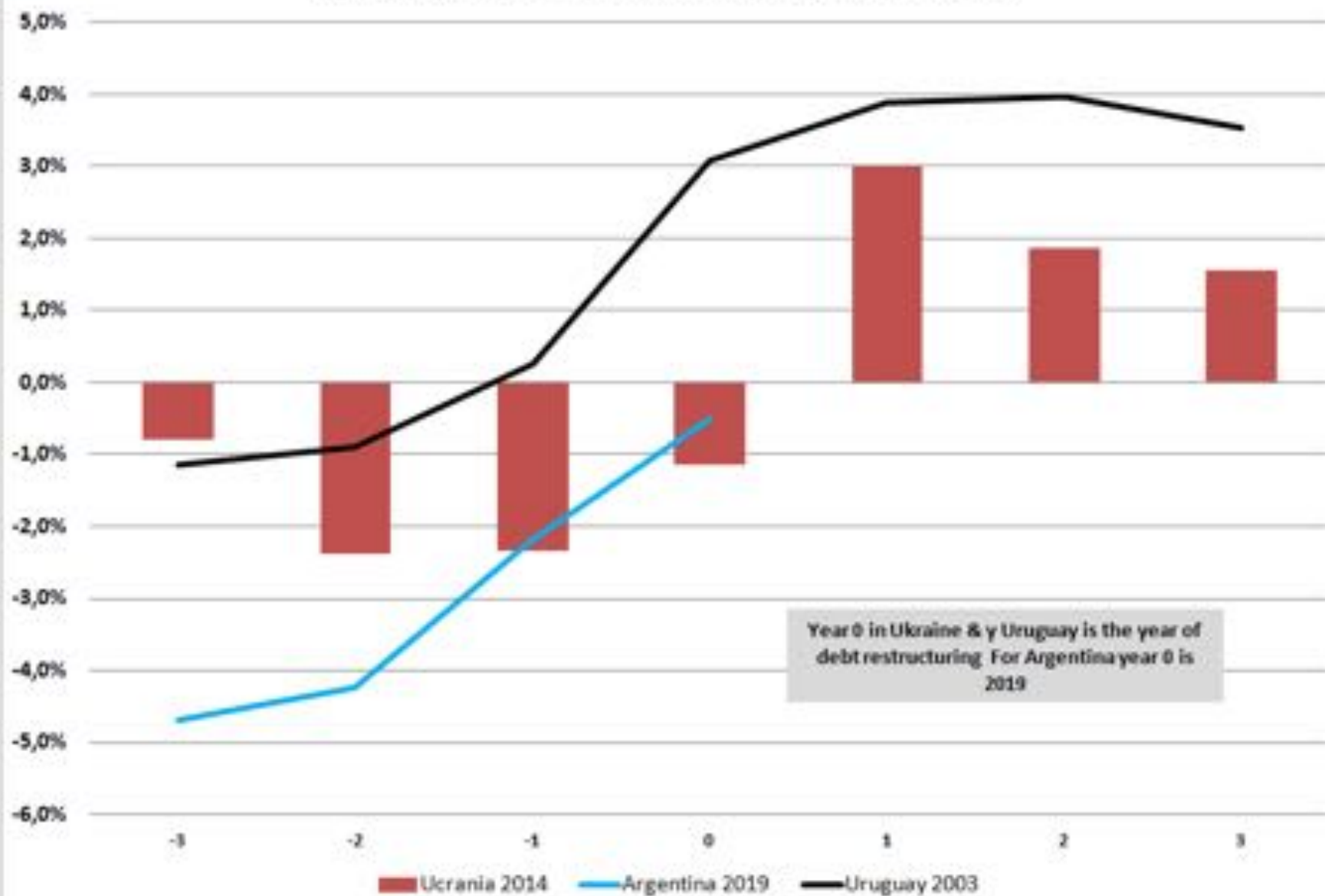
	Stocks	
	Jun. 30, 2019	Aug. 31, 2019
Bonds, Private sector	126.729	109.078
In AR\$	30.644	23.067
In USD, Argentine law	33.106	23.042
In USD, Foreign law	62.978	62.969
Bonds, Central bank	78.448	74.634
In AR\$	13.296	9.482
In USD, Argentine law	64.144	64.144
In USD, Foreign law	1.008	1.008
Bonds, ANSES and others	32.049	27.158
In AR\$	17.774	15.696
In USD, Argentine law	11.424	8.611
In USD, Foreign law	2.852	2.852
Multilaterals	68.073	73.204
IMF	38.940	44.362
Short-Term Debt (Public & Private)	29.407	23.496
In AR\$	16.554	11.214
of which: Private	12.709	9.408
In USD, Argentine law	12.854	12.282
of which: Private	9.601	8.924
TOTAL	314.706	307.570
Arrears	2.561	2.561
TOTAL DEUDA BRUTA	317.267	310.131

Federal Government. Public Debt % of GDP



Intereses más capital en millones de USD	Nov-Dec	2020	2021	2022
Bonos en USD. Sector Privado	1.112	9.553	10.580	10.373
de los cuales Ley extranjera	484	4.188	8.097	8.035
Multilaterales	968	6.857	8.319	22.381
Deuda de corto plazo	1.340	5.890	0	0
Total Sector privado y multilaterales en USD	3.903	22.300	18.899	32.754
Total en Pesos Sector privado	1.161	14.783	4.472	1.295
Total Sector privado y multilaterales en USD y Pesos	5.064	37.083	23.371	34.049
BCRA y otros públicos	4.262	14.419	14.996	16.569
Servicio de la deuda TOTAL	9.326	51.503	38.367	50.618
Memo item		2.020		
Intereses sector privado en USD		5.105		
Intereses multilaterales en USD		2.784		
Intereses Sector privado en Pesos		2.636		

Primary Balance General Government % of GDP



Pacto social es pacto fiscal

- Una forma de ver el pacto social es como una variante de política de ingresos y administración del conflicto distributivo y su impacto en la inflación.
 - Ese es el modelo que prevalece en la cabeza de muchos en el nuevo gobierno
- Inflación alta es variabilidad de precios relativos e invitación a la puja, en el sentido del modelo estructuralista de Olivera (1964) y de Canavese (1979). Dinero pasivo a la Olivera (1970) es un ingrediente de este modelo
- Pero alta inflación viene acompañada de dominancia fiscal y emisión. Bajo dominancia fiscal el dinero es “pasivo” (en un sentido distinto al de Olivera, 1970) al movimiento del presupuesto (déficits).
 - Los déficits a su vez son un resultado de algún equilibrio institucional o político-económico. Es decir el modelo se vuelve estructuralista por el lado de los “soft budgets”
- Variantes de modelos de “common pool” han sido usados para explicar alta inflación (eg. Heymann, Navajas y Warnes (1991), Aizenman(1992), Cooper y Kempf (2001)).
 - Todos estos modelos describen un gobierno central “débil” frente a grupos de interés que perforan el presupuesto y descontrolan la política monetaria.

Pacto social es pacto fiscal(2)

- En Heymann y Navajas (1989) hay una lectura de la experiencia argentina, bajo este prisma. Las “ventanillas” fiscales se abren por la acción de 4 ámbitos: a) Provincias, b) Servicios públicos, c) Jubilaciones, y d) Acreedores
 - Este esquema no sólo está vigente, se ha vuelto más complejo 30 años después. Hoy hay un 5to espacio que no estaba entonces !!
- Hay un conflicto distributivo que endogeneiza “transferencias” fiscales. ¿De dónde vienen las “demandas”? ¿Son exógenas o inducidas?
 - Desigualdad, “voz” y democracia directa en el siglo XXI.
 - Reclamos de base legal/constitucional (pasivos sociales)
- Representación: Las “demandas” o la expansión que las induce alimentan una puja que derrama sobre el gasto del SPNF, tal que requiere devaluación nominal (para la meta cambiaria) alta.
- Efecto demanda de dinero / equilibrios múltiples/función de reacción agravan esto

Conclusiones

1. El diagnóstico es el de una trampa estanflacionaria difícil de sortear. Es el escenario de baja productividad/crecimiento y alta inflación de los 70s y 80s, pero con variantes/diferencias significativas.
2. La “policy reaction function” del comienzo de la gestión de FF es fundamental para la suerte de lo que viene después, como lo fue en Diciembre de 2015
3. Los elementos estructurales son aquellos que nos sacan de la trampa estanflacionaria. El pacto social puede (¿debe?) ser visto como un pacto fiscal. Es más importante de lo que se cree y NO por lo que se cree (control de precios y salarios, etc).
 - Es parte del ámbito de coordinación fiscal necesario para evitar un equilibrio malo de muy alta inflación, renegociar la deuda y lograr alguna consolidación fiscal.

Referencias

- Aizenman, J. (1992), “Competitive externalities and the optimal seigniorage”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 24 (February): 61–71.
- Canavese A. (1979), “La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”, 11.
- Cooper R. and H. Kempf (2001), “Dollarization and the Conquest of Hyperinflation in Divided Societies”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 25, No. 3, Summer 2001, pp. 3–12
- Heymann D. y F. Navajas (1989), “Conflicto Distributivo y Déficit Fiscal: Notas sobre la experiencia Argentina”, *Desarrollo Económico*, vol. 29, pp.309-29
- Heymann D., F. Navajas e I. Warnes, (1991). “Conflicto Distributivo y Déficit Fiscal: Algunos Juegos Inflacionarios”, *El Trimestre Económico*. N°229, Enero-Marzo.
- Navajas F. (2009) “¿A qué hay que temerle?”,
<http://www.ucema.edu.ar/conferencias/download/2010/09.06.Navajas.pdf>
- Olivera, J.H.G. (1964). La inflación estructural y el estructuralismo latinoamericano. *Estudios Económicos*, 3(5/6), 55-72
- Olivera J.H.G. (1970), “On Passive Money”, *Journal of Political Economy*, 78, pp.805-14
- Olivera J.H.G, (1980), “Estanflación estructural”, *Desarrollo Económico*, Vol. 20, No. 77, pp. 41-48