

Argentina: Situación actual y perspectivas

Miguel Ángel Broda

Asociación Argentina de Economía Política

Tucumán. Noviembre de 2016.

I. EI MUNDO, Mr. TRUMP Y SUS CONSECUENCIAS PARA LA ARGENTINA

II. ¿DÓNDE ESTAMOS? ¿LA ECONOMÍA ESTÁ CERCA DE TOCAR FONDO?

III. ¿QUÉ INTENSIDAD Y QUÉ DURACIÓN PODRÍA TENER LA RECUPERACIÓN?

- ¿Qué podemos aprender de los tres períodos recesivos previos?
- ¿Qué características son distintas en esta recesión para entender cómo sigue?
- Luce optimista el pronóstico de crecimiento del consenso para 2017. ¿Por qué?

IV. ¿SERÁ LA RECUPERACIÓN MODERADA DE 2017 EL COMIENZO DE UN PROCESO DE CRECIMIENTO LARGO O MÁS BIEN UN REBOTE CÍCLICO?

I. EL MUNDO, Mr. TRUMP Y SUS CONSECUENCIAS PARA LA ARGENTINA

- **La economía mundial está atrapada hace años en una espiral de modesto crecimiento y baja inflación.** La FED y los principales bancos centrales del mundo idearon de todo –tasas cero, el QE, el forward guidance- pero no lograron ni fabricar más crecimiento ni alcanzar la bendita inflación del 2% anual.
- 2016 fue otro año de pérdida de dinamismo del producto y del comercio global (aunque el segundo semestre fue mejor que el primero).
- **En este contexto, Donald Trump se impuso sorpresivamente en las elecciones presidenciales de EEUU.**
- **La respuesta de los mercados a la victoria de Mr Trump fue mejor a la esperada.** Las bolsas subieron en los últimos 5 días. El dólar se apreció casi 3% contra el Euro. La tasa de un Treasury a 10 años trepó hasta 2.22%. Mientras los capitales se retiran del mundo emergente y fluyen hacia los Estados Unidos.
- ¿Qué pasó? ¿Por qué de pronto irrumpió una ola de optimismo? **La realidad es que Trump prometió que resucitará la economía de EEUU y Wall Street le creyó.** Trump irá por una reducción agresiva de impuestos

corporativos y personales, incentivos a la repatriación de capitales y desregulación en muchos sectores. En particular, quiere reducir de 35% a 15% la alícuota del Impuesto a las Ganancias para las corporaciones. El objetivo es claro: reavivar los *animal spirits*, que regrese el clima pro negocios y apuntalar la economía norteamericana. **Esta política fiscal expansiva (más por baja de impuestos que por el aumento del gasto en infraestructura) ha generado la expectativa de un mayor crecimiento del PBI nominal de EEUU (ya sea por mayor crecimiento real y/o por mayor inflación).**

- **En cuanto a la FED, todo sigue encaminado para diciembre.** Por ahora, el resultado de la elección no afectó las muy altas probabilidades de que la FED aumente su tasa de interés en la próxima reunión del 14 de diciembre. Aunque si las expectativas de una aceleración del crecimiento y aumento de la inflación se cumplen, la tasa de interés aumentaría más rápidamente (de todos modos aun se espera que las tasas permanezcan más bajas que los estándares históricos).

NUESTRA OPINIÓN: Es probable que repunte el crecimiento de la economía norteamericana en 2017, pero será a costa de menor crecimiento futuro. Las ideas proteccionistas de Trump atentan contra todo aquello que posibilitó la prosperidad y la reducción de la pobreza en los últimos 50 años.

I. CONSECUENCIAS PARA EL MUNDO, LA REGIÓN Y LA ARGENTINA

- **BUENO PARA EEUU, MALO PARA EL MUNDO.** Si bien los mercados consideran que el desembarco de Trump en la Casa Blanca puede ser bueno para EEUU, el riesgo de reversión de las políticas de integración comercial y el posible aumento del proteccionismo en EEUU, son, sin duda, una mala noticia para la economía mundial. Menos comercio de bienes y servicios implica menor productividad y competencia, con la consecuente reducción de la tasa de crecimiento potencial del PBI mundial.
- **BUENO PARA EEUU, MALO PARA EUROPA.** La intención de Trump de poner a "Estados Unidos primero" podría dañar las exportaciones de Europa y aumentar los riesgos políticos, por el incremento del apoyo a los partidos euroescépticos y nacionalistas en los países de la Zona Euro
- **BUENO PARA EEUU, MALO PARA EL MUNDO EMERGENTE.** El mundo emergente está sufriendo: los capitales se retiran y regresan a EEUU, sus monedas se deprecian, los precios de las commodities agrícolas cayeron, en torno a 5% y aumenta el riesgo país de los países emergentes, para quienes se encareció la posibilidad de tomar deuda.
- **BUENO PARA EEUU, MALO PARA LA ARGENTINA.** Principalmente por el riesgo del empeoramiento de las condiciones financieras internacionales

I. Mr TRUMP Y LAS CONSECUENCIAS NEGATIVAS PARA LA ARGENTINA

- **FINANCIAMIENTO**: El plan económico del presidente Macri es demasiado dependiente de la capacidad de endeudamiento externo. Por lo tanto, el aumento del costo de endeudamiento externo (y/o una menor fluidez de los flujos) constituyen una mala noticia para la Argentina. Si las condiciones financieras empeoraran más, el FMI tampoco descarta que el Gobierno termine reduciendo un poco el déficit fiscal, lo que repercutiría sobre el nivel de actividad. La alternativa sería volver a recurrir a una mayor emisión del Banco Central o al uso de reservas.
- **COMERCIO**: El mayor proteccionismo de EEUU podría tener un impacto en algunos sectores de la economía local. El mercado estadounidense no es tan relevante como en el pasado, pero sigue siendo clave para algunos productos como el azúcar, el vino, el aluminio, algunos químicos y el petróleo crudo. La visión más proteccionista del presidente electo podría además poner en peligro algunos avances que se han logrado en la agenda bilateral en los últimos meses; en particular, la apertura de los mercados de limones y carne, y la reciente decisión de evaluar la re-inclusión de la Argentina al Sistema Generalizado de Preferencias (SGP). El regreso al SGP permitiría al país contar con beneficios aduaneros en unas 500 posiciones arancelarias.

I. Mr TRUMP Y LAS CONSECUENCIAS NEGATIVAS PARA LA ARGENTINA

- **INVERSIONES**: Habrá menos inversión extranjera directa. Como Trump pretende bajar impuestos en EEUU y, además, brindar incentivos para la repatriación de capitales, lo más probable es que ello haga menos atractivo invertir en la Argentina. Una mala noticia para un Gobierno que pretende apoyarse más en la inversión y en la exportación para crecer.
- **BLANQUEO DE CAPITAL**: Con el discurso antirregulación de Trump (y su interés por conservar capitales en EEUU) es probable que el intercambio de información tributaria se vea trabado, y esto es un problema a la hora de pensar en el blanqueo. Trump asume en enero y el blanqueo cierra en marzo, por lo que habrá una zona de intersección. El triunfo de Trump seguramente le costará a la Argentina varios millones de dólares de personas que podrían tomar el riesgo de "continuar en las sombras bajo el paraguas del nacionalismo republicano".

I. EL TELÓN DE FONDO. UN MUNDO QUE ESTÁ CAMBIANDO

- **Lo que ha sucedido en los EEUU se inscribe en una tendencia global, en la que se revaloriza el nacionalismo en lo político, el proteccionismo en lo económico y se reclama contra la inmigración.**
- El antiliberalismo y la prédica antiglobalización es uno de los hilos que hoy une el trumpismo, el voto a favor del Brexit, el putinismo y la aparición de movimientos nacionalistas populistas en Europa (como PODEMOS en España, Le Pen en Francia, etc).
- **El problema central es que no basta con generar PBI, el talón de Aquiles -tanto en EEUU como en el resto de las economías avanzadas- es la distribución de los frutos.** Si bien el auge del capitalismo y el proceso de globalización de los últimos 25 años ha dado lugar a la etapa de mayor crecimiento global de la historia (con picos en las tasas de expansión mundial entre 2003 y 2007) y ha posibilitado que cientos de millones de personas salgan de la pobreza, la realidad es que **el liberalismo ha fallado en "compensar a los perdedores"**.
- Los que hoy se sienten atraídos por los discursos populistas tanto en EEUU como en Europa tienen quejas económicas y sociales. **En lo económico, hay personas que han salido perdiendo, o no han ganado tanto como** 8

I. EL TELÓN DE FONDO. UN MUNDO QUE ESTÁ CAMBIANDO.

otros. Sus ingresos están estancados o se han reducido. Sus puestos de trabajo fueron tomados por trabajadores en la India o China (donde, insistimos, cientos de millones de personas se han beneficiado con la globalización), por los inmigrantes dispuestos a trabajar por menos dinero, o peor aún, por las máquinas en una etapa de automatización digital sin precedentes.

- En lo social/cultural, los perdedores manifiestan que "ya no reconocen a su país" por las repercusiones de la inmigración, la globalización y la velocidad de los cambios. Y, por lo general, **aparece la tentación de "culpar al otro"**. **Trump logró como nadie entender este fenómeno y el creciente malestar al interior del país. De ahí su retórica en contra de los mexicanos y de los musulmanes.** En Francia, también ocurre: hay quejas por los musulmanes, muy numerosos. En Reino Unido, por los polacos, que son el blanco de la ira de la clase trabajadora blanca.
- **En fin. El mundo está cambiando. El populismo está presente en Europa, Latinoamérica y ahora se fortalece en EEUU, el país (aunque en declive) dominante en el mundo. Hay descontento con el sistema hasta ahora conocido. Esto eleva la incertidumbre para adelante.**

I. RESUMIENDO EL ESCENARIO EXTERNO PARA LA ARGENTINA....

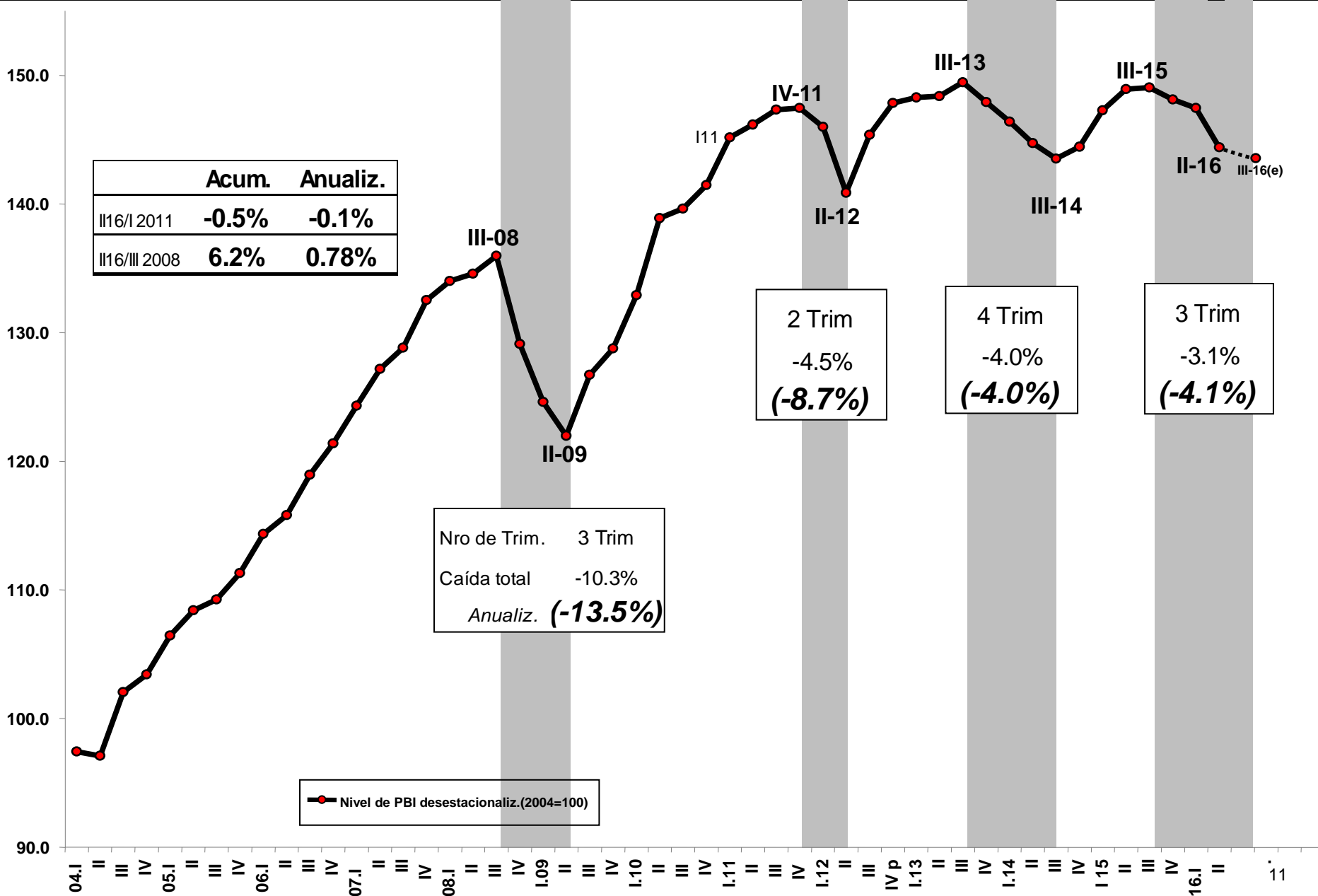
La estrategia del presidente Macri se basa en (1) una política fiscal expansiva para apurar la reactivación financiada con deuda (en buena medida, externa) y (2) una política monetaria de metas de inflación que implica tasas de interés reales positivas para bajar la inflación.

Con ello en mente, el triunfo de Donald Trump implica:

- Una mayor tasa de interés para la Argentina, en un contexto en que será más difícil el financiamiento externo.
- Un mayor crecimiento de EEUU en 2017. Pero un menor crecimiento de la economía mundial.
- Menos IED para la Argentina, una mala noticia para un Gobierno que pretende apoyarse más en la inversión.
- Un aumento del proteccionismo, que hace más difícil el deseo de incrementar nuestras exportaciones.
- Y, por otra parte, América Latina mostraría un leve crecimiento, tras dos años de caída del PBI regional.

CONCLUSION: El escenario externo era moderadamente benigno para la Argentina antes de Trump. Ahora, post Trump, será básicamente neutro.

II. ARGENTINA: CUATRO RECESIONES EN 9 AÑOS. DÓNDE ESTAMOS Y CÓMO SIGUE



	Acum.	Anualiz.
II16/I 2011	-0.5%	-0.1%
II16/III 2008	6.2%	0.78%

Nro de Trim. 3 Trim
 Caída total -10.3%
 Anualiz. **(-13.5%)**

2 Trim
 -4.5%
(-8.7%)

4 Trim
 -4.0%
(-4.0%)

3 Trim
 -3.1%
(-4.1%)

● Nivel de PBI desestacionaliz.(2004=100)

II. DÓNDE ESTAMOS EN MATERIA DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

ACTIVIDAD: La economía aún no toca fondo. Siguió cayendo en el IIIT16.

- Según nuestras estimaciones, el PBI oficial mostraría en el IIIT-16 una caída interanual de entre 3.0% y 3.5% y si bien se registraría una desaceleración de la caída trimestral, la variación contra el trimestre previo volvería a ser negativa (del orden de -0.5% IIIT16 contra IIT16).
- Tras la fuerte caída de julio, hubo una leve recuperación en agosto, pero los indicadores sectoriales sugieren que la actividad agregada habría vuelto a caer en septiembre. **Septiembre fue un mal mes y octubre arrancó flojo.**
- Hay "brotes verdes" en la construcción, la industria moderó su caída, pero todavía sin tendencia firme, mientras los volúmenes vendidos en supermercados y shoppings siguen exhibiendo caídas interanuales sin desaceleración de las caídas mensuales (en términos desestacionalizados).

INFLACIÓN: Octubre mostró una inflación alta (de entre 2.5% y 3% mensual) por prepagas y la suba del gas. Incluso la inflación core (o núcleo) que venía bajando muy lentamente volvió a subir el mes pasado. Pero noviembre traería buenas noticias: la inflación del mes rondará entre 1.5% y 1.7%, con los alimentos mostrando una suba de 1.1%, inferior a la registrada en octubre (de 1.5%).

II. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA HABRÍA VUELTO A CAER EN EL IIIT16

Var. %	PBI Oficial			Arrastre p/prox año
	Var.a/a	Var.t/t	Anualizada	
2014	-2.5			-0.2
IT 15	0.1	2.0	8.2	
II	3.8	1.1	4.5	
III	3.5	0.1	0.4	
IV	2.3	-0.6	-2.4	
2015	2.5			-0.1
IT 16	0.4	-0.5	-2.0	
II	-3.4	-2.1	-8.1	
III (e)	-3.2	-0.4	-1.5	
Acum. 9 Meses	-2.0			

EMAЕ *	
Var.a/a	Var.t/t
-3.0	
0.1	2.0
3.8	1.1
3.5	0.1
2.3	-0.6
2.5	
0.4	-0.5
-3.4	-2.1
-4.0(e)	-1.0
-2.4	

IGA Ferreres		
Var.a/a	Var.t/t	Anualizada
-2.7		
-0.4	1.2	4.9
2.7	2.4	9.9
3.2	-0.5	-1.8
2.2	-1.0	-3.8
2.0		
1.0	-0.1	-0.5
-3.9	-2.6	-9.9
-4.1	-0.4	-1.7
-2.5		

(*) Estimador Mensual de la Actividad Agregada (proxy del PBI oficial).

Var %	a/a	m/m
jun-16	-4.6	-0.6
jul-16	-6.0	-0.7
ago-16	-2.6	0.2
sep-16(e)	-3.3	-0.2
IIIT-16 (e)	-4.0	-1.0

II. PESE A QUE EL SECTOR EXTERNO TUVO UN APORTE POSITIVO A LA VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL PBI EN EL IIIT-16, LA DEMANDA DOMÉSTICA SIGUIÓ RESINTIÉNDOSE

	Variación % a/a				Variación % t/t (desestac.)			
	Año 2015	I-16	II-16	III-16 (e)	IV-15	I-16	II-16	III-16 (e)
PBI OFICIAL (A+B) var t/t anualizada	2.5	0.4	-3.4	-3.2	-0.6 -2.4	-0.5 -2.0	-2.1 -8.1	-0.4 -1.5
A. Ventas de bienes domésticos (1+2-3)	2.8	0.1	-3.5	-2.3	-1.9	1.5	-2.9	0.8
1. Demanda Doméstica	4.1	0.8	-1.2	-2.6	-1.1	-0.3	-0.1	-0.7
Consumo Privado	3.6	1.6	-0.1	-2.7	-1.1	0.8	0.4	-1.6
Consumo Público	6.6	2.6	-2.0	1.0	-0.6	-0.2	-1.5	2.5
Inversión bruta	4.2	-3.3	-4.9	-4.5	-1.7	-4.2	-1.0	0.5
2. Exportaciones	-0.6	12.8	-1.9	-1.0	-3.8	14.8	-11.9	1.0
3. Importaciones	5.6	12.6	8.7	-2.5	-0.3	4.0	0.9	-5.1
4. Sector externo neto (aporte)*	-1.4	-0.8	-2.3	0.5	-0.7	1.9	-2.9	1.6
B. Var.de existencias (aporte)*	-0.3	0.2	0.1	-0.8	1.2	-2.1	0.9	-1.2

Nota: (*) Indica aporte a la variación del PBI del período, en puntos porcentuales.

(e) estimación muy preliminar.

II. SEPTIEMBRE FUE UN MAL MES Y OCTUBRE ARRANCÓ FLOJO

	Var % a/a			Var % m/ m (desestacionalizada)						
	IIIT-16	Ultimo mes	Acum. año	Abr-16	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct
EMAE oficial	-4.3*	-2.6 Ago.	-2.3	-2.0	-0.5	-0.6	-0.7	0.2		
IGA Ferreres	-4.1	-3.7 Sep.	-2.5	-1.7	-0.2	-0.5	-0.2	0.3	-0.1 ↓	
<u>INDUSTRIA</u>										
IPI FIEL	-6.9	-8.0 Sep.	-5.0	-1.2	-2.9	-0.3	1.3	0.3	-2.6 ↓	
IPI Ferreres	-5.6	-4.7 Sep.	-2.9	-3.9	-0.5	0.0	0.7	-0.9	-0.4 ↓	
EMI Indec	-7.0	-7.3 Sep.	-4.6	-	-	-	-	-	-	-
IPI (FIEL) sin autos ni siderurgia	-4.9	-5.8 Sep.	-3.1	-1.7	-3.6	0.1	1.6	1.3	-2.8 ↓	
Producción de Autos	-14.0	-16.4 Oct.	-14.2	-0.2	-5.3	-0.5	-3.7	3.9	-8.5	-8.1 ↓
Producción de Acero	-24.4	-19.7 Oct.	-18.7	-1.6	18.6	-2.4	-4.4	-5.8	-3.1	8.0 ↑
<u>CONSTRUCCIÓN</u>				Fuertes luvias						
Despachos Cemento	-8.9	-17.7 Oct.	-13.1	-18.9	17.3	-1.6	-4.7	16.7	-7.8	-10.0 ↓
Construya	-18.4	-19.7 Oct.	-14.8	-5.5	2.9	4.4	5.6	-6.5	3.6	-0.8 ↓
ISAC Indec	-13.3	-13.1 Sep.	-12.8	-	-	-	-	-	-	-
<u>CONSUMO</u> (volúmenes)										
Ventas CAME	-7.7	-8.2 Oct.	-6.6	-0.9	-2.8	-0.4	0.4	0.5	-0.5	-0.8 ↓
Ventas Supers	-11.4*	-13.4 Ago.	-7.4	0.8	-2.3	-1.7	2.0	-5.2		
Ventas shoppings	-16.0*	-20.8 Ago.	-10.4	11.2	-17.1	3.0	3.9	-7.1		
Ventas autos a concesionarios	7.3	9.0 Oct.	17.2	1.5	-3.5	-3.3	-11.0	13.4	0.1	-3.8

(*) En estos casos, se refiere a la variación del período (Jul-Ago) 2016 vs (Jul-Ago) 2015.

II. SI BIEN SE DESECALERÓ EL RITMO DE CAÍDA EN EL IIIT-16, LA VARIACIÓN CONTRA EL TRIMESTRE PREVIO SIGUIÓ SIENDO NEGATIVA

	Var % a/a				Var % t/t (desest.)		
	IIT-16	IIIT-16	Ultimo mes	Acum. año	IT-16	IIT-16	IIIT-16
EMAE oficial	-3.4	-4.3*	-2.6	-2.3	-0.5	-2.1	-1.1**
IGA Ferreres	-3.9	-4.1	-3.7	-2.5	-0.1	-2.6	-0.4
<u>INDUSTRIA</u>							
IPI FIEL	-7.3	-6.9	-8.0	-5.0	-2.0	-2.8	0.2
IPI Ferreres	-5.2	-5.6	-4.7	-2.9	2.1	-5.8	-0.2
EMI Indec	-6.0	-7.0	-7.3	-4.6	nd	nd	nd
IPI (FIEL) sin autos ni siderurgia	-6.5	-4.9	-5.8	-3.1	0.0	-4.4	0.3
Producción de Autos	-10.5	-14.0	-16.4	-14.2	-8.2	9.4	-6.2
Producción de Acero	-13.6	-24.4	-19.7	-18.7	-8.9	-5.4	-5.5
<u>CONSTRUCCIÓN</u>							
Despachos Cemento	-19.3	-8.9	-17.7	-13.1	-4.5	-8.5	7.2
Construya	-18.9	-18.4	-19.7	-14.8	-17.0	-6.6	6.2
ISAC Indec	-15.1	-13.3	-13.1	-12.8	nd	nd	nd
<u>CONSUMO</u> (volúmenes)							
Ventas CAME	-8.5	-7.7	-8.2	-6.6	-5.3	-3.9	-0.7
Ventas Supers	-8.9	-11.4*	-13.4	-7.4	-5.6	-4.2	-2.5**
Ventas shoppings	-9.2	-16.0*	-20.8	-10.4	-7.2	-3.1	-4.3**
Ventas autos a concesionarios	21.0	7.3	9.0	17.2	9.6	0.4	-6.3

(*) En estos casos, se refiere a la variación del promedio julio-agosto 2016 respecto al promedio del segundo trimestre 2016.

II. OCTUBRE MOSTRÓ UNA INFLACIÓN ALTA POR LA SUBA DEL GAS. PERO EN NOVIEMBRE ÉSTA VOLVIÓ A DESCENDER A 1.5% / 1.7% MENSUAL

IPC Nivel gral	Ene-May16	jun-16	Jul	Ago	Sep	Oct	Acum. 2016	Prom. mens. 2016	12 Meses
	Prom.								
IPC NACIONAL*	3.9	2.6	2.1	0.3	1.3	2.5	32.3	2.8	42.3
IPC INDEC (GBA)	4.2	3.1	2.0	0.2	1.1	2.4	-	-	-
IPCBA Caba	4.6	3.2	2.2	-0.8	1.3	2.9	36.6	3.2	44.7
IPC FIEL	4.1	2.5	2.4	-0.2	0.5	3.1	32.6	2.9	39.4
IPC Congreso	4.4	2.9	2.4	0.5	0.8	2.9	35.6	3.1	43.9
IPC Cordoba	3.7	2.7	1.7	0.3	1.8	2.2	30.5	2.7	40.5
IPC San Luis	3.5	1.5	2.3	0.6	1.7	nd	26.2	2.4	40.2
CB Alimentos (Fiel)	3.2	3.0	4.2	0.8	1.8	1.0	30.2	2.7	42.9
CB Alimentos (Indec)	-	3.4	3.2	0.5	2.2	nd	-	-	-

Si se excluye el impacto de la rebaja del gas:

IPC INDEC (GBA)	0.9	1.7	1.5
IPCBA Caba	0.9	1.3	1.8
IPC FIEL (Caba)	0.9	1.4	2.0
IPC San Luis	0.7	1.7	nd

II. LA INFLACIÓN CORE SUBIÓ EN OCTUBRE. PERO SE ESPERA QUE VUELVA A BAJAR EN NOVIEMBRE Y DICIEMBRE A 1.5/1.7% MENSUAL

IPC CORE excluye precios estacionales y regulados

	Ene15- Nov15	Ene- May16	May-16	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Acum. 2016	Prom. mens. 2016	12 Meses
IPC INDEC CORE	-	Prom. -	2.7	3.0	1.9	1.7	1.5	1.8	-	-	-
IPCBA CABA CORE	2.0	3.3	3.3	3.6	2.3	1.6	1.5	2.0	31.3	2.8	40.1
IPC FIEL CORE	1.8	2.9	2.2	2.5	3.1	1.6	1.4	2.0	28.1	2.5	37.4
CÓRDOBA CORE	1.7	2.7	3.8	2.6	2.3	1.6	2.0	1.7	26.3	2.4	37.4

Prom.años K (2008-2015): **1.8**

II. ¿SE ESTÁ CERCA DE TOCAR FONDO? PROBABLEMENTE SÍ.

Si bien el IIIT-16 dejó un arrastre negativo para el IVT-16 y los primeros datos de octubre (autos, cemento y ventas minoristas según CAME) fueron malos...

LA EXTRAORDINARIA EXPANSIVIDAD DE LA POLÍTICA FISCAL...

(Prat Gay viene apretando a fondo el acelerador del gasto público. Las autorizaciones a gastar estallaron en las últimas 5 semanas.)

...Y ALGUNOS INDICADORES ADELANTADOS COMO...

- el fuerte aumento de la confianza del consumidor en octubre
- el incremento del crédito
- y el repunte de la demanda de dinero (M2 privado)

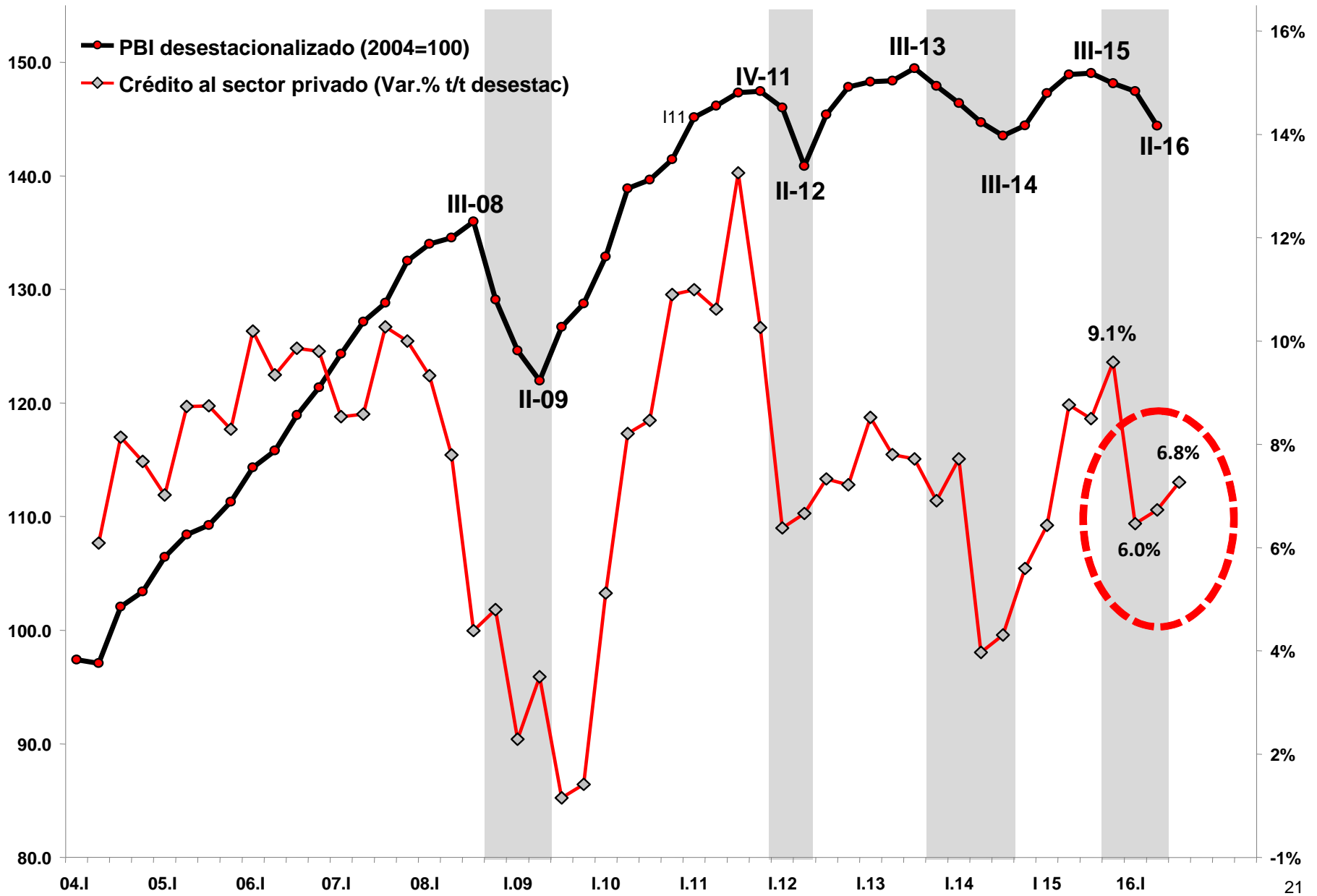
.... NOS LLEVAN A CREER QUE LA ECONOMÍA PODRÍA DEJAR DE CAER EN EL ÚLTIMO TRIMESTRE DEL AÑO.

II. LA ECONOMÍA PODRÍA DEJAR DE CAER EN EL IVT16. ¿ESTAMOS SEGUROS? NO

PBI OFICIAL	Nivel MM\$ a precios de 2004	Var % a/a	Var % t/t (desestac)	Anualizada	Arraste p/ año siguiente
I 1205	671,529	0.1	2.0	8.2	
II	789,146	3.8	1.1	4.5	
III	715,398	3.5	0.1	0.4	
IV	702,241	2.3	-0.6	-2.4	
Año 2015	719,579	2.5			-0.1
I 2016	673,923	0.4	-0.5	-2.0	
II	762,231	-3.4	-2.1	-8.1	
III (E)	692,863	-3.2	-0.4	-1.5	
IV (p)	684,530	-2.4	0.4	1.6	
Año 2016 (p)	703,387	-2.2			-0.4

(e) estimado (p) proyectado

II. CONTRIBUYE EL REPUNTE DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



II. EL CRÉDITO CRECE TRACCIONADO POR EL CRÉDITO EN DÓLARES, EN UN CONTEXTO DE CRECIENTE DOLARIZACIÓN

Variaciones en M\$ y %	Var. Acumulada 1 de enero al 10 de noviembre		Var. Oct-Nov 2016 (hasta el 10-nov)
	2015	2016	
I) Depósitos Totales (\$+U\$S)	200,899	370,372	180,543
Depósitos en \$	178,761	151,166	51,494
Depósitos Sector Privado	193,258	140,331	5,936
Depósitos en U\$S (expresado en \$)	22,138	219,206	129,049
Depósitos Sector Privado	23,383	133,714	69,764
Depósitos Sector Público	-1,245	85,492	59,285
<u>Aumento de depósitos en U\$S</u>	12.4	145.0 ↑	
Aumento de depósitos en \$			
II) Crédito al Sector Privado (\$+U\$S)	163,101	158,721	27,051
Crédito en \$	158,518	65,299	19,300
Crédito en U\$S (expresado en \$)	4,583	93,422	7,751
<u>Aumento del crédito en U\$S</u>	2.9	143.1 ↑	
Aumento del crédito en \$			

II. ADEMÁS HAY BOMBEO FISCAL PARA "APURAR" LA REACTIVACIÓN

	I CUATRIM. AUSTERO		MAYO-SEPT: VIRAJE		AGOSTO		SEPTIEMBRE		ACUM. 9 MESES	
	MM\$	Var a/a	MM\$	Var a/a	MM\$	Var a/a	MM\$	Var a/a	MM\$	Var a/a
Ingresos (sin rentas)	443.7	29.0%	664.3	24.4%	127.3	26.6%	129.9	27.5%	1,108.0	26.2%
Ingresos Tributarios	255.2	26.8%	390.9	19.9%	73.3	17.4%	74.9	24.4%	646.1	22.5%
Contribuciones a la Seg. Social	168.7	31.5%	237.6	34.6%	46.5	38.9%	46.1	31.5%	406.3	33.3%
Ingresos No Tributarios y otros	10.7	17.9%	45.0	22.0%	7.5	59.4%	8.9	34.7%	55.6	21.2%
Gasto primario	506.1	24.0%	825.0	33.7%	164.5	38.3%	168.8	36.7%	1,331.1	29.8%
1. Gasto inflexible ("core")	311.2	39.6%	471.9	38.4%	89.2	42.6%	98.0	38.7%	783.1	38.9%
Planes sociales ¹	33.2	50.4%	51.3	65.1%	10.0	54.9%	11.0	58.6%	84.6	59.0%
Jubilaciones	204.4	40.0%	308.6	36.7%	56.1	38.7%	62.9	35.5%	513.0	38.0%
Remuneraciones	73.6	34.0%	112.0	33.1%	23.0	47.7%	24.1	39.4%	185.6	33.4%
2. Resto gasto	194.9	5.3%	353.1	27.9%	75.4	33.5%	70.8	34.0%	548.0	18.8%
Transf. ctes al sector privado ²	75.8	6.2%	163.3	45.3%	33.4	39.6%	35.9	83.9%	239.2	30.1%
Trans. Ctes a las Provincias	9.9	30.1%	26.5	185.0%	5.3	157.9%	5.3	171.3%	36.5	115.3%
Déficit de empresas públicas	12.0	80.6%	19.2	79.2%	4.5	65.0%	3.2	109.2%	31.2	79.8%
Otros gastos corrientes (incl.Enarsa)	9.7	-12.2%	7.5	-60.9%	1.2	-68.4%	1.2	-67.1%	17.2	-43.0%
Gastos de capital	49.4	-6.6%	76.3	2.3%	19.01	31.0%	13.9	-9.0%	125.7	-1.4%
Bienes y Servicios	19.6	-4.9%	31.4	8.3%	6.1	17.3%	6.4	0.8%	51.0	2.8%
Otras erogaciones	18.4	23.9%	28.9	37.8%	5.7	40.8%	4.9	8.5%	47.3	32.0%
Resultado primario	-62.4	-2.7%	-121.8	98.3%	-37.3	102.4%	-38.9	80.1%	-223.1	51.7%

(1) Corresponde a las transf. corrientes al sector privado de carácter social instrumentadas a través del Anses.

(2) Corresponde a las transf. corrientes al sector privado instrumentadas a través del Tesoro (que brindan una idea de cómo vienen los subsidios económicos).

II. PRAT GAY ESTÁ PISANDO MÁS FUERTE EL ACELERADOR DEL GASTO. ESTALLÓ EL GASTO DEVENGADO (O SEA, LAS AUTORIZACIONES A GASTAR) Y EL DÉFICIT FISCAL EN LAS ÚLTIMAS 5 SEMANAS

Administración Pública Nacional - Devengado - Millones de pesos	Últimas 5 semanas (06/11 vs 2/10)		
	2015	2016	Var % a/a
1. Ingresos (sin rentas)	103,900	128,356	23.5%
2. Gasto Total devengado	115,859	218,872	88.9%
3. Resultado financiero (sin rentas)	-11,958	-90,516	657%

	Acumulado del año (al 06/11)			
	2015	2016	Var % a/a Nominal	Var % a/a Real
Resultado financiero	-123,119	-222,853	81.0%	27.0%
Resultado financiero (sin rentas)	-230,872	-402,296	74.3%	22.3%
Resultado primario (sin rentas)	-142,268	-255,522	79.6%	26.0%

II. ASIMISMO, ESTALLARON LOS SUBSIDIOS ECONÓMICOS EN SEPTIEMBRE

	sep-15			sep-16			Var.a/a Total	9 Meses 2016	
	Gastos corrientes	Gastos de capital	Total	Gastos corrientes	Gastos de capital	Total		Total	Var.a/a Total
Total subsidios	19,952	4,875	24,827	32,785	8,554	41,339	66.5%	209,413	14.1%
Sector Energético	13,726	2,761	16,487	23,585	4,509	28,094	70.4%	132,981	2.7%
CAMMESA	8,838		8,838	16,473		16,473	86.4%	90,410	22.4%
Enarsa	2,400	300	2,700	2,400	2,100	4,500	66.7%	14,800	-42.9%
Plan Gas	1,464		1,464	2,566		2,566	75.3%	8,422	-17.9%
Sector Transporte	5,008	462	5,470	6,338	1,946	8,284	51.4%	53,871	37.0%
Transporte automotor	3,363	2	3,365	4,285	342	4,627	37.5%	27,751	40.7%
Trenes	1,371	460	1,831	2,052	1,400	3,452	88.5%	22,291	82.9%
Aerolineas Argentinas	265	0	265	0	205	205	-22.6%	3,770	-0.5%
Otras empresas públ.	499	1,565	2,064	2,014	1,321	3,335	61.6%	17,879	64.2%
AYSA	231	716	947	1,420	1,211	2,631	177.7%	12,498	97.6%
Correo argentino	0	-	-	200	-	-	-	-	-
Resto subsidios	719	87	806	848	778	1,626	101.7%	4,682	23.0%

II. LA POLÍTICA FISCAL ES MUY EXPANSIVA SIENDO POSIBLE QUE EL DÉFICIT PRIMARIO TERMINE AUMENTANDO EN 2016 IGUAL O MÁS QUE EL AUMENTO PROMEDIO REGISTRADO EN EL 2DO GOBIERNO DE CFK

MM de \$	2015	Ene-Sep	Sep-16	Oct-Dic (p)	2016 (p)
1. Ingresos (sin rentas)	1192.9	1108.0	129.9	390.3	1498.3
Var a/a	31.6%	26.2%	27.5%	24.0%	25.6%
2. Gasto primario	1428.0	1331.1	168.8	560.0	1891.1
Var a/a	34.5%	29.9%	36.7%	39.0%	32.4%
3. Resultado primario (1-2)	-235 (1)	-223.1	-38.9	-169.7	-393
Var % a/a	52%	51.7%	80.1%	93%	67%
en % PBI	-4.0%				-4.9%
4. Intereses de la deuda	120.8				186.5
5. Rentas percibidas del FGS	52.2				54.0
6. Rentas percibidas del BCRA	78.1				115.0
7. Result. Financiero oficial (3-4+5+6)	-226				-410
8. Result. Financiero Broda (3-4+5)	-304				-525
en % del PBI	-5.2%				-6.6%

Nota (1) :No incluye el aumento de los libramientos impagos por \$56.5 MM (equivalente a 1.0% del PBI).

II. EL GOBIERNO APURA LA REACTIVACIÓN CON UNA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA FONDEADA CON DEUDA. YA COLOCÓ DEUDA EN DÓLARES POR MÁS DE U\$S30,000 M

Colocaciones del Tesoro Nacional				Colocaciones de Provincias				Colocaciones del Sector Privado			
	Monto U\$S Mill	Tasa promedio	Vencimiento (año del vto)		Monto U\$S Mill	Tasa promedio	Vencimiento (año del vto)		Monto U\$S Mill	Tasa cupón	Vencimiento (año del vto)
Para pago a Holdout y otros	16,500	7.14%	2019-2046	Buenos Aires	1,250	9.370%	2024	Bancos			
Para recompra del cupón PBI	2,750	6.88%	2028-2036	Neuquén	235	8.625%	2028	Hipotecario	500	9.75%	2020
Bonar 2020	2,081		2020	Mendoza	500	8.375%	2024	Galicia	250	8.75%	2026
Letes (neto)	5,589	3.50%	2016-2017	Chubut	50	8.750%	2019	Macro	150	9.75%	2036
				Ciudad de Bs As	890	7.625%	2027	Gas y petróleo			
				Córdoba	725	7.125%	2021	Petrobras	500	8.25%	2023
				Buenos Aires	500	5.750%	2019	YPF	1,500	8.75%	2025
				Buenos Aires	500	7.870%	2026	Otros			
				Salta	300	9.125%	2024	Arcor	350	6.25%	2023
				Chubut	650	7.750%	2026	Roggio (CLISA)	300	8.75%	2023
				Chaco	250	9.500%	2024	Cablevisión	200	8.75%	2018
				Córdoba	150	7.125%	2026	Autopistas del Sol	25	8.25%	2020
				Buenos Aires	250	4.500%	2019	IRSA	71	8.50%	2020
				Buenos Aires	500	7.375%	2026	Alto Paraná	270	6.38%	2017
				Santa Fe	250	6.900%	2026				
Total	26,920	5.84%			7,000	7.72%			4,116	8.38%	
TOTAL SEC. PUBLICO + PRIVADO:									38,036		

El problema es que la colocación de deuda en dólares, aumenta la oferta de dólares en el mercado de cambios y lleva a una apreciación del peso (o atraso del tipo de cambio)

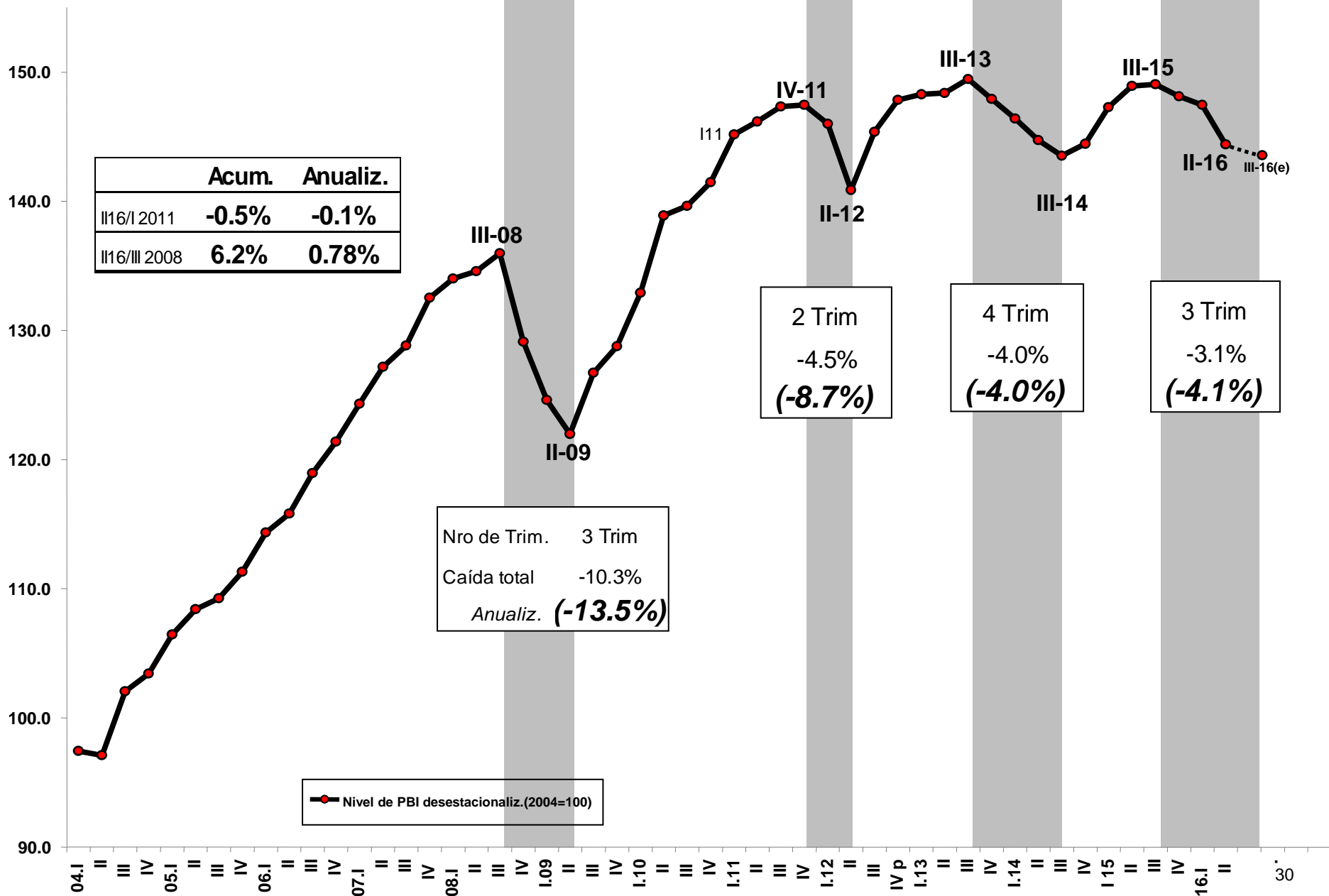
II. ADEMÁS COLOCÓ DEUDA EN PESOS POR CASI \$230,000 M

Fecha de la colocacion	Nombre del Bono	Fecha de vencimiento	Tasa	Monto en Mill de \$
25-feb-16	BONAR2018	1 de marzo 2018	Badlar priv+275pb	5,983
25-feb-16	BONAR2020	1 de marzo 2020	Badlar priv+325pb	6,007
17-mar-16	BONAR2018	1 de marzo 2018	Badlar priv+275pb	4,627
17-mar-16	BONAR2020	1 de marzo 2020	Badlar priv+325pb	10,720
05-may-16	BONAC2017	9 de mayo 2017	Lebac en \$	10,584
21-jul-16	BONCER2021	22 de julio 2021	ajustable por CER	8,229
18-ago-16	BONCER2021	22 de julio 2021	ajustable por CER	4,636
Subtotal Enero-Agosto 2016				50,786
01-sep-16	BOTE2018	5 de marzo 2018	tasa fija 22.75%	15,211
15-sep-16	BOTE2018	19 de sepbre 2018	tasa fija 21.20%	13,428
29-sep-16	BOTE2018	19 de sepbre 2018	tasa fija 20.42%	11,572
29-sep-16	BOTE2021	3 de octubre 2021	tasa fija 18.20%	50,000
13-oct-16	BOTE2023	17 de octubre 2023	tasa fija 16.00%	22,767
13-oct-16	BOTE2026	17 de octubre 2026	tasa fija 15.50%	53,620
20-oct-16	BONCER20	28 de abril 2020	ajustable por CER+2.25	11,565
Subtotal Septiembre-October 2016				178,163
Total acumulado 2016				228,949

II. EL ESQUEMA DE DÉFICIT PRIMARIO EN PESOS FINANCIADO CON DEUDA EN DÓLARES LLEVA A LA APRECIACIÓN DEL PESO

DÓLARES (U\$S M)		Año 2016	PESOS (\$ M)	
I. Necesidades Financieras		21,600	I. Necesidades Financieras	
Pago a Holdouts	9,100		Déficit primario	393,000
Vencimientos de deuda con el sector privado	9,500		Vencimientos de deuda con el sector privado	95,000
Cupones bloqueados cautelares Griesa	3,000			
II. Financiamiento en moneda extranjera		40,610	II. Financiamiento en pesos	
Colocaciones en el mercado externo	22,050		Emisión del BCRA	160,000
En dólares	19,250		Colocación de deuda en pesos	128,449 ↓
En Euros	2,800			(228,949 - 6700*15.2)
Reservas Internacionales (enero - abril)	4,000			
Colocación de bonos en el mercado interno	7,860			
Letes (neto)	5,589			
Bonar 2020	2,081			
Colocación de bonos en pesos suscriptos en dólares (estimado)	6,700			
III. Exceso de financiamiento en moneda extranjera		18,820	III. Faltante de financiamiento en pesos financiado con exceso de dólares (u\$S13,300 M)	
			199,551	

II. CUATRO RECESIONES EN 9 AÑOS. CÓMO SIGUE?



III. ¿QUÉ CARACTERÍSTICAS SON DISTINTAS EN ESTA RECESIÓN PARA ENTENDER CÓMO SIGUE?

- ✓ **La demanda doméstica cayó mucho menos que en los tres períodos recesivos previos:** se contrajo a un ritmo de apenas -2% anualizado contra -14.6%, -9.0% y -7.2% en las tres recesiones anteriores.
- ✓ **El consumo privado -según las cifras oficiales- no cayó en esta recesión,** cuando en los tres períodos recesivos previos mostró importantes caídas.
- ✓ **La inversión se contrajo como en otros períodos recesivos.** Se desplomó la construcción, pero mejoró algo la inversión en equipamiento durable (probablemente debido a la compra de equipos por parte del sector agrícola).
- ✓ **La contribución de las exportaciones netas a la variación del PBI fue negativa** (de -2.2 puntos), **cuando en las tres recesiones previas había sido positiva** (de +1.7% en 2008/2009, +2.2% en 2013/2014 y neutra (-0.2%) en la recesión de 2012).
- ✓ Las exportaciones cayeron por la recesión de Brasil, el bajo crecimiento de nuestros socios comerciales y la apreciación del peso. Pero **lo distintivo en esta recesión es que aumentaron las importaciones. Al levantarse el cepo (que restringía importaciones) se estimularon mayores importaciones (o sea, fue más fuerte el impacto del fin del cepo que el encarecimiento de los bienes importados por la devaluación y el impacto de la recesión).**

III. EN ESTA RECESIÓN, FUE MENOR LA CAÍDA DE LA DEMANDA DOMÉSTICA QUE EN OTRAS RECESIONES, PERO EL APORTE DE LAS EXPORTACIONES NETAS FUE NEGATIVO

Recesión I 3 trimestres

Pico:III 2008 Valle: II 2009

Recesión 2 2 trimestres

Pico:IV 2011 Valle: II 2012

Recesión 3 4 trimestres

Pico:III 2013 Valle: III 2014

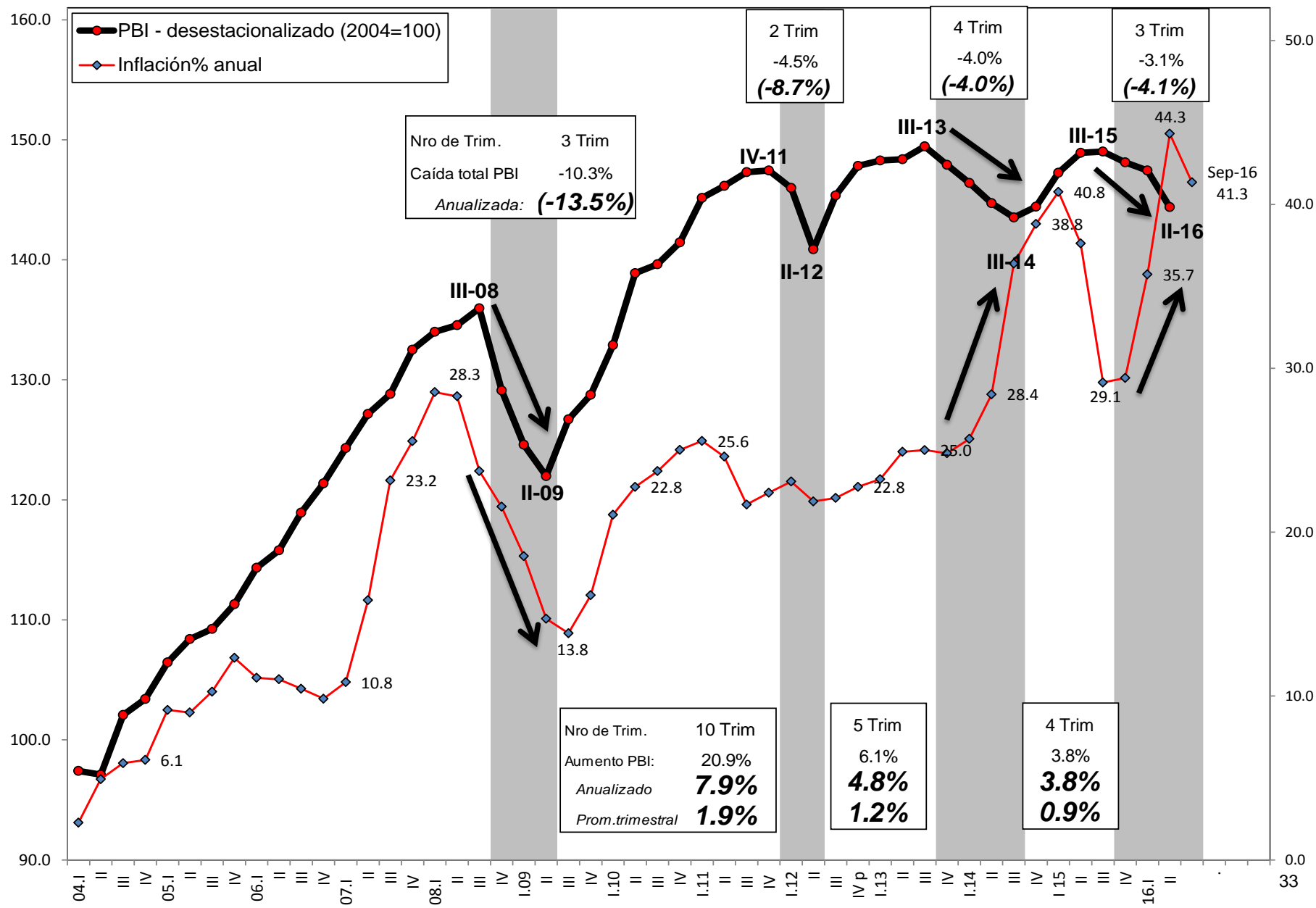
Recesión reciente 3 / 4 trimestres?

Desde III 2015 al II 2016

	Var.Acum %	Var.Anualizada %	Aporte* (en puntos)	Var.Acum %	Anualiz. %	Aporte* (en puntos)	Var.Acum %	Anualiz. %	Aporte* (en puntos)	Var.Acum %	Anualiz. %	Aporte* (en puntos)
PBI	-10.3	-13.5	-13.5	-4.5	-8.7	-8.7	-4.0	-4.0	-4.0	-3.1	-4.1	-4.1
Demanda Doméstica	-11.1	-14.6	-14.3	-4.6	-9.0	-9.5	-7.2	-7.2	-7.7	-1.5	-2.0	-2.2
Consumo Privado	-8.5	-11.2	-7.4	-3.1	-6.1	-4.4	-8.6	-8.6	-6.4	0.0	0.0	0.0
Consumo Público	2.8	3.7	0.4	1.7	3.4	0.4	2.9	2.9	0.4	-2.3	-3.0	-0.4
Inversión bruta	-26.9	-34.1	-7.2	-13.0	-24.2	-5.5	-8.2	-8.2	-1.7	-6.7	-8.8	-1.8
En construcción	-22.5	-28.8	-2.9	-4.5	-8.8	-0.9	-3.6	-3.6	-0.3	-15.6	-20.2	-1.9
En equipamiento	-30.6	-38.5	-4.3	-19.5	-35.3	-4.6	-11.6	-11.6	-1.3	2.8	3.7	0.1
Sector externo neto (aporte)			1.7			-0.2			2.2			-2.2
Exportaciones	-16.8	-21.8	-5.6	-14.2	-26.3	-6.4	-8.2	-8.2	-1.7	-2.6	-3.5	-0.7
Importaciones	-25.2	-32.0	-7.3	-11.6	-21.9	-6.2	-14.9	-14.9	-3.9	4.6	6.2	1.6
Var. de existencias (aporte)			-1.0			0.9			1.5			0.3

(*) indica el aporte a la variación del PBI del período, en puntos porcentuales.

III. ¿QUÉ INTENSIDAD Y QUÉ DURACIÓN PODRÍA TENER LA RECUPERACIÓN DEL AÑO ENTRANTE? ¿POR QUÉ?



III. SI LA FASE EXPANSIVA QUE VIENE POR DELANTE FUERA COMO LA RECUPERACIÓN DE 2013 LA ECONOMÍA CRECERÍA 4% EN 2017. Y SI FUERA COMO LA DE 2015, LA ECONOMÍA CRECERÍA 3% EN 2017...

RECESIONES

Pico:	III-2008	IV-2011	III-2013	III-2015
Valle:	II-2009	II-2012	III-2014	II-2016?
Nro de Trim.de Pico a Valle:	3	2	4	3
Caída total	-10.3%	-4.5%	-4.0%	-3.1%
<i>Anualizada</i>	(-13.5%)	(-8.7%)	(-4.0%)	(-4.1%)
	año 2009	año 2012	año 2014	año 2015
	-5.9%	-1.0%	-2.5%	2.5%
arrastre heredado:	-3.2	0.6	-0.4	-0.2

RECUPERACIONES

Valle:	II-2009	II-2012	III-2014	
Pico:	IV-2011	III-2013	III-2015	
Nro de Trim.de Valle a Pico:	10	5	4	?
Aumento total	20.9%	6.1%	3.8%	
<i>Anualizado</i>	7.9%	4.8%	3.8%	
<i>Por trimestre</i>	<u>1.9%</u>	<u>1.2%</u>	<u>0.9%</u>	

Año 2017 si crece como recuperación de 2013 (1.2% trimestral): 4.0%

Año 2017 si crece como recuperación de 2015 (0.9% trimestral): 3.1%

III...SIN EMBARGO, LA RECUPERACIÓN DE 2017 PODRÍA SER MENOS GENEROSA QUE LA DE OTRAS RECUPERACIONES. VEAMOS POR QUÉ:

- (1) Por el mix de políticas.** Mientras que en las otras tres recuperaciones la política fiscal y la monetaria (ambas) fueron expansivas, ahora hay una política fiscal expansiva y una política monetaria contractiva para bajar la tasa de inflación. No empujan ambas para el mismo lado.
- (2) Porque esta "extraña" combinación de política fiscal expansiva estimulante de la demanda doméstica financiada con deuda en buena medida externa más una política monetaria de metas de inflación que implica tasas de interés reales positivas lleva a una apreciación del peso (ó atraso del tipo de cambio).** Esto nos lleva a pensar que en una eventual recuperación crecerán más las importaciones. Y si bien el valor de la producción agrícola será mayor, no se avizora un boom exportador. El sector externo neto podría volver a ser negativo.
- (3) Porque la política monetaria de tasas de interés reales positivas tiene efecto sobre el nivel de actividad y el empleo** (Hay Curva de Phillips de corto plazo en la Argentina. No es un "mito". Ni "está muerta").
- (4) Porque la recuperación del consumo privado podría ser menos generosa que la registrada en otras expansiones** (porque esta vez el consumo cayó menos -aunque puede haber error en los datos oficiales respecto al comportamiento del consumo en esta recesión-).

III. LA RECUPERACIÓN DE 2017 PODRÍA SER MÁS MODERADA.

MOTIVO (1): POR EL MIX DE POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA Y MONETARIA CONTRACTIVA. EN LAS OTRAS EXPANSIONES, LA POLÍTICA FISCAL FUE EXPANSIVA (COMO LO SERÁ AHORA)...

Recuperación 2009/2011

Valle PBI: Pico
II-2009 IV-2011

Recuperación 2012/13

Valle: Pico
II-2012 III-2013

Recuperación 2015

Valle: Pico
III-2014 III-2015

	Recuperación 2009/2011				Recuperación 2012/13				Recuperación 2015			
	Acum 12 Meses a Mar-09 a Dic-11 MM de \$	Var.% Acum.	Var . % Anualiz.	Var % Anualiz. real	Acum 12 Meses a Mar-12 a Sep-13 MM de \$	Var.% Acum.	Var . % Anualiz.	Var % Anualiz. real	Acum 12 Meses a Jun-14 a Ago-15 MM de \$	Var.% Acum.	Var . % Anualiz.	Var % Anualiz. real
Ingresos (sin rentas)	221.7 415.0	87.2%	25.6%	3.5%	441.9 632.1	43.1%	27.0%	1.4%	772.0 1,100.3	42.5%	35.5%	6.5%
Gasto Primario	197.5 429.9	117.7%	32.7%	9.4%	459.9 683.2	48.6%	30.2%	3.9%	884.4 1,309.2	48.0%	40.0%	10.0%
Resultado Primario	24.2 -14.9	-161.8%	-		-18.0 -51.1	183.8%	100.5%	60.0%	-112.4 -208.9	85.9%	70.1%	33.8%

Item: Inflación acum. anualiz.
70.1% 21.3%

acum. anualiz.
40.2% 25.3%

acum. anualiz.
32.4% 27.2%

III ...Y TAMBIÉN FUE EXPANSIVA LA POLÍTICA MONETARIA, PERO EN ESTA OPORTUNIDAD NO LO SERÁ

Recesiones

	Recesión 1 (jun-2008 a jun-2009)		Recesión 2 (sep-2011 a jun-2012)		Recesión 3 (jun-2013 a sep-2014)		Recesión actual (jun-2015 a jun-2016)	
	Var.% acum	Var.% anualiz	Var.% acum	Var.% anualiz	Var.% acum	Var.% anualiz	Var.% acum	Var.% anualiz
	Base Monetaria	1.0	1.0	26.7	37.1	24.3	19.0	30.8
Crédito al Sec Privado en \$	10.3	10.3	25.5	35.3	31.0	24.1	26.6	26.6
Agregado M2 privado	7.1	7.1	23.3	32.3	30.7	23.9	21.0	21.0

Recuperaciones

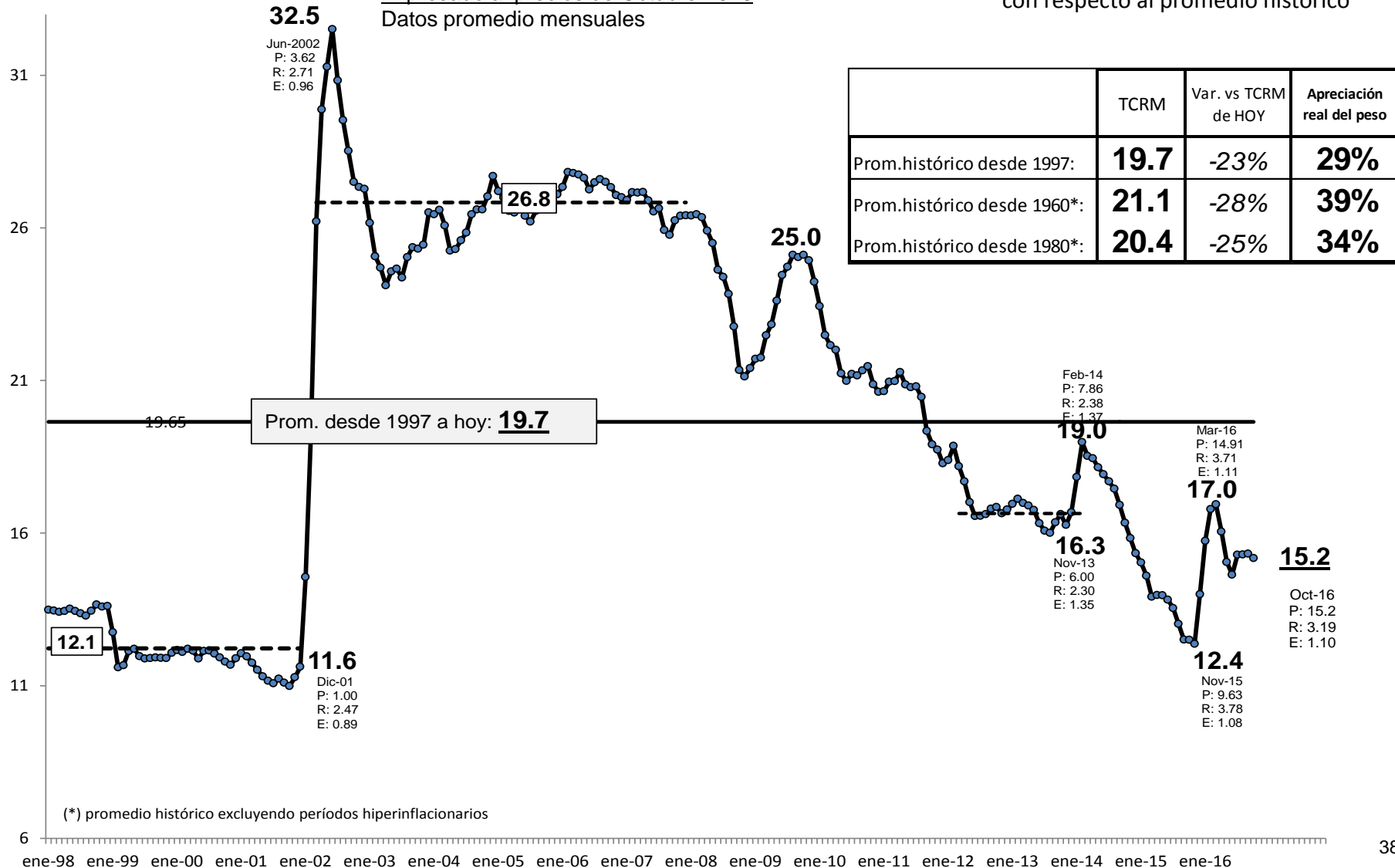
	Recuperación 2009/11 (mar-2009 a dic-2011)		Recuperación 2012/13 (mar-2012 a sep-2013)		Recuperación 2015 (jun-2014 a sep-2015)	
	Var.% acum	Var.% anualiz	Var.% acum	Var.% anualiz	Var.% acum	Var.% anualiz
	Base Monetaria	128.2	35.0	48.4	30.1	43.0
Crédito al Sec Privado en \$	122.1	33.7	65.2	39.7	38.6	29.9
Agregado M2 privado	105.5	29.9	51.9	32.1	47.9	36.7

III. MOTIVO (2): PORQUE ESTA "EXTRAÑA" COMBINACIÓN DE POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA FINANCIADA CON DEUDA EN BUENA MEDIDA EXTERNA MÁS UNA POLÍTICA MONETARIA QUE IMPLICA TASAS REALES POSITIVAS LLEVA A UNA APRECIACIÓN DEL PESO (Ó ATRASO DEL TIPO DE CAMBIO)

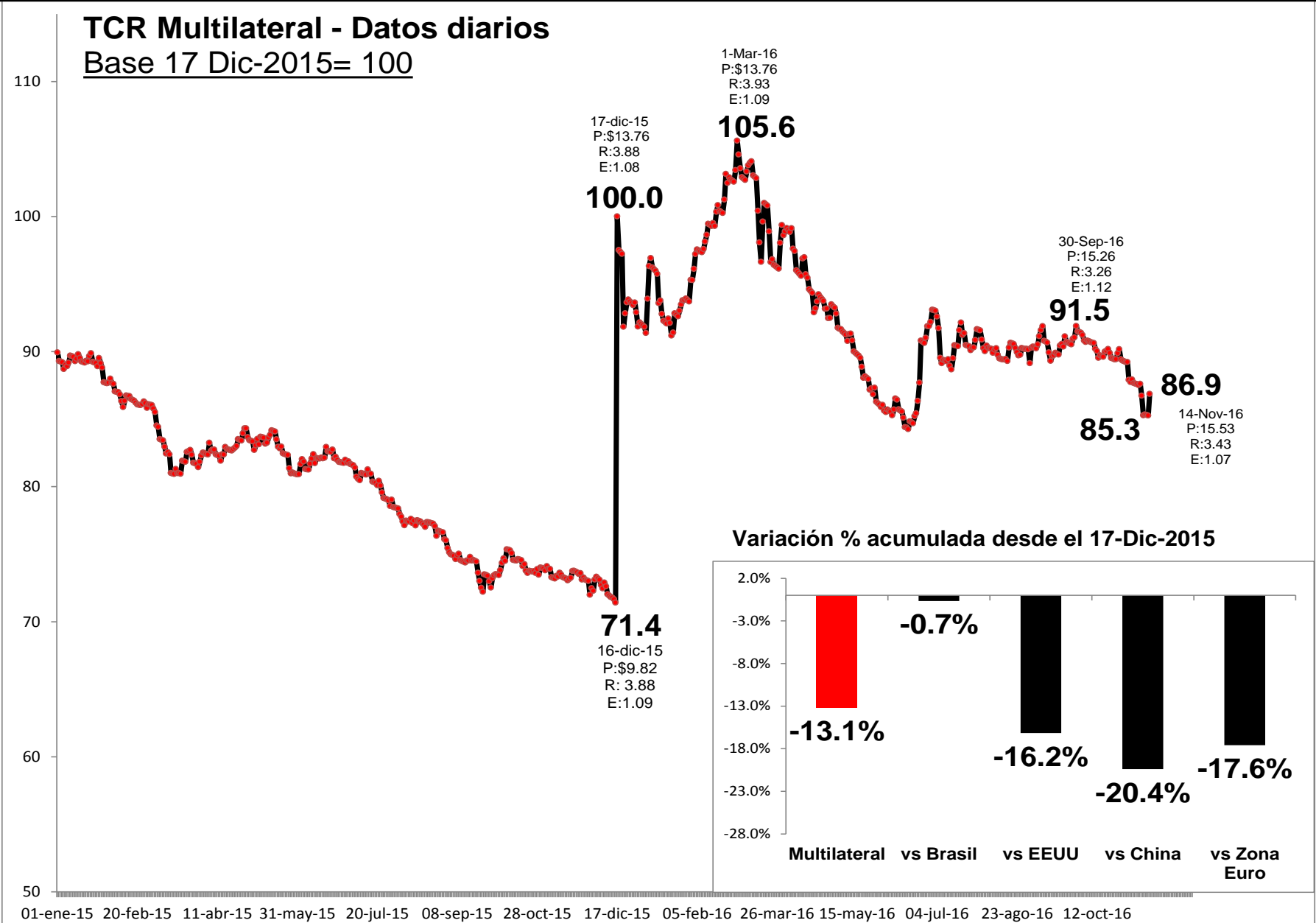
TCR Multilateral (BCRA)

Peso/ canasta de monedas
 Expresado a precios de Octubre-2016
 Datos promedio mensuales

El peso ya está un 30% apreciado con respecto al promedio histórico



III. EL PESO YA PERDIÓ LA COMPETITIVIDAD GANADA DESPUÉS DE LA DEVALUACIÓN DE DICIEMBRE DE 2015

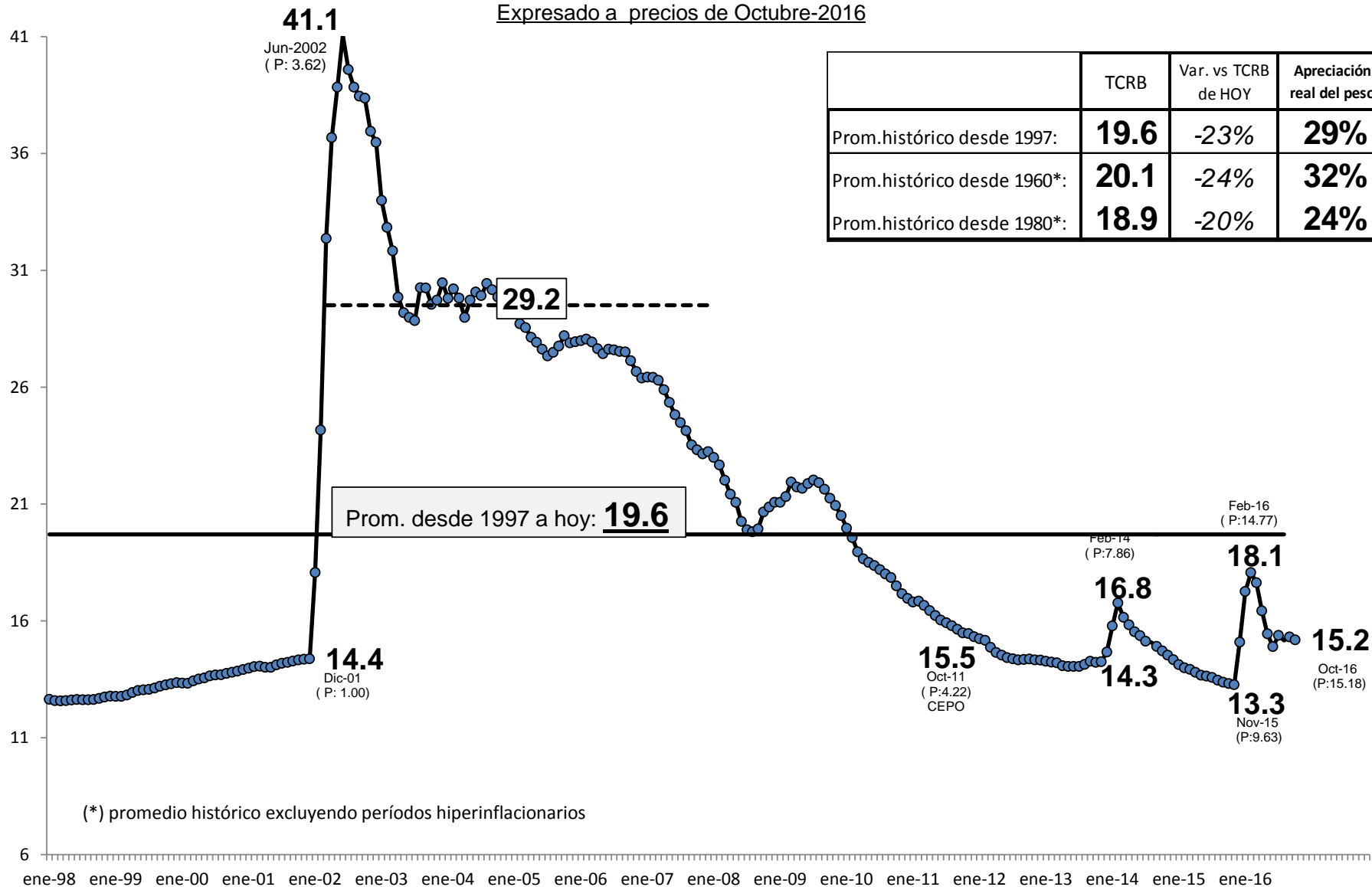


III. TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL CONTRA EL DÓLAR

TCR Bilateral vs dólar

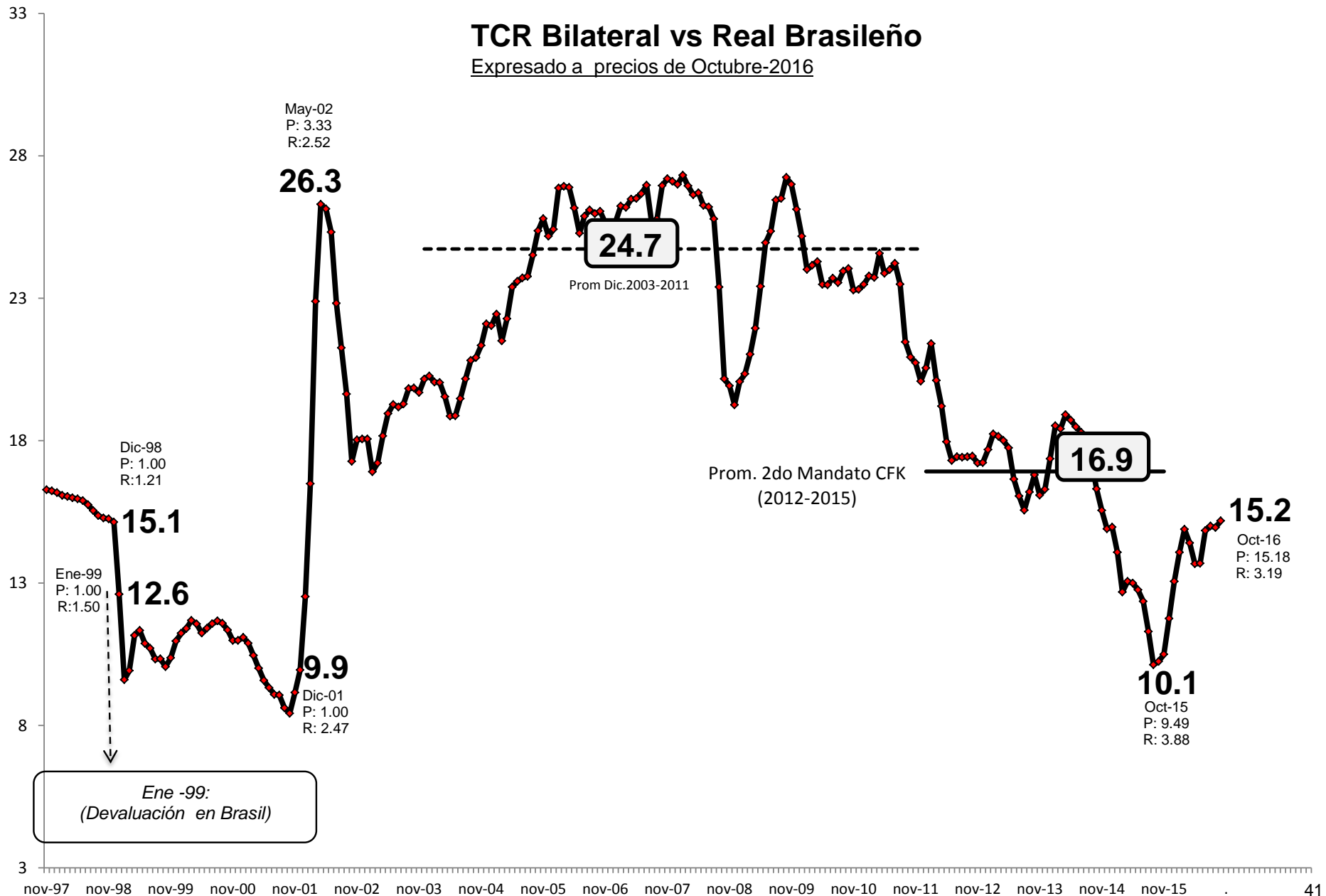
Peso/ Dòlar

Expresado a precios de Octubre-2016



(*) promedio histórico excluyendo períodos hiperinflacionarios

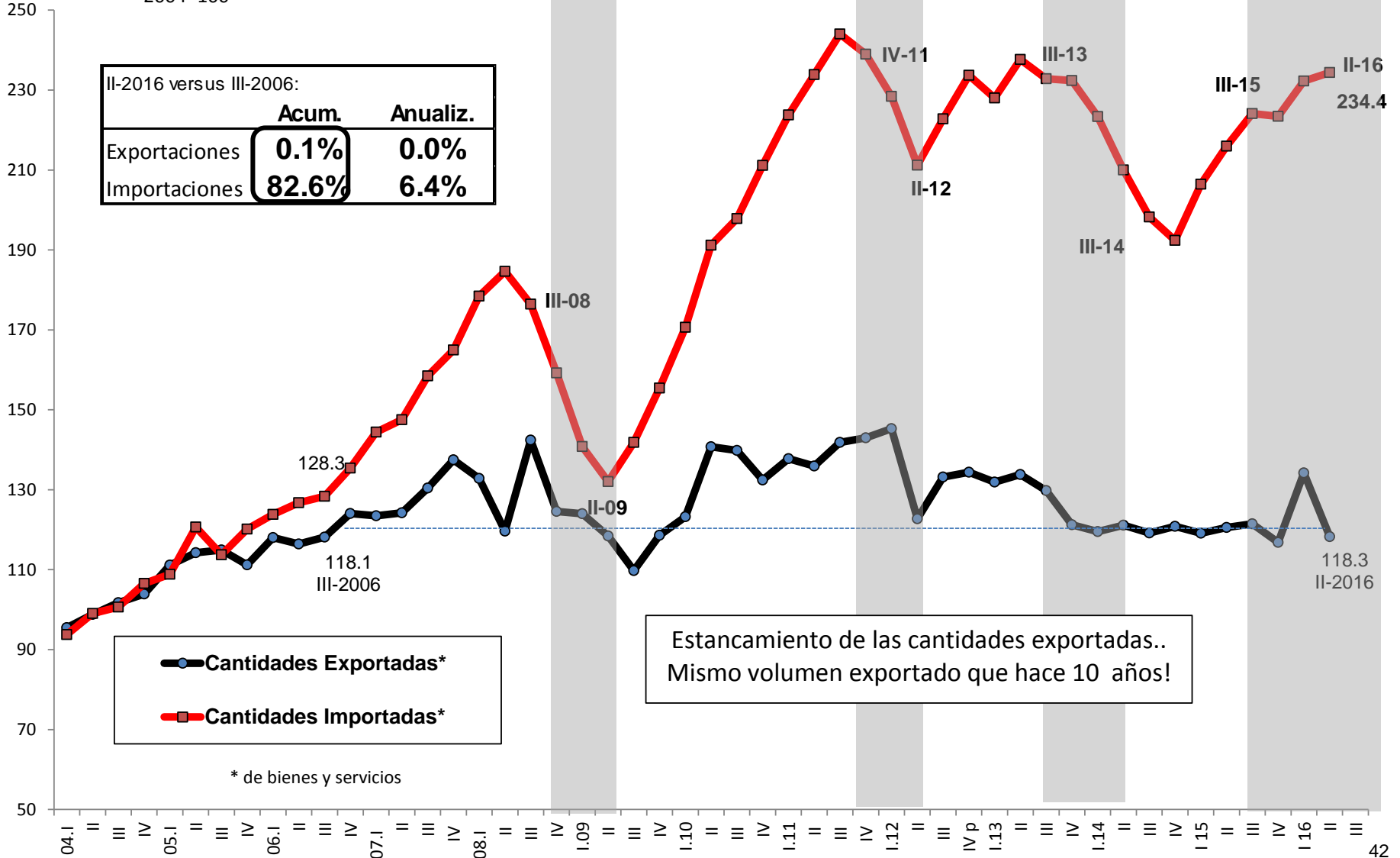
III. TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL CONTRA EL REAL BRASILEÑO



III. EN ESTE CONTEXTO ES PROBABLE QUE EL SECTOR EXTERNO NETO NO TENGA UN APORTE POSITIVO AL PBI EN 2017 (COMO TAMPOCO LO TUVO EN OTRAS RECUPERACIONES)

Niveles desestacionalizados
2004=100

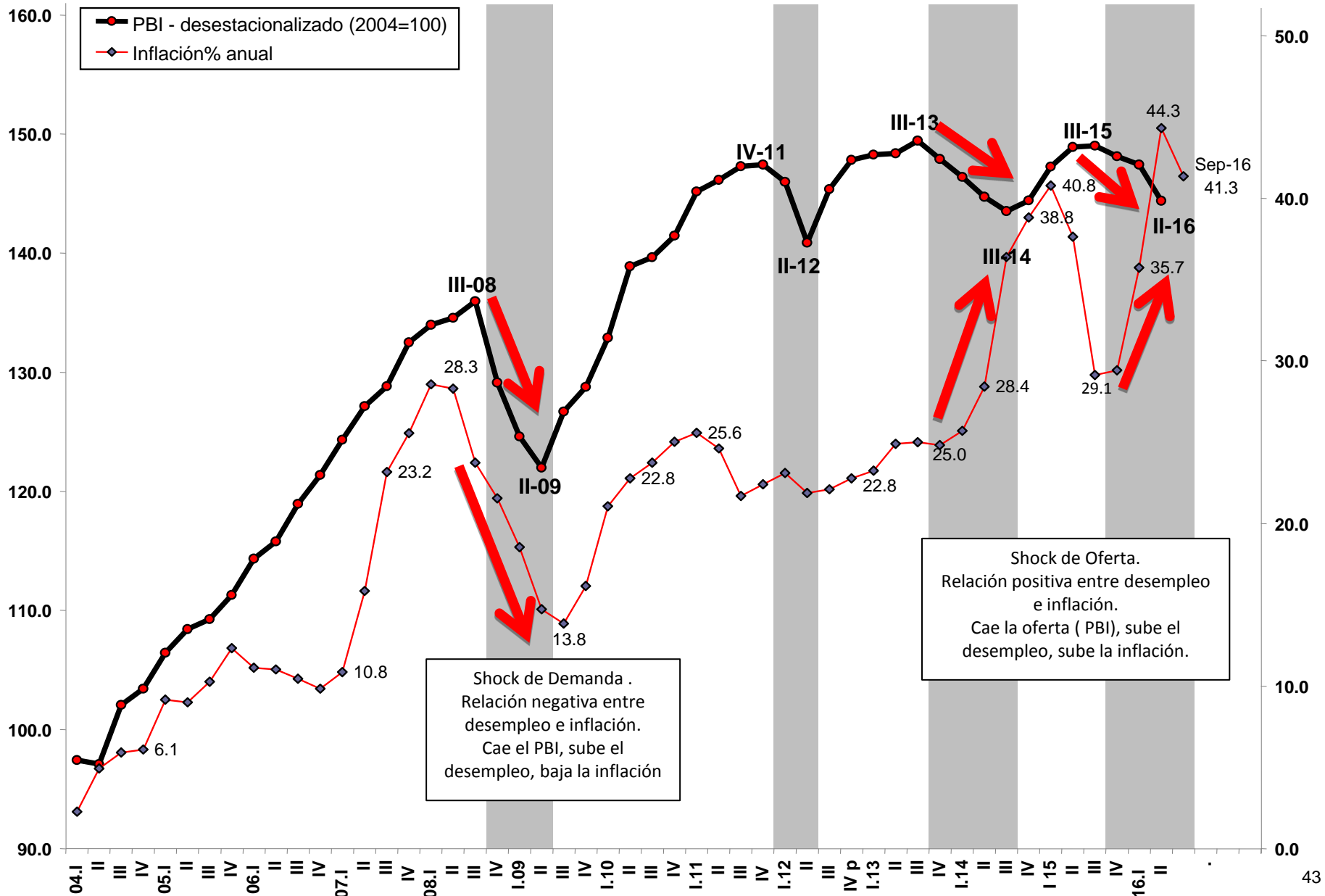
II-2016 versus III-2006:		
	Acum.	Anualiz.
Exportaciones	0.1%	0.0%
Importaciones	82.6%	6.4%



* de bienes y servicios

Estancamiento de las cantidades exportadas..
Mismo volumen exportado que hace 10 años!

III. MOTIVO (3): PORQUE LA POLÍTICA MONETARIA DE TASAS DE INTERÉS REALES POSITIVAS TENDRÀ EFECTO SOBRE EL NIVEL DE ACTIVIDAD EN 2017 (HAY CURVA DE PHILLIPS DE CORTO PLAZO EN LA ARGENTINA. NO ES UN "MITO". NI "ESTÁ MUERTA")



III. MOTIVO (4): PORQUE LA RECUPERACIÓN DEL CONSUMO EN ESTA OPORTUNIDAD PODRÍA SER MENOS GENEROSA QUE LA OBSERVADA EN OTRAS EXPANSIONES, Y EL SECTOR EXTERNO NETO SERÍA NEGATIVO COMO EN OTRAS EXPANSIONES

Recesión 1
3 trimestres (III 08- II09)

	Var. % Acum	Anualiz.	Aporte
PBI	-10.3	-13.5	-13.5
Demanda Doméstica	-11.1	-14.6	-14.3
Consumo Privado	-8.5	-11.2	-7.4
Consumo Público	2.8	3.7	0.4
Inversión bruta	-26.9	-34.1	-7.2
En construcción	-22.5	-28.8	-2.9
En equipamiento	-30.6	-38.5	-4.3
Sector externo neto (aporte)			1.7
Exportaciones	-16.8	-21.8	-5.6
Importaciones	-25.2	-32.0	-7.3
Var. de existencias (aporte)			-1.0

Recesión 2
2 trimestres (IV11- II12)

	Var. % Acum	Anualiz.	Aporte
PBI	-4.5	-8.7	-8.7
Demanda Doméstica	-4.6	-9.0	-9.5
Consumo Privado	-3.1	-6.1	-4.4
Consumo Público	1.7	3.4	0.4
Inversión bruta	-13.0	-24.2	-5.5
En construcción	-4.5	-8.8	-0.9
En equipamiento	-19.5	-35.3	-4.6
Sector externo neto (aporte)			-0.2
Exportaciones	-14.2	-26.3	-6.4
Importaciones	-11.6	-21.9	-6.2
Var. de existencias (aporte)			0.9

Recesión 3
4 trimestres (III13-III14)

	Var. % Acum	Anualiz.	Aporte
PBI	-4.0	-4.0	-4.0
Demanda Doméstica	-7.2	-7.2	-7.7
Consumo Privado	-8.6	-8.6	-6.4
Consumo Público	2.9	2.9	0.4
Inversión bruta	-8.2	-8.2	-1.7
En construcción	-3.6	-3.6	-0.3
En equipamiento	-11.6	-11.6	-1.3
Sector externo neto (aporte)			2.2
Exportaciones	-8.2	-8.2	-1.7
Importaciones	-14.9	-14.9	-3.9
Var. de existencias (aporte)			1.5

Recesión actual
3 / 4 trimestres? (III15-II16)

	Var. % Acum	Anualiz.	Aporte
PBI	-3.1	-4.1	-4.1
Demanda Doméstica	-1.5	-2.0	-2.2
Consumo Privado	0.0	0.0	0.0
Consumo Público	-2.3	-3.0	-0.4
Inversión bruta	-6.7	-8.8	-1.8
En construcción	-15.6	-20.2	-1.9
En equipamiento	2.8	3.7	0.1
Sector externo neto (aporte)			-2.2
Exportaciones	-2.6	-3.5	-0.7
Importaciones	4.6	6.2	1.6
Var. de existencias (aporte)			0.3

Recuperación 1
10 trimestres (II09-IV11)

	Var. % Acum	Anualiz.	Aporte
PBI	20.9	7.9	7.9
Demanda Doméstica	31.4	11.5	11.6
Consumo Privado	28.6	10.6	7.3
Consumo Público	12.9	5.0	0.6
Inversión bruta	56.3	19.5	3.6
En construcción	34.9	12.7	1.2
En equipamiento	79.6	26.4	2.5
Sector externo neto (aporte)			-3.8
Exportaciones	20.7	7.8	1.9
Importaciones	81.0	26.8	5.7
Var. de existencias (aporte)			0.2

Recuperación 2
5 trimestres (II12-III13)

	Var. % Acum	Anualiz.	Aporte
PBI	6.1	4.8	4.8
Demanda Doméstica	7.7	6.1	6.4
Consumo Privado	7.7	6.1	4.4
Consumo Público	6.0	4.8	0.6
Inversión bruta	8.7	6.9	1.4
En construcción	1.1	0.9	0.1
En equipamiento	17.2	13.5	1.3
Sector externo neto (aporte)			-1.1
Exportaciones	5.8	4.6	1.0
Importaciones	10.2	8.1	2.1
Var. de existencias (aporte)			-0.4

Recuperación 3
4 trimestres (III14-III15)

	Var. % Acum	Anualiz.	Aporte
PBI	3.8	3.8	3.8
Demanda Doméstica	7.5	7.5	7.7
Consumo Privado	7.4	7.4	5.2
Consumo Público	7.7	7.7	1.0
Inversión bruta	8.0	8.0	1.5
En construcción	5.2	5.2	0.5
En equipamiento	9.2	9.2	1.0
Sector externo neto (aporte)			-2.7
Exportaciones	1.9	1.9	0.4
Importaciones	13.0	13.0	3.0
Var. de existencias (aporte)			-1.2

III. EN ESTE CONTEXTO, LA REACTIVACIÓN DE 2017 PODRÍA SER UN POCO MÁS MODERADA DE LA QUE DESCUENTAN LOS COLEGAS

Variaciones % a/a	IIIT-16 (e)	Escenario 1	Escenario 2		Escenario más probable
	III-17(p)	III-17(p)	III-17(p)	III-17(p)	III-17(p)
PBI OFICIAL (A+B)	-3.2	3.2	4.3	4.3	3.8
A. Ventas de bienes domésticos (1+2-3)	-2.3	3.1	4.2	4.2	3.7
1. Demanda Doméstica	-2.6	5.0	5.0	6.0	4.9
Consumo Privado	-2.7	2.5	2.5	4.0	3.5
Consumo Público	1.0	4.8	4.8	4.8	4.8
Inversión bruta	-4.5	14.0	14.0	14.0	10.0
2. Exportaciones	-1.0	5.0	7.5	5.0	7.0
3. Importaciones	-2.5	12.0	10.0	12.0	11.2
4. Sector externo neto (aporte a var. PBI)	0.5	-2.2	-1.1	-2.2	-1.6
B. Var.de existencias (aporte a var.PBI)	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
PBI AÑO a/a:	Año 2016: -2.2	Año 2017: 1.8	Año 2017: 2.6	Año 2017: 2.6	Año 2017: 2.3

(e) estimado (p) proyectado

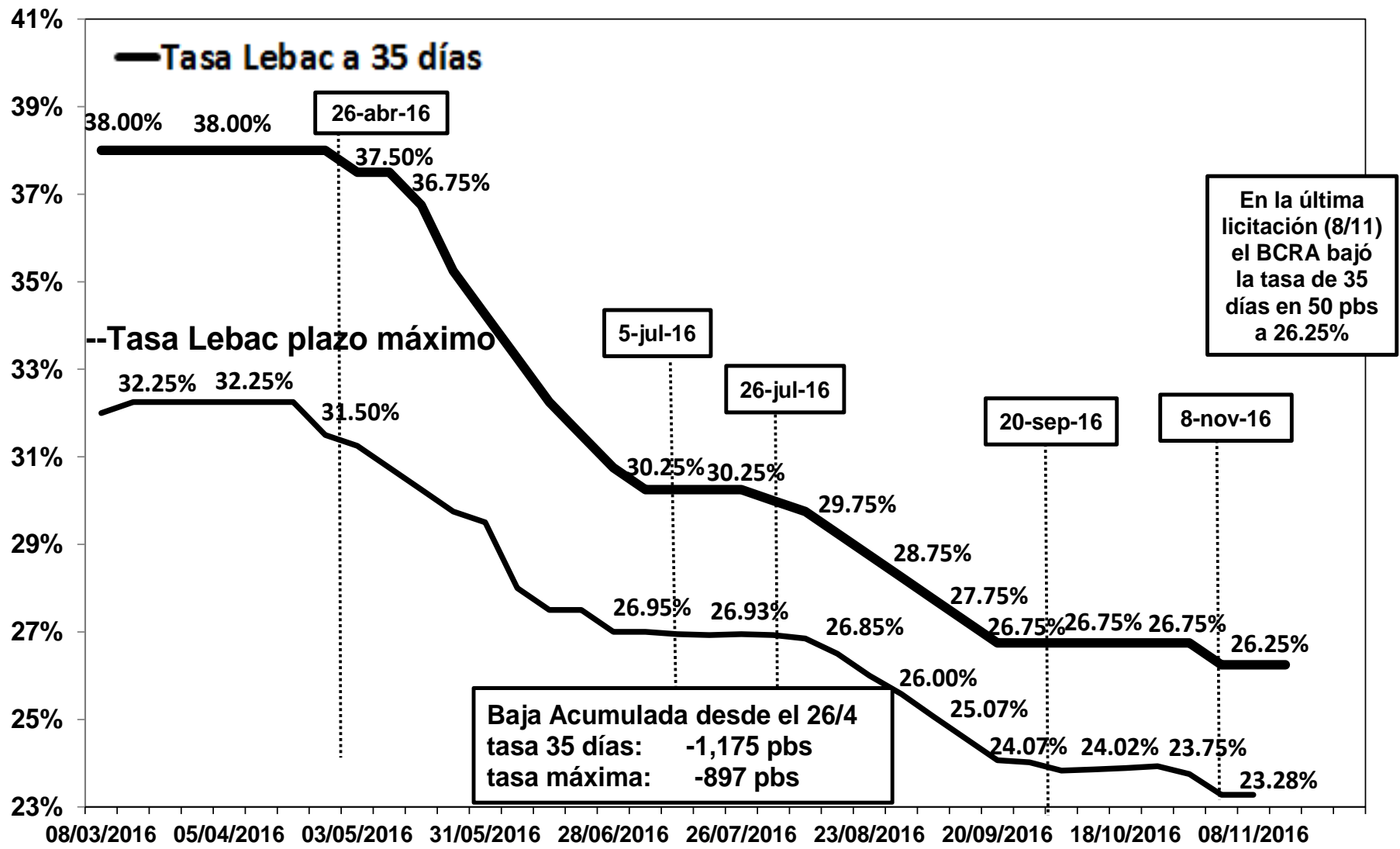
III. POR OTRA PARTE PROBABLEMENTE EN 2017 NO SE CUMPLA CON LA META DE INFLACIÓN (DE 12-17%) QUE FIJÓ EL BCRA

Lo más probable es que haya un desvío de unos 4/5 puntos (21/22% dic/dic vs el techo de la meta de 17%) porque:

- (i) hay inercia inflacionaria;
- (ii) no hay austeridad fiscal que contribuya a bajar las expectativas de inflación;
- (iii) no hay (por ahora) acuerdo tripartito;
- (iv) Y, además, porque el alto déficit fiscal y su financiamiento monetario (directo e indirecto) dificulta el funcionamiento (la "mecánica") de la política monetaria de metas de inflación.

III. POLÍTICA MONETARIA: ALGUNAS CONSIDERACIONES CLAVES PARA ENTENDER EL PROBLEMA DEL MIX DE POLÍTICAS ELEGIDO

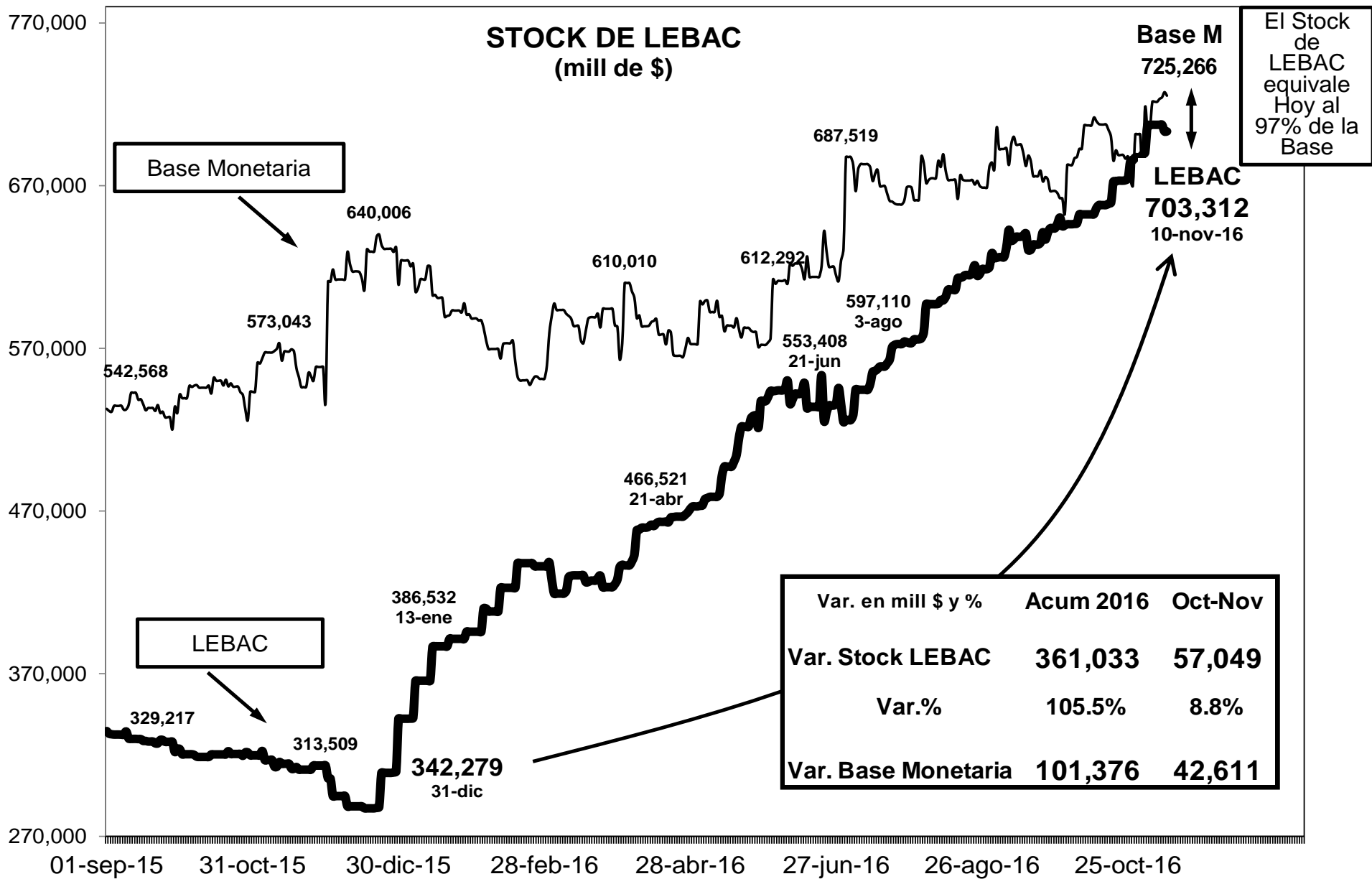
» El BCRA fija la tasa de las LEBAC procurando mantener tasas reales positivas para bajar la inflación. Al fijar el precio del dinero (la tasa de interés), la cantidad de dinero es endógena



III. EL PROBLEMA ES QUE EL BCRA DEBE EMITIR DIRECTA E INDIRECTAMENTE PARA FINANCIAR AL TESORO, PERO LA SOCIEDAD NO ESTÁ DISPUESTA A DEMANDAR TODOS ESOS PESOS, CON LO CUAL EL BCRA DEBE ABSORBER LOS PESOS EXCEDENTES VÍA LA COLOCACIÓN DE LEBAC

	Var. Acumulada en el año (hasta el 10 de noviembre)			
	2015	2016		
I) Emisión de Base Monetaria				
Compra de divisas al Sector Privado	-50,933	37,591		
Compra de divisas al Sector Público	10,004	123,893	}	Emisión total para el Fisco 268,856 M
Emisión para el Tesoro (exc RIN)	106,360	144,963		
Pases, redescuentos y Otros	38,637	18,321		
Esterilización vía LEBAC	3,177	-223,391		Problema: El déficit fiscal y su financiamiento dificultan la "mecánica" de la política monetaria de metas de inflación que lleva adelante el BCRA. Y limitan la capacidad de la autoridad monetaria para bajar la inflación.
Base Monetaria	107,245 <i>+36.0% a/a</i>	101,376 <i>+27.3% a/a</i>		
II) Relación entre Base Monetaria y LEBAC				
	Stock al 10/11/2015	Stock al 10/11/2016	Var. en \$	Var. %
Base Monetaria	569,809	725,266	155,457	27.3
LEBAC	312,818	703,312	390,494	124.8
Base M / LEBAC (%)	55.0	97.0 ↑		

III. EN CONSECUENCIA SE ESPIRALIZA EL STOCK DE LEBAC



STOCK DE LEBAC
(mill de \$)

Base Monetaria

LEBAC

Base M
725,266

LEBAC
703,312
10-nov-16

542,568

573,043

640,006

610,010

612,292

687,519

597,110
3-ago

553,408
21-jun

466,521
21-abr

386,532
13-ene

329,217

313,509

342,279
31-dic

01-sep-15 31-oct-15 30-dic-15 28-feb-16 28-abr-16 27-jun-16 26-ago-16 25-oct-16

III. ¿QUÉ CONSECUENCIAS TIENE UNA RECUPERACIÓN MÁS MODERADA (DEL ORDEN DE 2.3/2.5%) Y UNA INFLACIÓN DE 21%/22%?

- En nuestra opinión, la política monetaria para bajar la tasa de inflación tendrá algún costo en términos de nivel de actividad el año entrante. Si en los próximos trimestres se lograra apenas una tenue recuperación económica (que no llegara a "sentirse en las calles"), es probable que tienda a aumentar la tensión entre la política fiscal y la política monetaria (en otras palabras, es probable que tienda a aumentar el conflicto entre el BCRA y Hacienda)
- Con un escenario de recuperación más moderada tampoco es obvio que la economía "defina" la contienda electoral del año entrante a favor del oficialismo.
- Además, no hay que olvidar que toda "fiesta" financiada con deuda externa (ahorro externo) suele ser más corta en el tiempo.

III. PROYECCIONES DE LAS PRINCIPALES VARIABLES 2017

	Unidad de medida	2015	2016 (p)	2017 (p)
Actividad Económica				
Crecimiento real del PBI	var % a/a	2.5%	-2.2%	2.3%
Crecimiento precios implícitos del PBI	var % a/a	24.5%	39.0%	22.0%
Crecimiento PBI nominal	var % a/a	27.6%	35.9%	24.8%
PBI nominal en pesos	MM de \$ corrientes	5,843	7,940	9,910
PBI nominal en dólares	MM de u\$s	630	536	590
PBI per capita en dólares	u\$s por habitante	14,610	12,290	13,360
Tipo de cambio \$/u\$s				
Tipo de cambio nominal (\$/ u\$s)	Prom. Diciembre	11.5	15.8	18.4
Tipo de cambio nominal (\$/ u\$s)	Promedio anual	9.3	14.8	16.8
TC real vs dólar (Dic.2001=1)	Prom. Diciembre	1.05	1.07	1.05
Inflación				
Inflación GBA Indec	Dic/Dic	-	39.6	22.0
Inflación Nacional	Dic/Dic	29.4	36.8	21.0
Inflación Nacional	Promedio anual	27.7	39.9	24.0

III. PROYECCIONES DE LAS PRINCIPALES VARIABLES (BRODA VS REM)

	IPC Nacional					Broda
	REM (Ago)	REM (Sep)	REM (Octubre)			
	Mediana	Mediana	Mediana	Max		
nov-16	1.7	1.7	1.6	2.1	1.2	1.6
dic-16	1.6	1.6	1.5	2.0	1.2	1.7
ene-17	1.7	1.7	1.7	3.0	1.1	1.9
feb-17	-	1.5	1.5	2.5	0.9	1.7
mar-17	-	1.6	1.6	2.4	0.9	1.7
abr-17	-	-	1.6	2.2	1.0	1.7
Próx. 12 Meses	21.9	21.1	19.4	24.0	15.0	21.8
Próx. 24 Meses	16.0	15.4	14.9	20.0	9.3	14.0
Año 2016 (Dic)	37.7	36.5	36.6	40.3	30.0	36.8
Año 2017 (Dic)	19.9	19.3	19.2	22.0	15.0	21.0
Año 2018 (Dic)	-	-	14.3	18.5	8.0	15.0
Año 2019 (Dic)	-	-	9.0	16.0	5.0	10.0

	Tipo de cambio (\$/u\$s)					Broda
	REM (Ago)	REM (Sep)	REM (Octubre)			
	Mediana	Mediana	Mediana	Max		
	15.8	15.8	15.4	16.3	15.0	15.4
	16.0	16.0	15.7	16.5	15.0	15.8
	16.2	16.2	16.0	16.8	15.3	16.0
	16.5	16.4	16.2	17.2	15.5	16.2
	-	16.6	16.4	17.3	15.5	16.4
			16.6	17.5	15.8	16.5
	17.8	17.8	18.0	19.0	15.8	17.4
	-	-	-	-	-	-
	16.0	16.0	15.7	16.5	15.0	15.8
	18.5	18.4	18.2	19.4	16.0	18.4
	-	-	20.7	25.0	17.0	20.8
	-	-	-	-	-	-

	PBI REAL					Broda
	REM (Ago)	REM (Sept)	REM (Octubre)			
	Mediana	Mediana	Mediana	Max		
IVT -16 (Var t/t)	-	-	1.0	2.6	-1.8	0.5
IT -17 (Var t/t)	-	-	1.4	2.8	-2.5	0.9
Año 2016	-1.5	-1.7	-2.0	-1.1	-2.5	-2.2
Año 2017	3.2	3.2	3.2	4.3	2.1	2.3
Año 2018	-	-	3.3	4.5	1.0	2.8
Año 2019	-	-	3.5	4.8	2.0	3.3

	Resultado primario (MM\$)					Broda
	REM (Ago)	REM (Sep)	REM (Octubre)			
	Mediana	Mediana	Mediana	Max		
	-	-				-
	-	-				-
	-375	-375	-380	-336	-450	-393
	-410	-410	-430	-303	-625	-535
			-410	-100	-618	-470
	-	-	-	-	-	-

III. PROYECCIONES DE LAS PRINCIPALES VARIABLES (BRODA VS REM)

	IPC GBA - Indec					Broda
	REM (Ago)	REM (Sept)	REM (Octubre)			
	Mediana	Mediana	Mediana	Máximo		
nov-16	1.8	1.7	1.6	2.3	1.2	1.6
dic-16	1.6	1.6	1.6	2.6	1.2	1.7
ene-17	1.8	1.7	1.7	3.0	1.1	1.9
feb-17	1.6	1.5	1.5	2.9	0.8	1.7
mar-17	-	1.7	1.6	2.4	0.9	1.7
abr-17	-	-	1.7	2.8	1.0	1.7
Próx. 12 Meses	21.8	21.3	19.8	25.0	16.2	22.5
Próx. 24 Meses	16.0	15.4	14.3	20.6	10.9	14.0
Año 2016 (Dic)	41.0	39.6	39.4	42.0	36.0	39.6
Año 2017 (Dic)	19.8	20.0	19.7	24.0	15.0	22.0
Año 2018 (Dic)	-	-	14.8	20.2	11.0	15.0
Año 2019 (Dic)	-	-	9.3	17.0	4.3	10.0

	Inflación CORE (GBA-Indec)					Broda
	REM (Ago)	REM (Sep)	REM (Octubre)			
	Mediana	Mediana	Mediana	Máximo		
	1.5	1.5	1.5	1.7	0.9	1.6
	1.5	1.5	1.5	1.9	1.0	1.5
	1.5	1.5	1.5	1.8	0.8	1.7
	1.5	1.5	1.4	1.7	0.6	1.5
	-	1.5	1.4	1.8	0.8	1.6
	-	-	1.4	1.7	0.8	1.5
	19.9	19.0	18.0	22.4	14.8	21.5
	15.0	14.0	13.1	18.5	10.0	14.0
Año 2016 (Dic)	35.0	34.0	34.0	37.2	28.2	33.8
Año 2017 (Dic)	17.9	17.7	17.4	22.1	14.5	21.0
Año 2018 (Dic)	-	-	13.0	18.0	9.8	15.0
Año 2019 (Dic)	-	-	8.1	15.0	5.0	9.0

III. PROYECCIONES DE LAS PRINCIPALES VARIABLES (BRODA vs FMI)

	Unidad de medida	FMI		Broda	
		2016 (p)	2017 (p)	2016 (p)	2017 (p)
Actividad Económica					
Crecimiento real del PBI	var % a/a	-1.8%	2.7%	-2.2%	2.3%
Precios implícitos del PBI	var % a/a	40.2%	23.2%	39.0%	22.0%
Crecimiento PBI nominal	var % a/a	37.6%	26.5%	35.9%	24.8%
PBI nominal en pesos	M de \$ corrientes	8,043	10,173	7,940	9,910
Inflación					
Inflación GBA - Indec	Dic/Dic	39.4	20.5	39.6	22.0
Inflación Nacional	Dic/Dic	-	-	36.8	21.0
Sector Externo					
Saldo comercial (FOB - CIF)	Millones de u\$s	1,400	-1,700	1,500	-600
Exportaciones de bienes (FOB)	Millones de u\$s	55,300	57,200	57,100	61,670
Importaciones de bienes (CIF)	Millones de u\$s	53,900	58,900	55,600	62,270
Finanzas Públicas					
Déficit primario SPN	MM de \$	386.1	457.8	393.0	535.0
	en % del PBI	4.8%	4.5%	4.9%	5.4%

IV. ¿SERÁ LA RECUPERACIÓN MODERADA DE 2017 EL COMIENZO DE UN PROCESO DE CRECIMIENTO LARGO? NO TODAVÍA.

- ✓ (1) **Porque el "punto de partida" es malo.** La economía lleva 22 trimestres estancada, con fuerte aumento del gasto estatal y del empleo público, caída de la inversión, estancamiento de las exportaciones, incremento de los jóvenes que ni estudian ni trabajan, deterioro del capital humano, y con escasa apertura comercial. En ese contexto, es probable que haya venido cayendo la productividad y la tasa de crecimiento potencial del país.
- ✓ (2) **Porque aún no hay un cambio en la asignación de los recursos como los que lograron emprender exitosamente países como Australia, Polonia o Chile.** Falta crear un ambiente favorable al aumento de la productividad, la competitividad y el crecimiento que promueva la apertura comercial, mercados más competitivos y flexibles, reducción del exceso de regulaciones, mayor facilidad para emprender negocios, etc
- ✓ **Para estimular la competencia y productividad se requiere un CAMBIO. Por ahora no hay instituciones fiscales ni avances contundentes en lo que hace a la "rule of law".** Hasta ahora se camina lentamente para convertirnos en un país normal.

Conclusión: Por ahora no es seguro que se pueda "empalmar" con un crecimiento potencial mayor al del pasado

¡MUCHAS GRACIAS!