



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 40 - Edición N° 960 – 1 de Octubre de 2018

Nuevo plan, ¿puede esta vez resultar diferente?

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

BROKERS / AQAP

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Nuevo plan, ¿puede esta vez resultar diferente?¹

En la Argentina, la mayoría de los planes de estabilización han empezado por anclar al tipo de cambio, la “madre de todas las batallas” para un país tan dolarizado. Por eso, el programa anunciado el miércoles 26, que pivotea sobre el congelamiento de la base monetaria por 9 meses, es inédito y habrá de despertar controversias y dudas, hasta que se vea si, en la práctica, puede funcionar. Aunque existan “zonas de intervención” para el mercado cambiario, por debajo y por encima de 34 y 44 pesos, el plan parece diseñado para funcionar en un sendero en el que la paridad no toque esos extremos, ya que de perforarse el techo se habrán de activar turbulencias. Habrá un aprendizaje y será inevitable mayor volatilidad cambiaria y de las tasas de interés. Los mayores desembolsos del nuevo acuerdo con el FMI deberían alejar temores de default, por lo que el riesgo país tendría que bajar, pero esta tendencia está supeditada a lo que ocurra en el mercado cambiario. En realidad, el gobierno ha hecho “de la necesidad virtud”, ya que el régimen de metas de inflación no funcionó, al tiempo que la opción de fijar el precio de la divisa en una banda angosta requiere más dólares que los disponibles en las reservas netas del Banco Central.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5353931. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

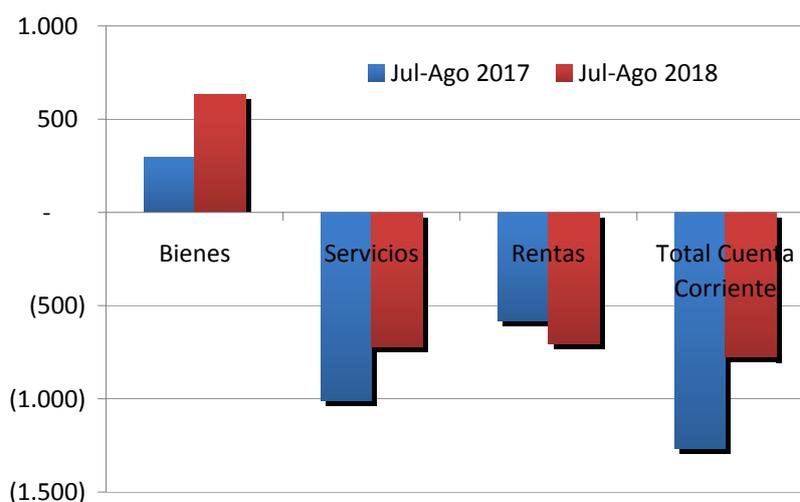
1

Este artículo fue publicado originalmente en el diario La voz del interior el 30 de Septiembre de 2018

En la Argentina, la mayoría de los planes de estabilización han empezado por anclar al tipo de cambio, la “madre de todas las batallas” para un país tan dolarizado. Por eso, el programa anunciado el miércoles 26, que pivotea sobre el congelamiento de la base monetaria por 9 meses, es inédito y habrá de despertar controversias y dudas, hasta que se vea si, en la práctica, puede funcionar. Aunque existan “zonas de intervención” para el mercado cambiario, por debajo y por encima de 34 y 44 pesos, el plan parece diseñado para funcionar en un sendero en el que la paridad no toque esos extremos, ya que de perforarse el techo se habrán de activar turbulencias. Habrá un aprendizaje y será inevitable mayor volatilidad cambiaria y de las tasas de interés. Los mayores desembolsos del nuevo acuerdo con el FMI deberían alejar temores de default, por lo que el riesgo país tendría que bajar, pero esta tendencia está supeditada a lo que ocurra en el mercado cambiario. En realidad, el gobierno ha hecho “de la necesidad virtud”, ya que el régimen de metas de inflación no funcionó, al tiempo que la opción de fijar el precio de la divisa en una banda angosta requiere más dólares que los disponibles en las reservas netas del Banco Central.

Argentina: Cuenta Corriente Cambiaria

Millones de dólares, promedio mensual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

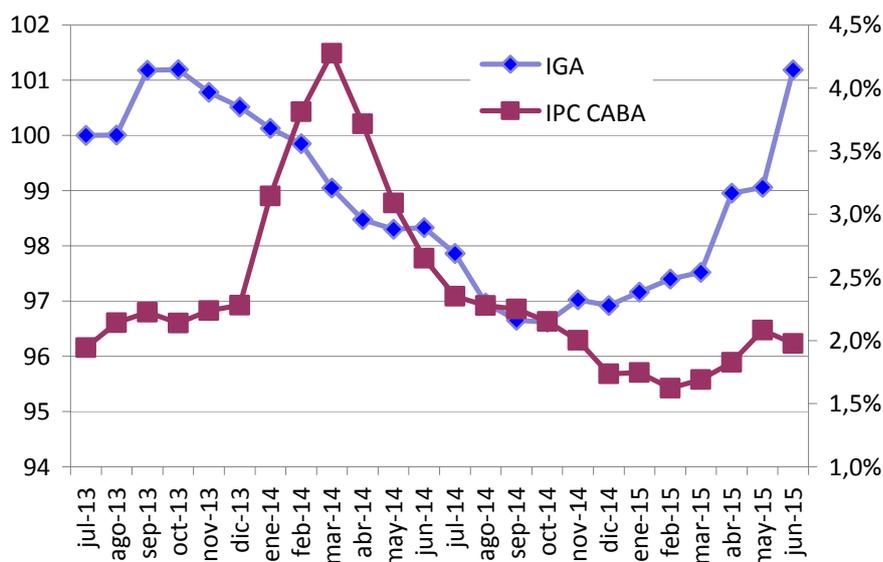
La fotografía muestra a la economía en su peor momento, tanto por la inflación de setiembre (más del 6 %?), como por un nivel de actividad que se encuentra en el piso. Sin embargo, este ajuste es la contracara de la corrección de los desequilibrios que dieron combustible a la crisis. El déficit del sector externo, que superó los 30 mil millones de dólares en 2017, apunta a cerrar 2018 por debajo de los 20 mil millones y se proyecta inferior a 15 mil millones en 2019. El rojo fiscal, incluyendo intereses, se está reduciendo a la mitad en dos años, desde 6 % del PIB en 2017 a un estimado de 3 % en 2019, mientras que el Banco Central ha saneado en forma drástica su balance, achicando sus

pasivos remunerados (Lebacs y demás) en nada menos que 50 mil millones de dólares desde abril.

Como resultado, las bases para estabilizar la economía resultan hoy más firmes que las de seis meses atrás. Sin embargo, en el camino se han “quemado” algunos instrumentos (metas de inflación) o se han debilitado otros, caso de las reservas netas del Banco Central, que se ubican por debajo de los 20 mil millones de dólares.

De allí que se haya puesto sobre la mesa el compromiso del Banco Central de mantener inmutable la base monetaria desde el 1ro de octubre hasta junio del año próximo, aunque tendrá cierta flexibilidad a través del manejo de los encajes bancarios. Lo novedoso del instrumento, el hecho que no exista una banda en el extremo superior (44 pesos por dólar), sino una más difusa “zona de intervención”, la fuerte inercia inflacionaria, son todos factores que definen la importancia del arranque del flamante esquema para su efectiva consolidación. Más aún cuando subsisten Lebacs por 440 mil millones de pesos por rescatar. Las tasas de interés tendrán un impulso alcista, algo que se verá desde este lunes, y no está claro todavía en qué nivel el costo del dinero podrá estabilizarse. Hay una situación ambivalente, porque para los ahorristas el rendimiento de los plazos fijos está por debajo de la inflación, mientras que del otro lado del mostrador la cadena de pagos se resiente, por el costo de los créditos y por la caída del volumen de ventas en los sectores más afectados por la recesión (bienes de consumo durable, por ejemplo).

Nivel de actividad y tasa mensual de inflación, la experiencia de la devaluación de 2014



Datos promedio móvil de 3 meses

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OJF y Estadísticas CABA

El partido se juega en el terreno de la confianza y de las expectativas. Si el precio del dólar dependiera exclusivamente de los fundamentos vinculados con el sector externo, la paridad actual tendría que ser suficiente para estabilizar las variables, más con la decisión del FMI de ampliar el crédito a 57,1 mil millones de dólares y adelantar desembolsos. Hay que tener en cuenta que, de cumplir con las metas acordadas, la Argentina accederá a fondos frescos por 36,2 mil millones de dólares hasta diciembre de 2019, cubriendo las necesidades de financiamiento del período.

El uso del crédito FMI no se limita a atender requerimientos en moneda dura. Está previsto que, de aquí a fin de año, el Tesoro venda unos 5 mil millones de dólares a través del Banco Nación, ya que necesita los pesos para financiar el déficit y otros compromisos. A esto se suma el ajuste que está ocurriendo en la cuenta corriente del balance de pagos, que en términos de caja redujo en un año el déficit de 1263 a 776 millones de dólares (promedio mensual) en lo que va del tercer trimestre. El sector privado necesita menos divisas para funcionar.

En esencia, dado lo novedoso del plan, los próximos días serán cruciales para determinar si es capaz de encarrilar las expectativas. La inminente suba de tasas aportará ruido adicional al debate económico. Más allá del compromiso de “expansión cero” de la base monetaria (que puede ser alterado a través de los encajes bancarios), lo que determina la trayectoria de la tasa de interés es la expectativa de devaluación del peso que predomine entre los agentes económicos. Ese factor es la clave para que las tasas de interés puedan comenzar a ceder más adelante. El único mecanismo para evitar que la recesión se profundice y prolongue, pasa por un rápido descenso de la tasa de inflación, desde las cumbres actuales. Está fresca la referencia de la devaluación de 2014, que muestra que el nivel de actividad comenzó a recuperarse cuando las variaciones mensuales de precios volvieron al andarivel previo al momento en el que el tipo de cambio se disparó.

Programa financiero 2018

USD mm	Oct-Dic 2018		Oct-Dic 2018
Necesidades (ex. Letes)	14.9	Fuentes (ex. Letes)	22.9
Déficit Primario	5.7	Saldo inicial de caja	5.3
Plan gas	0.0	FMI	13.4
Intereses (priv., IFIs, sec. público fin.)	4.6	Financiamiento Privado	1.9
Vencimientos de Principal (privados)	4.1	Mercado Internacional	0.0
Bonos Internacionales	0.0	Mercado Doméstico	0.0
Bonos Domésticos	0.4	Repo	1.9
Otros	0.4	Financiamiento IFIs (ex-FMI)	2.3
Repo	3.7	<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	2.2
Vencimientos de Principal IFIs	0.5	Otros	0.1
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	0.4	<i>Club de Paris</i>	0.0
Otros	0.1		
<i>Club de Paris</i>	0.0		
Letes (privados)	8.2	Letes (privados)	5.6
Letes en USD	5.2	Letes en USD	2.6
Letes en ARS	3.0	Letes en ARS	3.0

Nota: la diferencia entre Fuentes y Necesidades (ex. Letes) se usa para pagar vencimientos de Letes no refinanciados y queda un saldo remanente de USD 5.4mm
Supuestos: TCN ARS/USD 38 Fuente: Ministerio de Hacienda

3

Programa financiero 2019

USD mm	2019		2019
Necesidades (ex. Letes)	27.9	Fuentes (ex. Letes)	34.5
Déficit Primario	0.0	Saldo inicial de caja	5.4
Plan gas	0.6	FMI	22.8
Intereses (priv., IFIs, sec. público fin.)	14.1	Financiamiento Privado	1.7
Vencimientos de Principal (privados)	9.5	Mercado Internacional	0.0
Bonos Internacionales	2.8	Mercado Doméstico	0.0
<i>Global '19</i>	2.8	Repo	1.7
Bonos Domésticos	3.9	Financiamiento IFIs (ex-FMI)	4.6
<i>Bonar '24</i>	1.2	<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	4.4
<i>ARGDUO '19</i>	1.5	Otros	0.2
<i>ARGCER '19</i>	0.8	<i>Club de Paris</i>	0.0
<i>ARGBON '19 Badlar+250</i>	0.2		
Otros	0.2		
Repo	2.9		
Vencimientos de Principal IFIs	3.6		
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	1.7		
Otros	0.2		
<i>Club de Paris</i>	1.7		
Letes (privados)*	14.5	Letes (privados)	8.7
Letes en USD	7.6	Letes en USD	4.6
Letes en ARS	6.9	Letes en ARS	4.1

* Incluye vencimientos existentes de Letes en 2019 y refinanciamientos realizados en 2018 (en el caso de las Letes en ARS, también capitalización de intereses)
Supuestos: TCN ARS/USD 40,1 Fuente: Ministerio de Hacienda

4