


La paz de los cementerios. Calmas transitorias en el medio de la tormenta financiera

DICIEMBRE 2018



- Argentina atraviesa un sendero macroeconómico sumamente frágil
- Si bien, la nueva política monetaria y cambiaria anunciada en el marco del nuevo acuerdo con el FMI logró **calmar transitoriamente** el valor del dólar, existen una serie de tensiones en el actual esquema macroeconómico que hacen **dudar de su sostenibilidad en el tiempo**
- La devaluación y las políticas fiscales y monetarias contractivas hacen que Argentina está atravesando un **ajuste en la actividad económica** y en los salarios cuya duración y profundidad no se dan hace muchos años
- La **malas perspectivas** tanto en términos de la actividad interna como de un posible *default* o reestructuración de la deuda pintan un panorama sombrío hacia el futuro. Las elecciones de 2019 suman incertidumbre a la situación económica del próximo año



**La tormenta financiera y la estabilización del dólar
con los dólares del FMI**

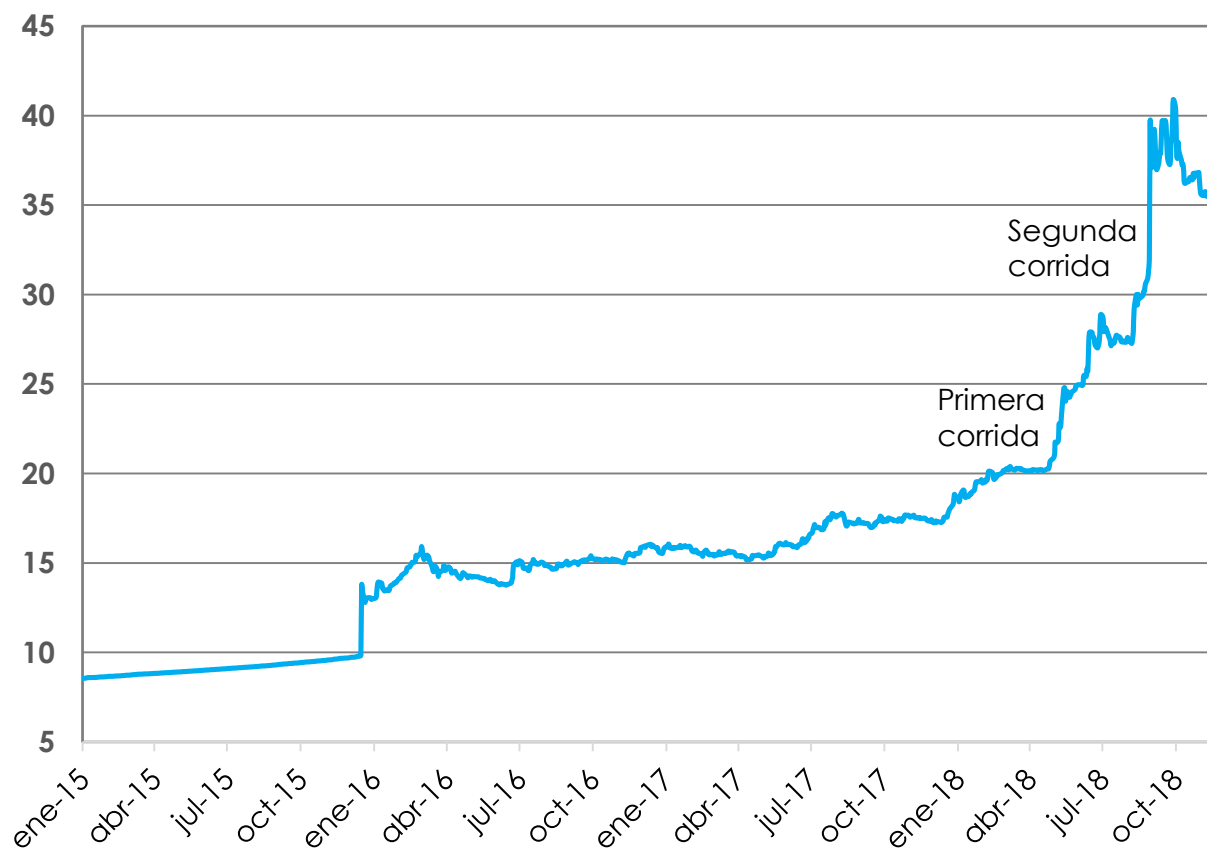
La tormenta financiera

- Ante las crecientes necesidades de financiamiento externo, este año el país entró en una crisis de balanza de pagos. A principios del año “los mercados financieros internacionales” definieron que ya habían invertido lo suficiente en Argentina y nuestro país se quedó sin quien financie su déficit externo.
- Esto se vio agravado por la suba de tasas en EEUU, la apreciación del dólar e inestabilidad en otros mercados emergentes, Argentina sufre una mayor salida de capitales. Teniendo en cuenta los niveles de reservas internacionales, lo que parecía una crisis “contenible”, derivó en una **gran crisis local** porque:
 - Había **problemas estructurales agravados** (déficit de Cuenta Corriente, fuga de capitales, etc.) y existía una **elevada dependencia de fondos del exterior** que desembocó en un veloz endeudamiento externo público
 - **La economía estaba más desregulada comercial y financieramente**. El Estado tenía menos herramientas anticrisis y la economía estaba más expuesta
 - Hubo **un mal manejo de la corrida** (pocas señales y confusas, evidente descoordinación del equipo económico)
- La salida de capitales derivó en una sucesión de corridas que dejó al descubierto la enorme fragilidad financiera del esquema económico.
- El dólar pasó de 17 a 40 pesos

Fuerte devaluación en pocas cuotas

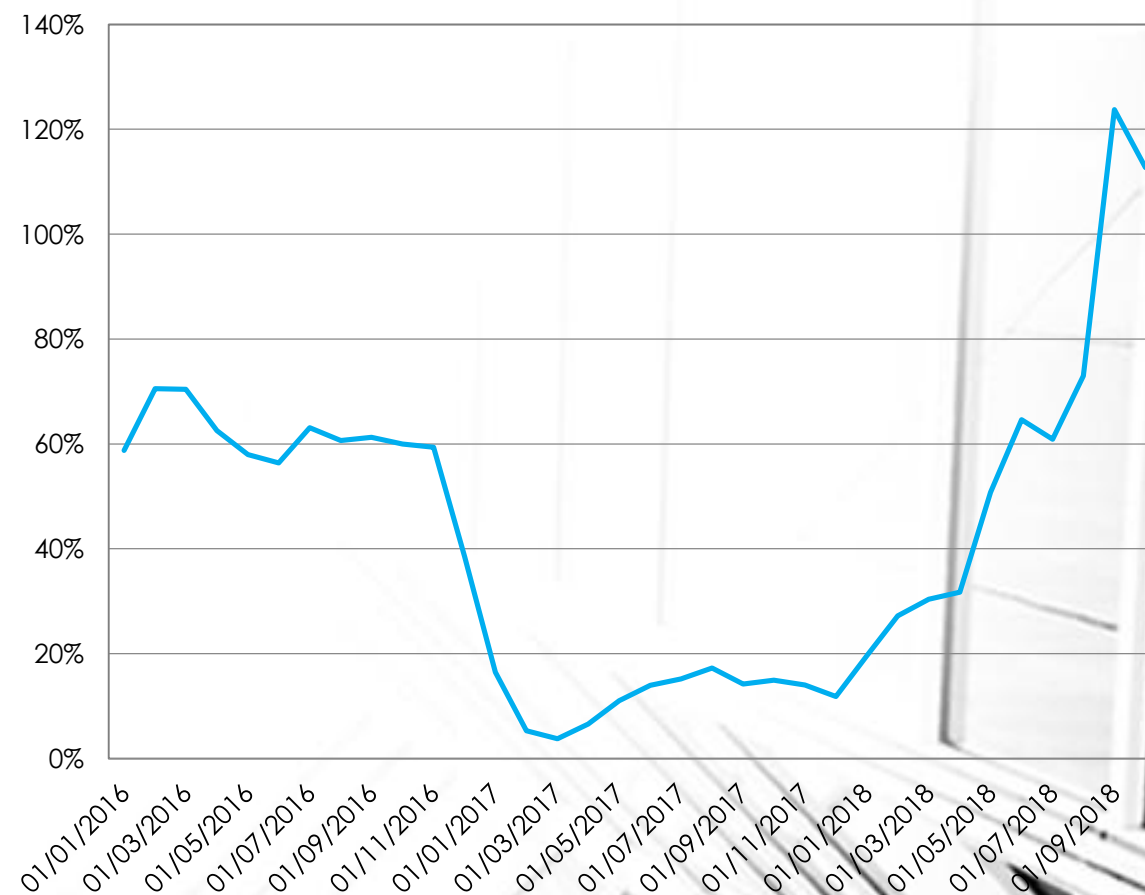
- La evolución del tipo de cambio permite ver con claridad las **dos corridas**, la primera a fines de abril-mayo y la segunda a fines de agosto, detonada por el anuncio poco claro de la necesidad de un nuevo acuerdo con el FMI. La primera llevó a una devaluación similar a la de 2016, la segunda la duplicó

Tipo de Cambio Nominal - Dolar Mayorista



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Variación interanual del Tipo de Cambio Mayorista



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Descoordinación, crisis y el plan del FMI

- Con las corridas se hicieron evidentes no sólo la fragilidad y vulnerabilidad del modelo sino también la fuerte descoordinación y desorientación de la política económica del gobierno
- La poca claridad a la hora de fijar reglas que se sostuvieran en el tiempo incrementaron los problemas de una crisis cambiaria que, teniendo en cuenta la elevada dependencia al financiamiento externo, se sabía que iba a llegar “en algún momento”
- Independientemente de sus inconsistencias y mecanismos de dudoso cumplimiento, el acuerdo con el FMI, otorgó al gobierno un plan y los dólares necesarios para afrontar los vencimientos de deuda hasta el 2019, en tanto los mercados internacionales de deuda están cerrados para la Argentina
- A estos cambios de los llamó “el fin del gradualismo” por el fuerte efecto contractivo de las medidas pero en realidad se trató del establecimiento de un plan de estabilización que no se había llevado a cabo hasta ese momento



**Componentes del Plan D-S-L. Rumbo a una
Argentina más chica**

El plan de estabilización Dujovne-Sandleris-Lagarde

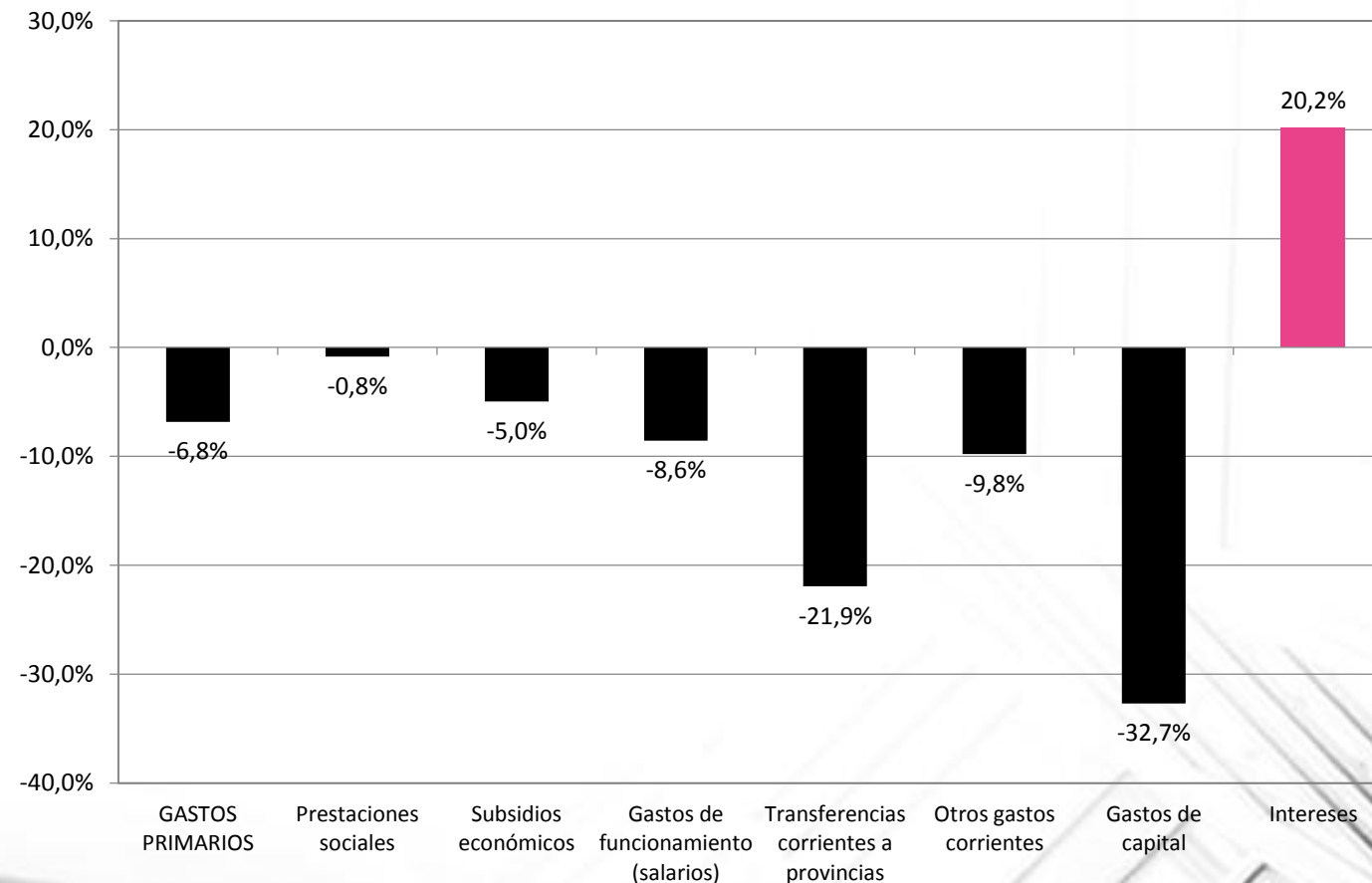
- Con la salida de Caputo y entrada de Sandleris a fines de septiembre, el FMI tomó mayor control de la conducción económica y se establecieron **pautas más claras y duras**, al estilo de los **planes de estabilización**. Los componentes de este plan fueron:
 1. **Una política monetaria contractiva**. Crecimiento de la Base Monetaria 0% hasta junio de 2019.
 - El BCRA deja de controlar la tasa de interés mediante licitaciones de LEBACs (mensuales) y pasa a controlar la base monetaria mediante las LELIQs (semanales en poder de los bancos).
 - Se flexibiliza el aumento de la BM por cuestiones estacionales y con la posibilidad de que las entidades financieras integren encajes con LELIQs. En la práctica, puede crecer hasta 11% aprox (fuente: ITE-GA).
 - La tasa de las LELIQs no bajaría de 60% hasta que no se evidencie un retroceso en las expectativas de inflación durante 2 meses
 - La nueva política monetaria tiene **dos objetivos** fundamentales:
 - **Secar la plaza de pesos**, para colaborar con la política cambiaria y evitar mayores presiones en el mercado cambiario por el lado monetario, elevando la tasa de interés todo lo que sea necesario para garantizar una **ganancia en pesos que sea más atractiva que la esperada de la próxima devaluación**.
 - Generar una importante **contracción del crédito** que contribuya a ajustar rápidamente la economía, impulsando a la baja la inflación y la demanda de dólares

El plan de estabilización D-S-L

2. Una política fiscal muy contractiva

- Fuerte ajuste del gasto público, reaparición de Retenciones y Bienes Personales y postergación deducciones prometidas. El ajuste del gasto prometido acelera la caída real que ya venía mostrando, especialmente en obra pública y gastos corrientes
- Bajo el nuevo acuerdo con el FMI, el gobierno envió un Presupuesto para 2019 con una **meta de déficit primario cero** y un **déficit financiero de 3,2%** por el creciente peso de los **intereses de la deuda**.
- El objetivo central de la política fiscal es **reducir las necesidades de financiamiento del Estado** y dar claras señales a los mercados, en el marco de los **compromisos asumidos con el FMI**. Además, sirve a la **política antiinflacionaria** por sus efectos contractivos sobre la actividad

Variación interanual del gasto real
(enero-sept 2019)



El plan de estabilización D-S-L

3. Una política cambiaria de bandas ajustables

- Inicialmente, el dólar puede fluctuar entre 34 y 44 pesos. Las bandas ajustan 3% mensual, por lo que a fines de diciembre los límites serán \$37 y \$48. Entre enero y marzo de 2019, el ritmo de ajuste será 2%. El BCRA intervendrá comprando dólares en el límite inferior de la banda y venderá (hasta US\$ 150 millones diarios) si toca el límite superior.
- El objetivo de la nueva política cambiaria es dar cierto nivel de certidumbre sobre el accionar del BCRA

- **4. Adelantamiento del cronograma de desembolsos del FMI** que llevará al gobierno a recibir US\$ 56.300 millones, de los cuales ya ingresaron US\$ 20.600 (15.000 en junio y 5.600 en octubre) y se sumarán otros US\$ 7.600 en las próximas semanas

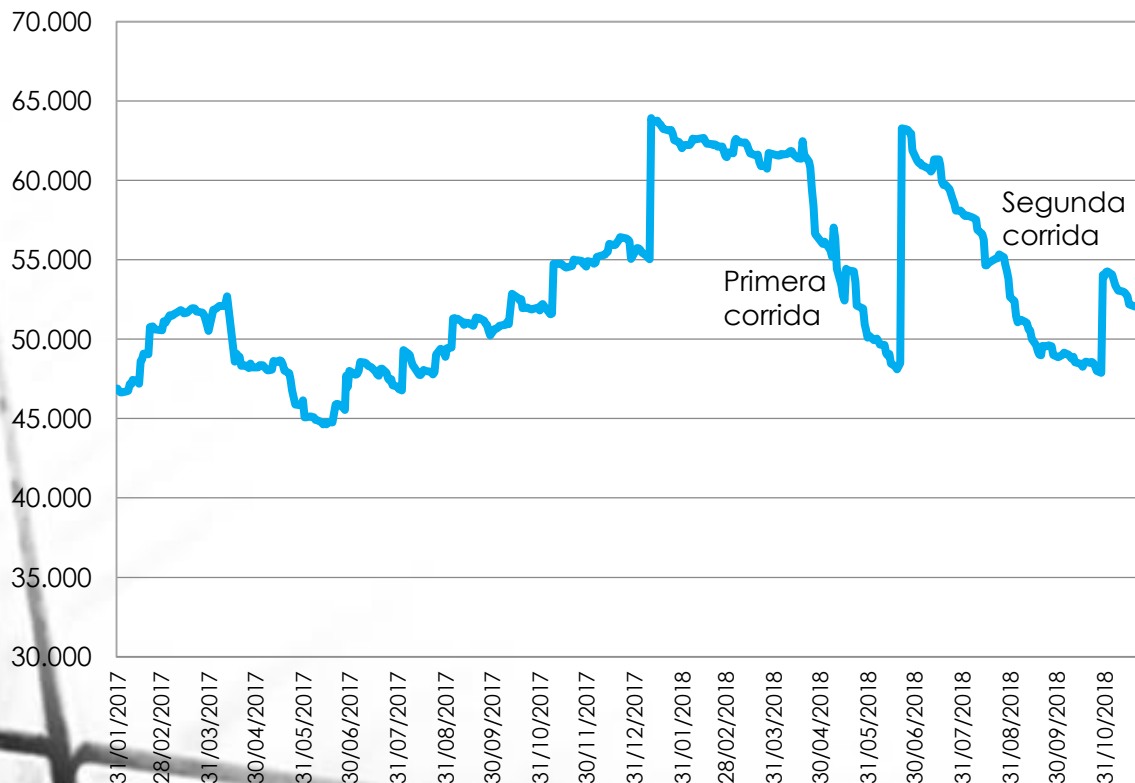
El plan de estabilización D-S-L. Efectos

- Las políticas establecidas por el Plan D-S-L permitieron calmar el mercado cambiario. El riesgo de la espiralización del tipo de cambio constituía la principal amenaza a la economía argentina
- Si bien el esquema monetario-cambiario permitió calmar transitoriamente “al mercado”, los **efectos residuales de la devaluación** siguen sintiéndose con fuerza
- El incremento de la competitividad cambiaria permitieron una fuerte **licuación del “costo argentino”**, algo buscado por el gobierno desde el inicio de su mandato. El ajuste del balance comercial vía caída de las importaciones y de la cuenta turismo ayudan a bajar las necesidades de financiamiento
- Sin embargo, la reciente toma de deuda externa, el nivel de déficit externo, los fuertes efectos recesivos y la falta de credibilidad del plan por **los elevados riesgos intrínsecos** (ver más adelante) atentan contra su sostenibilidad

Fuga y Reservas

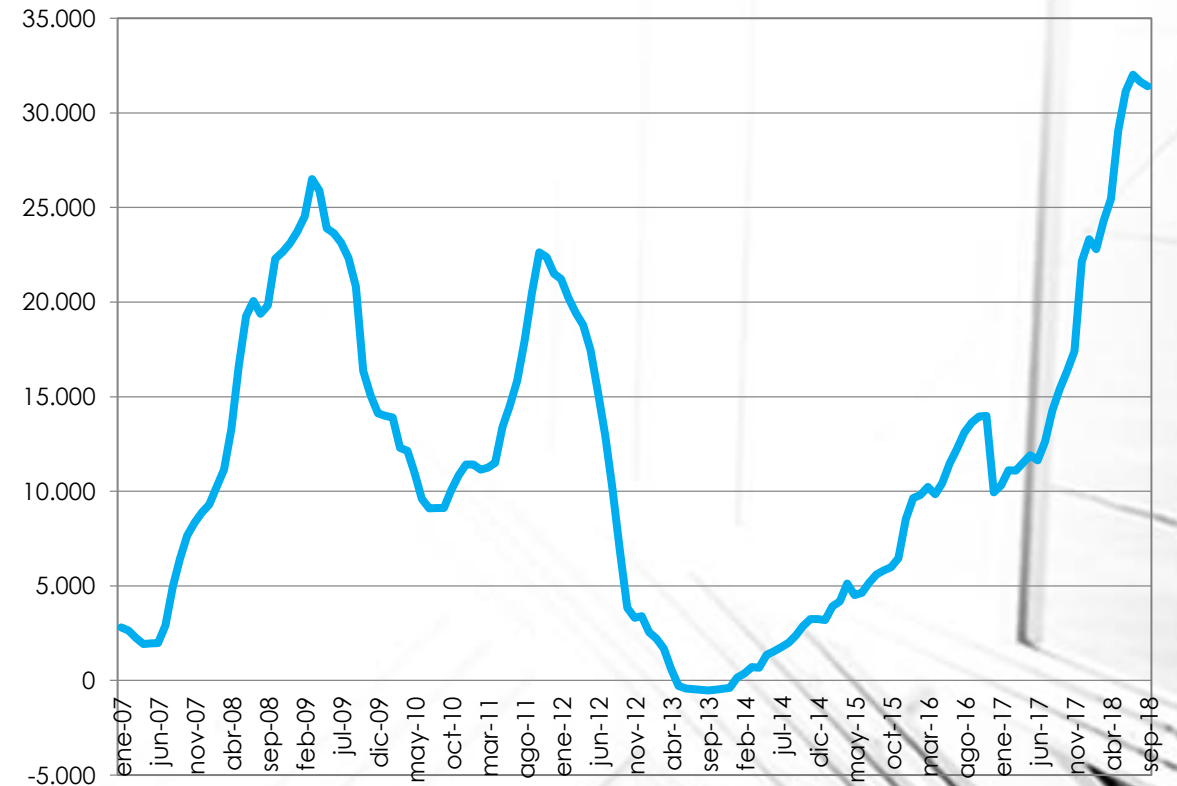
- Las reservas del BCRA crecieron en 2017 por la afluencia de capitales. En 2018 la tendencia es a la baja continua, con saltos explicados por los préstamos que tomó el gobierno (en mercados internacionales y con el FMI). Esos préstamos fueron licuados rápidamente en el marco de las corridas de mayo y agosto
- La salida de capitales alcanzó niveles históricamente elevados, cercanos a los US\$30.000 millones, superando las salidas de la crisis de 2008-2009 y las elecciones de 2011

Reservas internacionales del BCRA
(en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Formación de activos externos netos del sector privado no financiero (en millones de US\$, acumulado 12 meses)

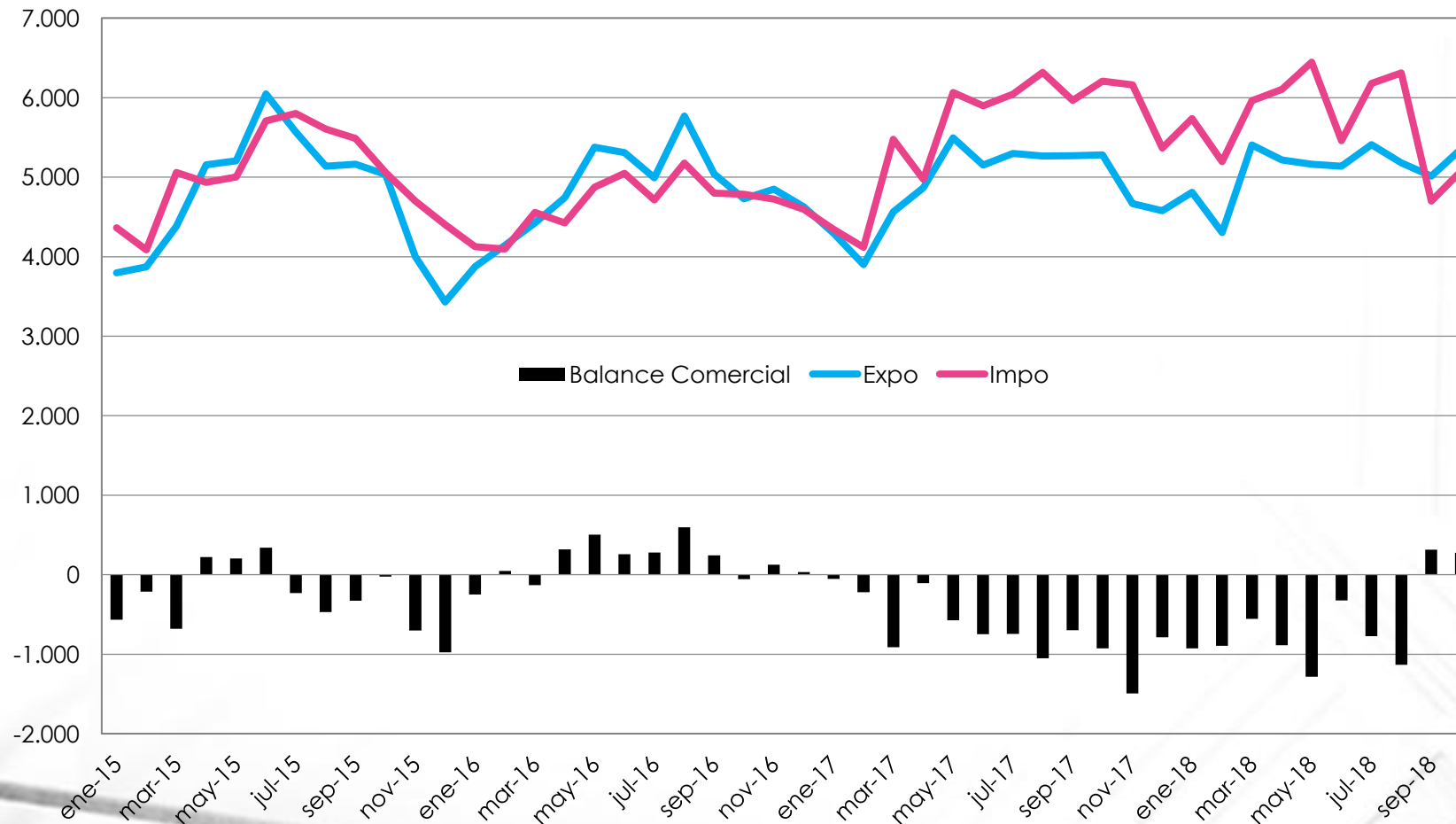


Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario (BCRA)

Balance comercial

- Desde 2017 se vio un fuerte empeoramiento del balance comercial, producto de la aceleración de las importaciones, en un contexto un leve aumento de las exportaciones. La recesión actual ya redujo en 20% las compras externas. Con expo estancadas se logró un superávit comercial

Expo, Impo y Balanza Comercial
(datos mensuales, en millones de dólares)

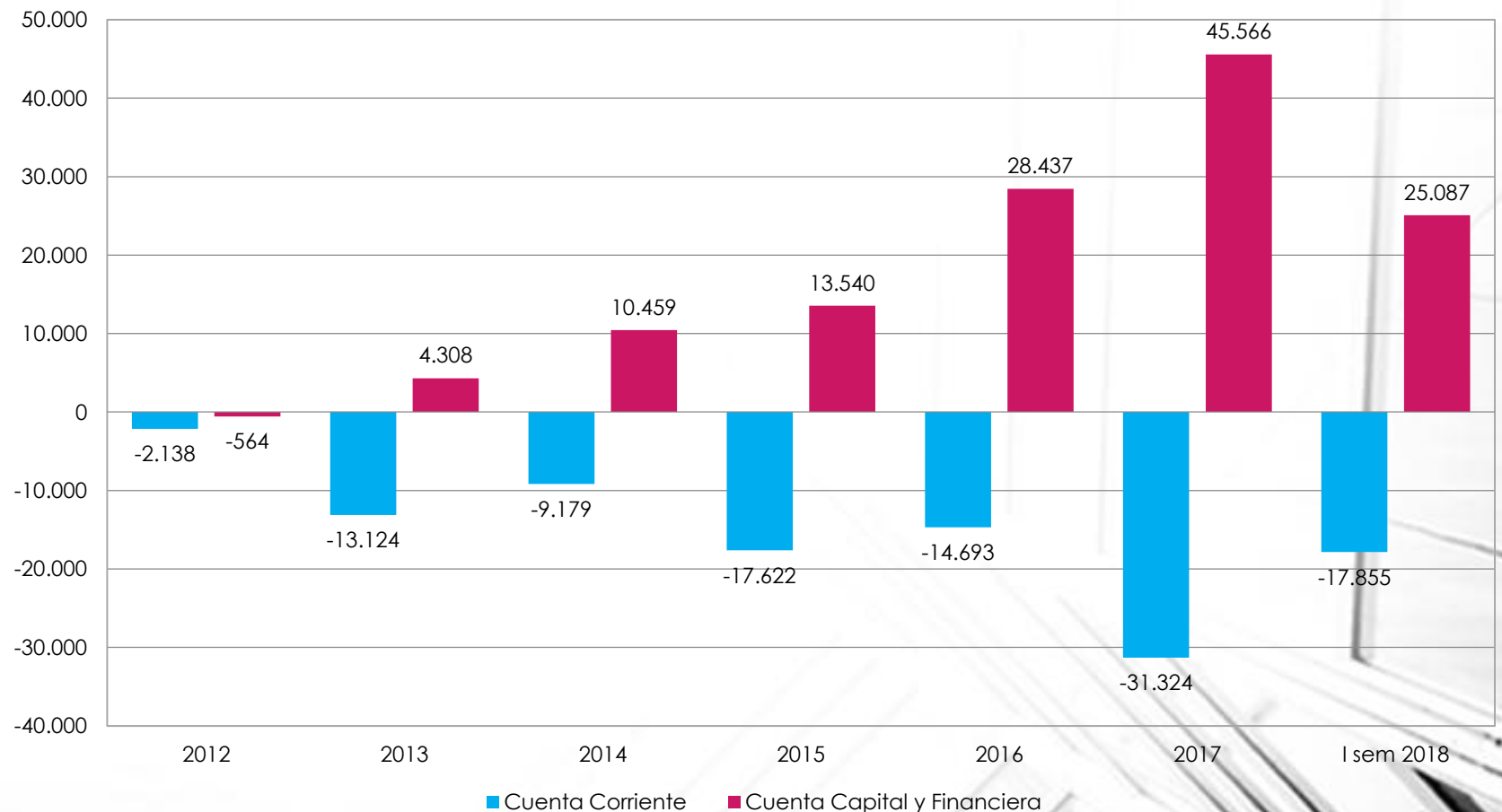


Fuente: Elaboración propia en base a ICA, INDEC

Cuenta Corriente y Capital

- El empeoramiento del Balance Comercial contribuyó, junto al mayor pago de intereses, al rápido empeoramiento de la Cuenta Corriente en estos años
- Los datos del I semestre de 2018 no lucen alentadores para el futuro cercano, dada la importante magnitud del déficit. En sólo 6 meses el déficit de 2018 resultó igual que en todo 2016
- La Cuenta Capital refleja el elevado endeudamiento tomado estos años que permitió financiar los déficits.
- *Como se acabaron esos dólares, el plan es hacer la economía más chica en dólares para hacerla compatible “con lo poco que nos presten”*

**Cuenta Corriente y Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos
(en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a Balance de Pagos

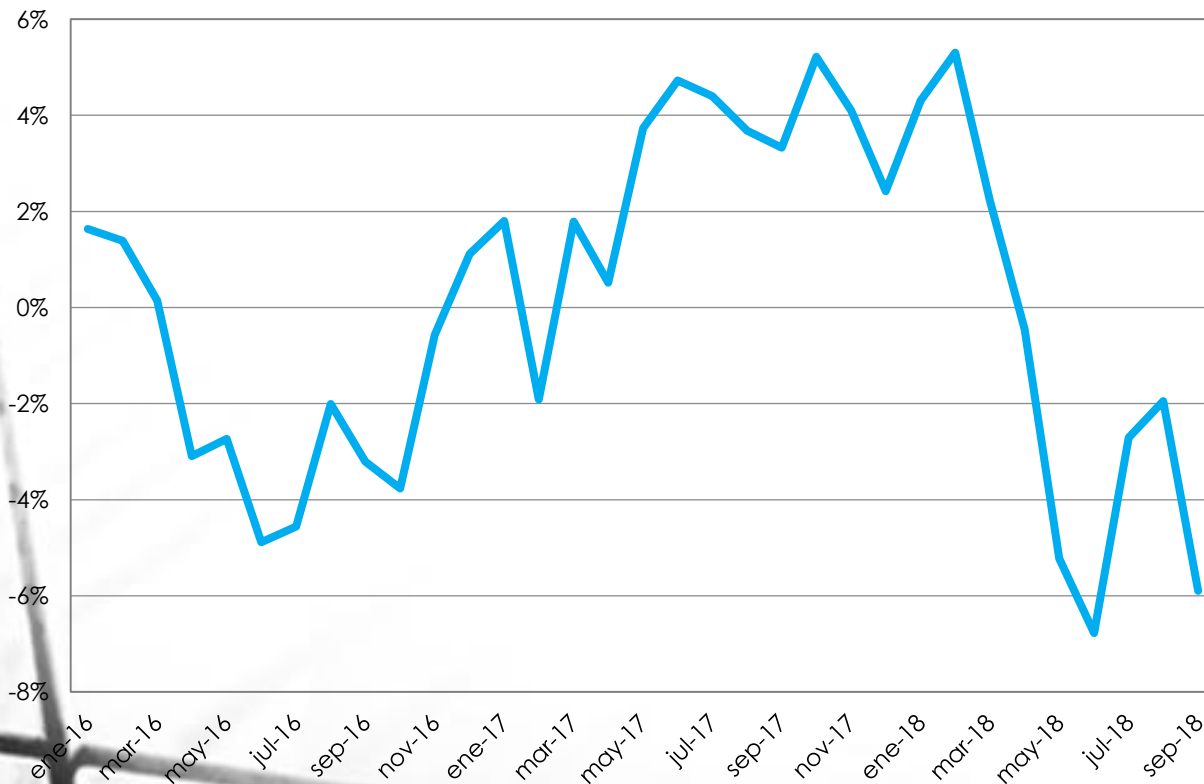
Efectos recesivos del plan

- La economía actualmente se encuentra en un **sendero fuertemente recesivo**
 - Si bien el gobierno logró contener temporariamente el dólar en menos de 40 pesos, el fuerte crecimiento de los últimos meses de 120% interanual aceleró rápidamente la **inflación** que se duplicó. El retraso de los salarios, las jubilaciones y la AUH implicaron un fuerte ajuste en el poder adquisitivo de la población
 - La política monetaria implicó un **salto en la tasa de interés** que llegó a al 72% y se sostiene en alrededor del 60-65%. El gobierno tienen grandes dificultades para bajarla. Mientras tanto se sienten sus efectos contractivos:
 - Se paraliza el otorgamiento de nuevos créditos (muchos dejan de ser sujetos de créditos (UVA por ej.) o prefieren no tomarlo). Los **deudores** tienen dificultades para devolver sus préstamos (el costo de financiación por medio de las tarjetas de crédito supera el 100% anual para las personas)
 - Las **empresas productivas** que tienen grandes dificultades para financiar su actividad cotidiana, lo cual implica, junto a la caída de las ventas y los aumentos de costos, una **tormenta perfecta**
 - La **política fiscal** intensifica el ajuste del sector privado. Aumentos de tarifas, contracción de los salarios públicos y la obra pública

Ajustando la Argentina. Actividad

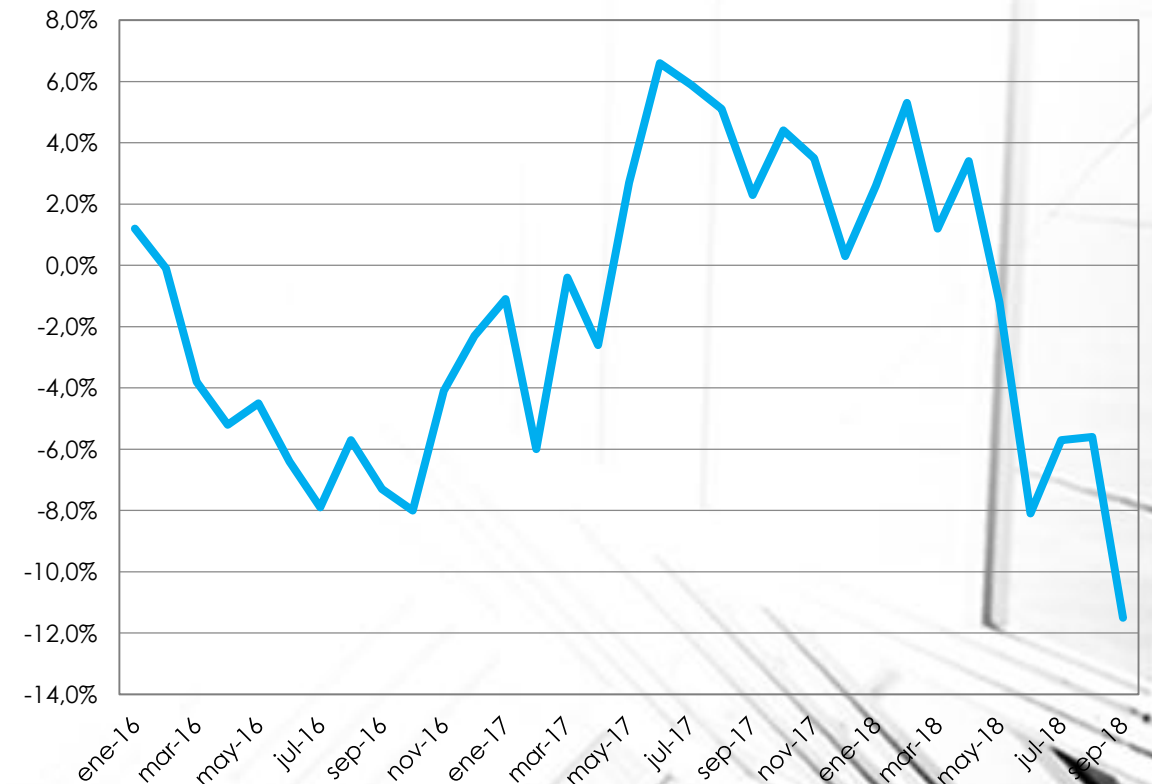
- Los últimos datos (septiembre) muestran una contracción interanual del 6% de la economía en su conjunto y llega a -11% en la industria. Casi todos los sectores de la industria se contraen

**Estimador Mensual de la Actividad Económica
(variaciones interanuales)**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

**Estimador Mensual Industrial
(variaciones interanuales)**

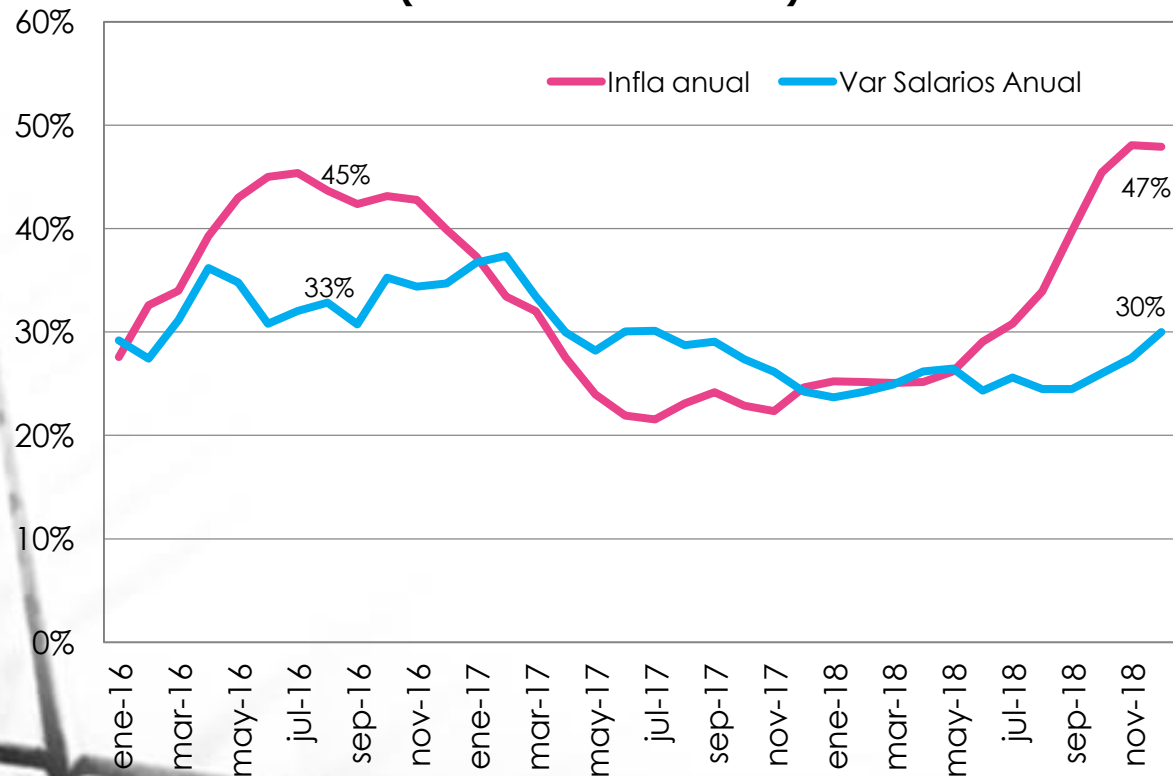


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Ajustando la Argentina. Salarios reales

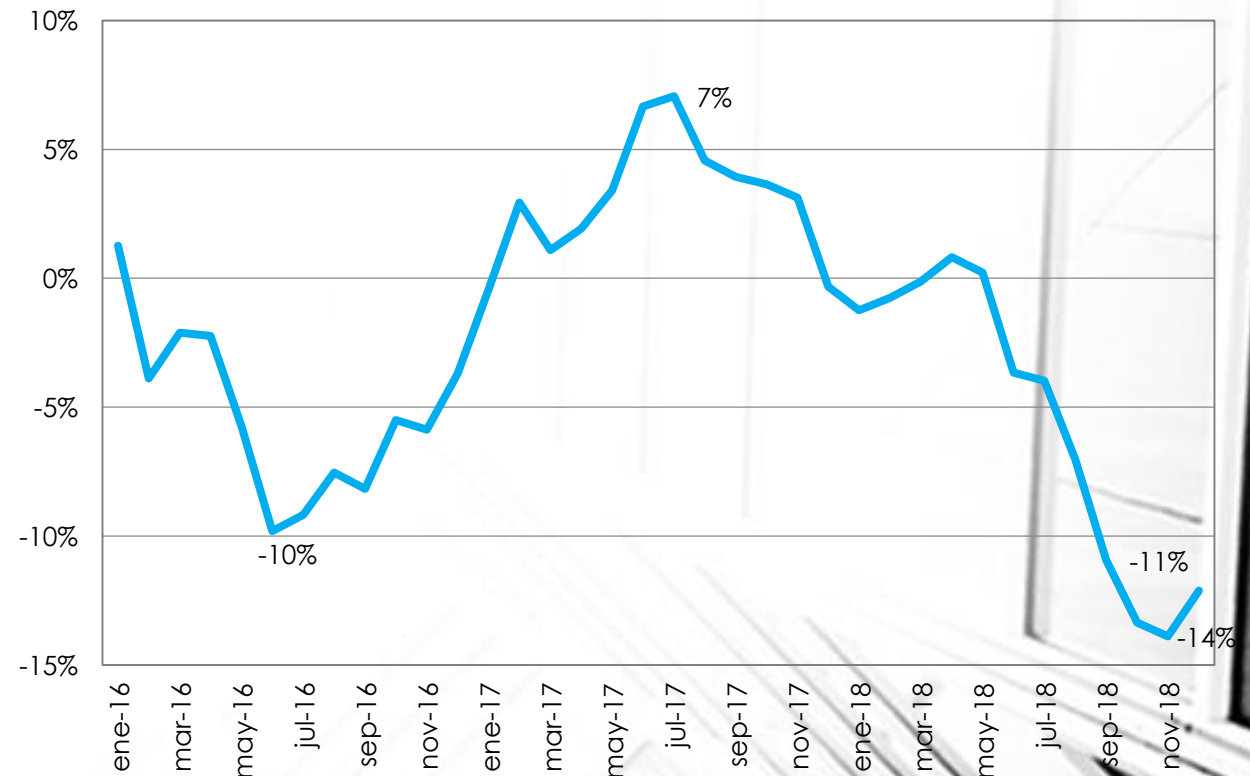
- Según las estadísticas difundidas por el Gobierno, el salario real en agosto ya mostró una caída del 6,1% ia. Dado que las paritarias cerraron en torno al 25% y el rápido aumento de la inflación, el poder adquisitivo promete continuar y acentuar su caída, superando el 10% hacia fin de año

Inflación y salarios entre 2016 y 2018 (variación interanual)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Trabajo

Salarios reales de los trabajadores registrados (variación interanual)

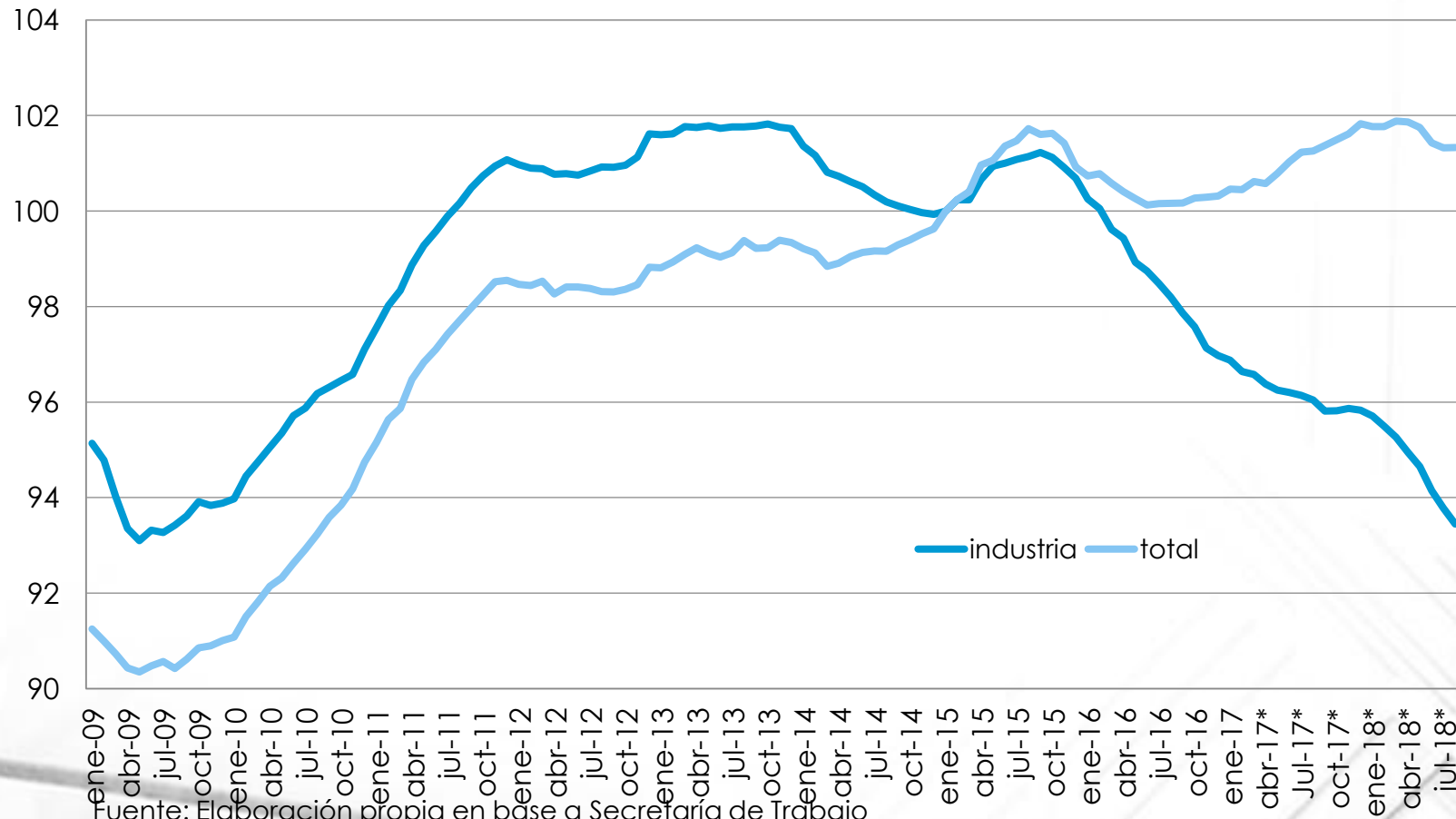


Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Trabajo e INDEC
Nota: Se estima una inflación de 3% en nov y dic y salarios 30% ia en dic

Ajustando la Argentina. Empleo

- Si bien el empleo registrado total está algo por debajo de comienzos de 2015, la notable contracción del empleo industrial lo llevó a niveles comparables con los registrados en durante la crisis internacional de 2009 (9 años atrás)

Evolución de empleo industrial y total entre 2009-2018
(enero 2015 = 100)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Trabajo

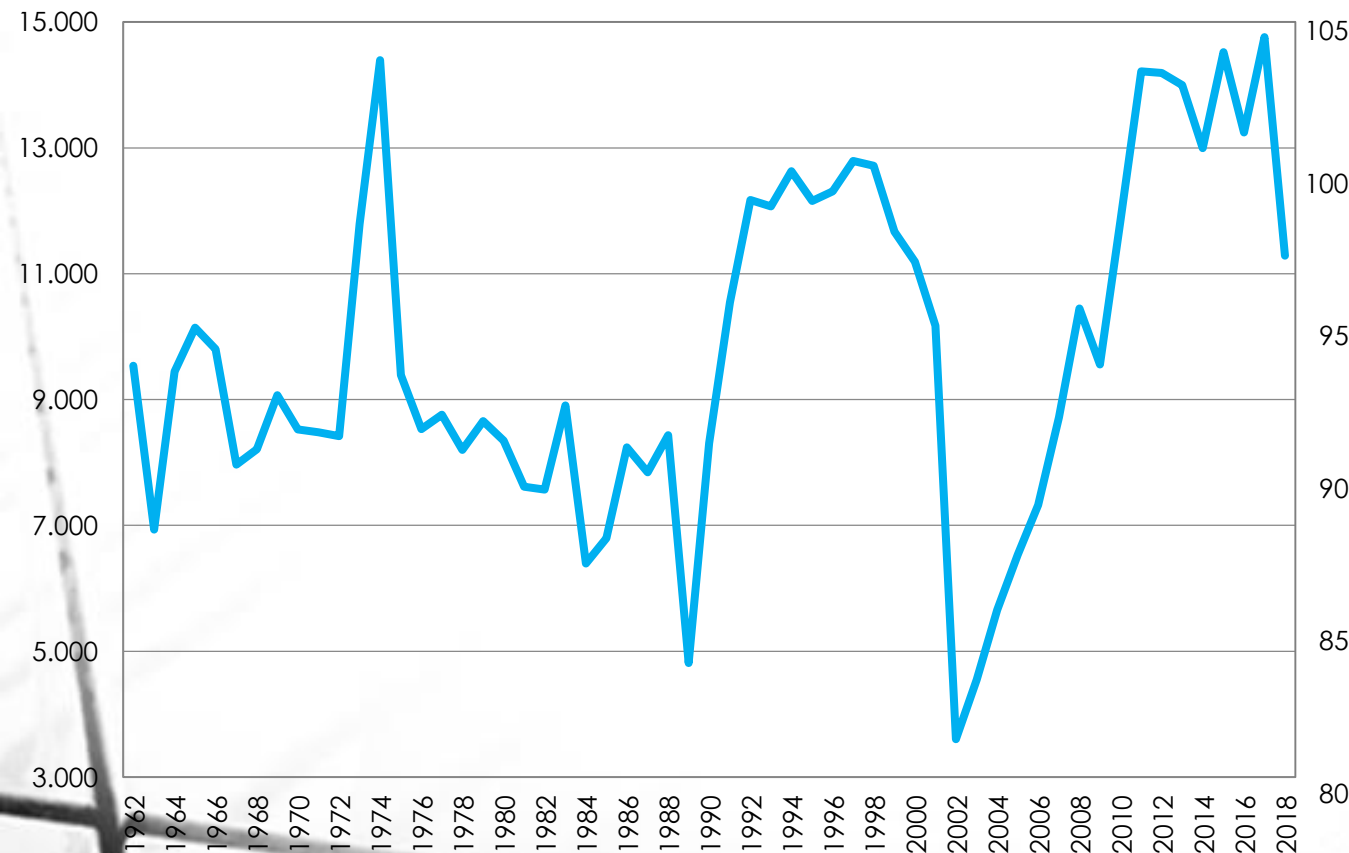
Ajustando la Argentina

- Actualmente se están viviendo los efectos de la devaluación producto de las corridas en conjunto con políticas macroeconómicas que potencian sus efectos recesivos
- La crisis es más intensa que en 2016 y algunos valores, como la inflación mensual y la contracción de la industria no se veían desde 1991 y la crisis de 2001-2002
- Teniendo en cuenta el conjunto de políticas y sus efectos podrían destacarse varios objetivos de más largo plazo:
 - Hacer a la **Argentina más chica** para hacerla compatible con la restricción externa
 - **Cambiar los precios relativos**, bajando el salario real y aumentando la competitividad cambiaria
 - **Reducir la actuación del Estado** mediante un ajuste brutal y utilizar la política tributaria para alcanzar el déficit primario cero de acuerdo a lo acordado con el FMI, dejando de lado el objetivo de bajar la presión tributaria
 - Utilizar las políticas macroeconómicas tradicionales de ajuste y **sostener las políticas de apertura y desregulación a toda costa, tomando muchos riesgos**

Ajustando la Argentina

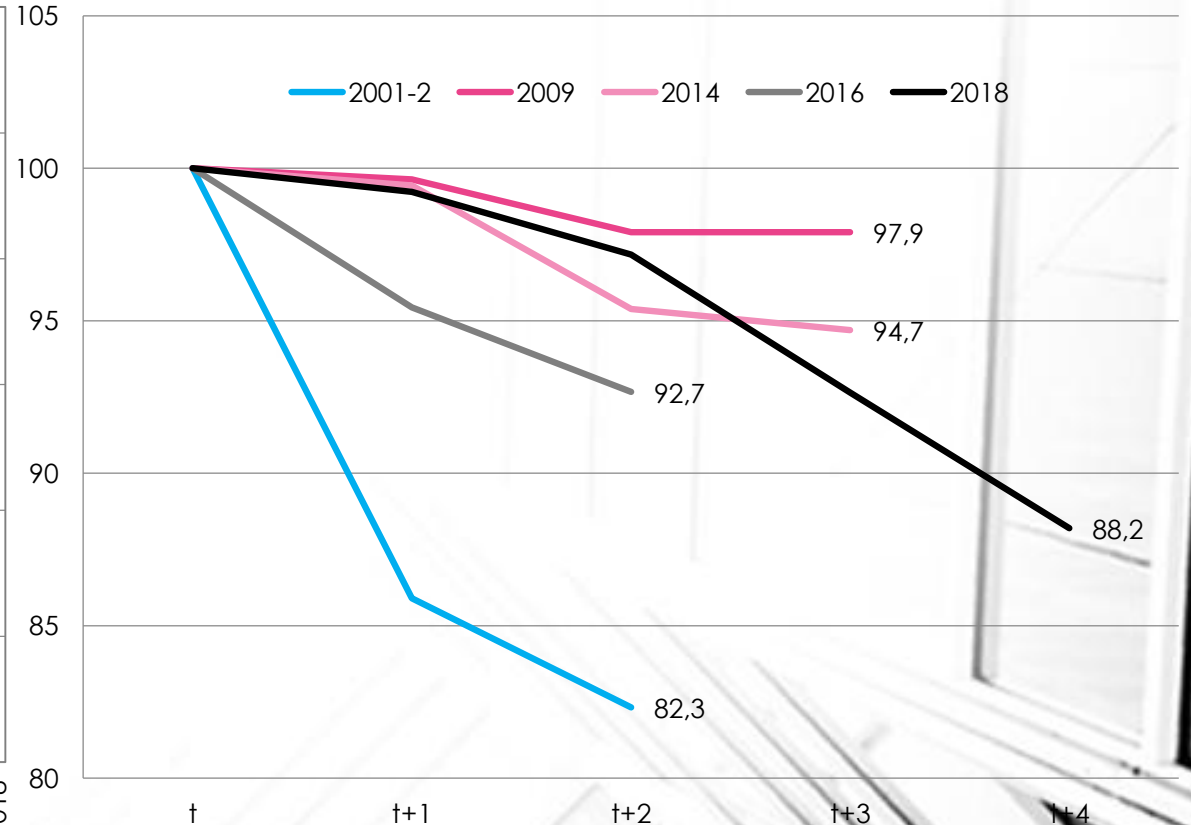
- La reducción del salario real se acerca a la de 2002 y casi duplica a la de 2016. La caída del PIB per cápita en dólares es dramática y muestra los efectos del ajuste en el más largo plazo: un achicamiento de la Argentina

PIB per cápita
(en dólares constantes de 2018)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial (2018 estimación propia)

Caídas de Salario real en los últimos 20 años
(base 100 = primer trimestre previo a la caída)



Fuente: Elaboración propia en base a SIPA, INDEC y consultoras privadas

El Plan D-S-L. Crisis, riesgos y escenarios futuros

Las Políticas del Plan D-S-L. Riesgos

- El sendero por el que transita la economía argentina es sumamente frágil. Eso es explicado por tres riesgos latentes del esquema macroeconómico actual:

1. Riesgo a nueva(s) disparada(s) del dólar

- **Sigue existiendo una elevada dependencia de fondos del exterior.** Si bien la Cuenta Corriente comenzó a ajustar por la recesión, no está claro cuanto tardará y cuán doloroso será. Asimismo, la brutal acumulación de deuda externa genera fuertes vencimientos en los próximos años que no se explica como se pagarán, a lo cual se suma la fuga de capitales. Principal debilidad del plan
- **La banda de flotación es muy ancha.** El esquema de bandas es mejor que la confusa flotación con intervenciones intermitentes y descoordinadas. Pareciera que es “lo que se pudo conseguir”. Sin embargo, al ser tan amplias, **permiten una devaluación/apreciación del 30% en la “zona de no intervención”**, lo cual trasmite una **elevada volatilidad** a la economía, en particular a los inversores y los formadores de precio, con consecuencias evidentes sobre la inflación
- **Limite superior de la banda.** Si el tipo de cambio toca la banda superior, el BCRA sólo podrá vender US\$150 millones por día únicamente. Esta política se asemeja a las fallidas intervenciones limitadas (llamadas licitaciones diarias) que se realizaron en el pasado y que terminaron con pérdida de reservas y disparada del dólar

Las Políticas del Plan D-S-L. Riesgos

2. Riesgo de un invierno más frío y sin primavera

- Las políticas fiscal y monetaria implican un severo ajuste sobre la actividad económica, con evidentes consecuencias sociales
- La caída en el gasto hace caer al gobierno en la trampa del ajuste permanente. La profundización de la recesión recorta los impuestos que dependen de la actividad interna y retroalimenta las necesidades de ajuste con el fin de cumplir con las metas fijadas. Por lo tanto, la suerte de la recaudación y la posibilidad de cumplir las metas terminará dependiendo de los ingresos provenientes de la cosecha y del comercio exterior. **En los primeros 11 meses del año, la recaudación crece apenas 33% interanual**
- Las altas tasas de interés implican más riesgos y recesión:
 - Complica crecientemente las dificultades de empresas y personas endeudadas
 - Está generando una **nueva bomba en pesos** que se refinancia semanalmente sobre montos que crecen exponencialmente. El contrapeso más importante es que las LELIQs están sólo en poder de los bancos. Sin embargo, **el riesgo crece en las LECAPs y los plazos fijos del sector privado en los bancos**
- Las perspectivas del mundo son malas, con una guerra comercial incluida

Las Políticas del Plan D-S-L. Riesgos

3. Riesgo político

- **Cuestionamientos al ajuste.** La crisis actual implica una caída brutal en el poder adquisitivo y la contracción en las ventas con aumentos de costos para las empresas productivas. El sostenimiento de esta situación erosiona el colchón y aumenta el desempleo y la pobreza, lo cual termina cuestionando políticamente los pilares de la política económica encarada. *“Para que nos sacrificamos tanto?”*
- **Consulta y monitoreo permanente del FMI.** La elevada dependencia con el FMI, no solamente de recursos sino de las políticas “acordadas” implican un factor de inestabilidad. La pérdida de soberanía y la renegociación de las condiciones del acuerdo implican incertidumbre. Cada noticia sobre la posibilidad o no de renegociar los puntos del acuerdo es percibido como un “shock”
- **En síntesis**
- El actual esquema toma elevados riesgos, por lo que puede volver a explotar en cualquier momento por la excesiva dependencia a la deuda externa
- Todas las políticas del Plan D-S-L son contractivas e implican una profundización de la crisis de la actividad económica
- La crisis conlleva un fuerte deterioro del entramado social y productivo, que cuestiona la propia sostenibilidad de las políticas. *Dujovne: “nunca se hizo un ajuste de esta magnitud sin que caiga un gobierno”*

Perspectivas del Plan D-S-L. Primavera

- El plan del gobierno para pasar el verano y llegar a la primavera antes de las elecciones se puede resumir en:
 - **La estabilización del dólar.** Crucial en la estrategia del gobierno. Los dólares del FMI y el agro alcanzan para calmar el mercado cambiario. El Presupuesto 2019 expone esta apuesta con claridad: ancla cambiaria para **bajar la inflación** y recuperar la economía. En un escenario de baja incertidumbre, el gobierno podría bajar la tasa de interés, elevar el crédito y permitir la recuperación de los salarios reales en los meses previos a las elecciones
 - **Credibilidad y apoyo internacional.** La credibilidad del nuevo esquema macroeconómico en el marco del acuerdo con el FMI, ayudaría a recuperar la inversión y las exportaciones
- *El escenario positivo implicaría que el gobierno logra reeditar un escenario similar al de 2017 sin obra pública, pero con reactivación del crédito, tipo de cambio como principal ancla de la inflación y recuperación de salarios reales*
- *Fragilidad y vulnerabilidad no implican imposibilidad, sino baja probabilidad. Por lo que si bien este escenario es posible, también es difícil que ocurra*

Perspectivas del Plan D-S-L. Viento polar

- El escenario opuesto implica que la fragilidad y vulnerabilidad se expresan en nuevas y sucesivas corridas cambiarias que aceleran aún más la inflación y llevan a una licuación generalizada de salarios e ingresos públicos, con el abandono de la actual política económica y un replanteo general de la política económica
- En ese caso, habría un fuerte aumento de la incertidumbre y un deterioro más agudo de la situación social y política

Perspectivas del Plan D-S-L. Invierno prolongado



- Lo más probable es que ocurra un escenario intermedio, con un invierno prolongado. Sin embargo, la elevada vulnerabilidad del actual esquema macroeconómico no hace posible descartar un escenario explosivo ante un empeoramiento del escenario externo o interno
- La historia muestra que estos planes fracasan por sus inconsistencias macro (no se generan los recursos para pagar la deuda) y los efectos socialmente devastadores (aumentos de pobreza y desocupación pedidos por el ajuste)
- *El plan D-S-L termina siendo un plan de corto plazo, funcional un gobierno que necesita estabilizar la economía para llegar a las elecciones de 2019. Se pasó de querer cambiar la Argentina a «llegar a las elecciones con lo que se pueda»*
- *La posibilidad de que la economía pueda recuperarse en la siguiente gestión tendrá que ver con la capacidad de reestructurar la deuda externa (patear los pesados vencimientos de la deuda de los próximos años) y hacer crecer las exportaciones*

FIN