

EL CASTIGO DE LOS MERCADOS



- Resumen de coyuntura
- Actividad
- Precios e Ingresos
- Finanzas públicas

- Balance cambiario
- Sector externo
- Finanzas y bancos
- Anexo estadístico





CESO | Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz
Informe económico mensual
www.ceso.com.ar

La economía argentina – resumen de coyuntura

agosto 2019

El castigo de los mercados

La rotunda derrota electoral del oficialismo aceleró la fase de crisis del ciclo de endeudamiento y especulación que caracterizó la economía argentina durante la gestión de Mauricio Macri. Los bonos públicos que venían cotizando a valores de reestructuración, pasaron a cotizar a precios de cuasi *default*.

Al final de la semana, los bonos cerraron con caídas de entre un 22% (AO20D) y un 50% (DICAD), y el riesgo país se duplicó subiendo de 861 a 1611 puntos básicos. Y contrario a mayo o junio de 2018, el derrumbe cambiario y de los

Bonos y riesgo país - antes y después PASO

valor nomina y var %. ravaonline.com

	9/8/2019	16/8/2019	Var %
Riesgo país	860	1.611,00	87%
AO20D	93	72	-23%
AY24D	73,6	50	-32%
DICAD	108,9	72,5	-33%
AC17D	75	53	-29%

bonos no tuvo impacto en otros países de la región o emergentes. Mientras que el peso se devaluó un 21%, el real brasilero solo lo hizo un 1,8%, el rand sudafricano un 1,7%, la lira turca un 1,6%, el peso mexicano un 1% y el sol peruano un 0%. El riesgo país de los emergentes creció menos del 3%.

La campaña de terror al regreso del populismo montada por el oficialismo entre inversores locales e internacionales, fue un boomerang que produjo la venta masiva de esos títulos al conocerse el resultado de las PASO. La baja se amplificó por la operación montada el viernes previo a las elecciones, con rumores de bancos públicos y la ANSES comprando títulos para impulsar su precio mientras la consultora Elypsis circulaba una encuesta afirmando que el oficialismo se imponía en las elecciones. Un auge creado, tal vez, para que algunos que estaban en el secreto vendan títulos y acciones al mejor precio posible, escapando al derrumbe del lunes.

La caída de los títulos públicos y la suba de tasas golpeó el balance de los bancos, hecho que se hizo sentir en sus acciones. El triunfo de Alberto Fernández golpeó también duro a las energéticas, ante los

Acciones - antes y despues PASO

valor nominal y var %. ravaonline.com

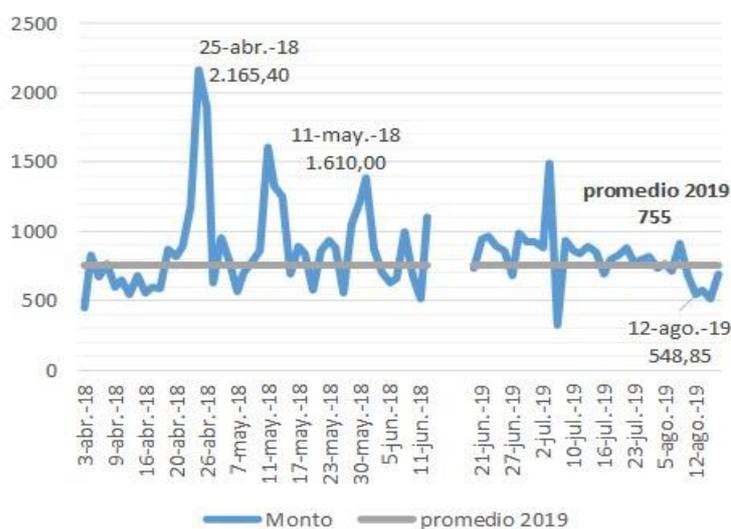
	9/8/2019	16/8/2019	Var %
MERVAL	44.335,00	30.406,00	-31%
YPF	760	600	-21%
Pampa energia	63,5	39,55	-38%
Bco Galicia	174,5	100,6	-42%
Bco Rio	21,9	15,5	-29%
Telecom	143,15	127	-11%

anuncios del candidato de una desdolarización de las tarifas. El resto de las empresas (muchas endeudadas en dólares) sufrió el impacto de la devaluación en su cotización. Al final de la semana, el índice MERVAL promediaba una baja de 31%, YPF 21%, Pampa Energía (Midlin) un 38%, Banco Galicia (Familia Peña Braun) un 42%, Banco Rio un 29%, Telecom (grupo clarín) un 11%.

La devaluación la programó el gobierno

La devaluación del lunes a la mañana se produjo en un mercado con pocas operaciones de actores locales (los fondos externos ya habían huido meses atrás) por bajos montos, ante una total pasividad del banco central. Una muestra de ello fue el bajo volumen de operaciones que registró el MAE (mercado mayorista, donde operan los bancos y el BCRA) durante toda la jornada, y las puntas vendedoras y compradoras tuvieron más de 6 pesos de diferencia durante varias

Volumen diario MAE y promedio en mill USD. FOREX-MAE.



horas. El lunes se operaron USD 548 M cuando el volumen promedio de 2019 fue de USD 755 M por día. Durante toda la semana se operaron menos de USD 690M. El BCRA sólo intervino tardíamente convalidando un dólar a más de \$58 mediante subastas y licitaciones, un mecanismo de intervención que ya se había

mostrado como ineficaz. Tampoco tuvo resultado la suba de tasas que no logra competir con la incertidumbre cambiaria reinante.

¿Por qué el gobierno no intervino desde temprano para estabilizar el dólar y moderar la incertidumbre? Probablemente, el equipo económico juzgo difícil lograr sostener un dólar apreciado hasta octubre tras la abultada derrota electoral en las PASO, y prefirió una devaluación temprana que madrugue a los ahorristas y le permita descargar el costo político a la triunfante oposición. El relato presidencial del lunes por la tarde transito ese camino, aprovechando la suba del dólar para amenazar a quienes no lo votaron: “esto es una muestra de lo que puede pasar si el *kirchnerismo* gana en octubre”.

El manotazo de ahogado populista

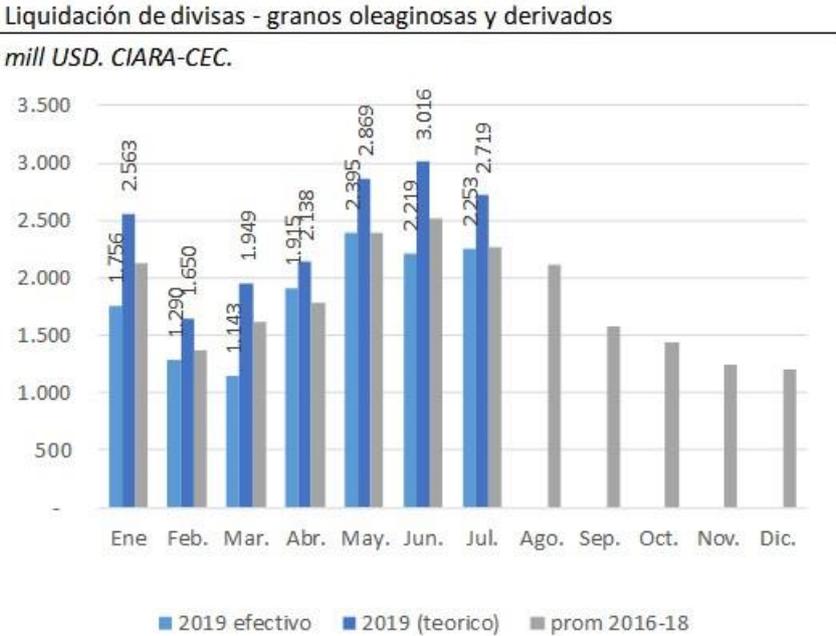
La amplia derrota electoral del oficialismo trajo un nuevo despertar populista en el ortodoxo equipo de gobierno. Las medidas anunciadas implican transferencias desde el Estado hacia los trabajadores por la vía de una reducción del pago de ganancias, monotributo, contribuciones a la seguridad social, una rebaja en el iva para los alimentos y el otorgamiento de un bono a empleados públicos, fuerzas de seguridad y ¿jubilados?. La magnitud de las transferencia fue estimada oficialmente en unos \$40.000 millones (más del doble que el supuesto costo de dar medicamentos gratis a jubilados prometido por Fernández que muchos oficialistas habían tildado de irrealizable), a lo que debe agregarse el costo de la rebaja del iva (de improbable impacto en las góndolas) y el posible bono a jubilados. Las transferencias anunciadas no alcanzan a compensar el previsible deterioro de los ingresos de la población provocados por la suba del dólar, por lo que no esperamos que logre levantar el consumo y, mucho menos, torcer el rumbo político.

Por otro lado, el detalle del paquete muestra que los pisos para pagar ganancias fueron anunciados en términos brutos, por lo que alcance de la medida es menor al planteado oficialmente. El impacto en los monotributistas de bajos ingresos es muy menor (un ahorro de \$112 para la categoría más baja). Las facilidades para las Pymes pueden ser sólo teóricas, si no se modifican las actuales tasas de refinanciamiento de deuda y la obligación de adelantar casi un 20% en la primera cuota para quienes presenten deuda con la AFIP. Tampoco se

espera que la rebaja del iva se traduzca en una baja significativa en el precio de los alimentos, siendo absorbido al interior de la cadena productiva (beneficiando a la oferta, en lugar del consumidor). Por último, golpea las finanzas provinciales que se comprometían a pagar el bono a sus empleados, mientras ven recortadas su coparticipación en el impuesto a las ganancias y el iva. En materia fiscal, su costo es relativamente menor y difícilmente mueva el amperímetro (de ahí también su ineficacia macroeconómica).

Liquidación de dólares

Desde comienzo de año se observa una fuerte reticencia del sector sojero en la liquidación de divisas. A nivel teórico, el año 2019 tenía una proyección del 15-20% de mayor producción debido al aumento de los rindes compensado por la baja de los precios. Sin embargo, el promedio de liquidación de divisas es menor a lo esperado y al promedio histórico 2016-2018. Si se compara lo liquidado efectivo 2019 con el teórico da una diferencia de USD 3.900 millones, y con el promedio histórico de USD 1.100 millones.



Esto obedece tanto a la falta de normativa regulatoria para forzar a las cereales a liquidar los fondos de exportación, como a los productores para vender su producción. La práctica de acopiar granos en silo-bolsa es una forma de ahorrar en divisas fuera del sistema bancario en contextos de elevada incertidumbre cambiaria cómo el actual.

Tipo de cambio, reservas y regulación ¿Dilema o trilema?

Este contexto tan delicado trae consigo una serie de interrogantes respecto a la situación en la que asumirá el próximo gobierno. El actual dilema correspondería

a vender reservas para frenar el tipo de cambio o devaluar en pos de cuidar las reservas para el próximo gobierno. La gravedad de la crisis podría incluso poner en duda esta estrategia. Si la salida de reservas fuese muy abrupta e incluyese retiro de depósitos, no alcanzaría con vender reservas para estabilizar el tipo de cambio. Junto con ello, la gravedad de la crisis y la caída del acuerdo con el FMI podría impedir la activación del SWAP de monedas con China y el BIS. El dilema entonces incluiría un trilema, que es la opción de regular la cuenta capital como condición de estabilización (¿restablecerá Macri el cepo?).

De acuerdo a nuestras proyecciones de reservas en base a la oferta y la demanda de dólares reales y financieros de la economía argentina consideramos que el escenario estable ya no es el actual. En cualquiera de los escenarios de corrida cambiaria el gobierno incumpliría el piso de reservas vigente en el acuerdo con el FMI, aunque el timing del incumplimiento podría dar lugar a un nuevo acuerdo que no frene el desembolso de septiembre. Téngase en cuenta que los supuestos utilizados tienden a ser optimistas sobre la gravedad de la crisis, es decir, son escenarios de mínima. En segundo lugar, el deterioro en el nivel de reservas se especula con un ajuste que sea paulatino, aunque en realidad las crisis suelen estar marcadas por un deterioro rápido de los indicadores, pudiendo acelerar el escenario “a diciembre” en un periodo anterior si la crisis se precipitase.

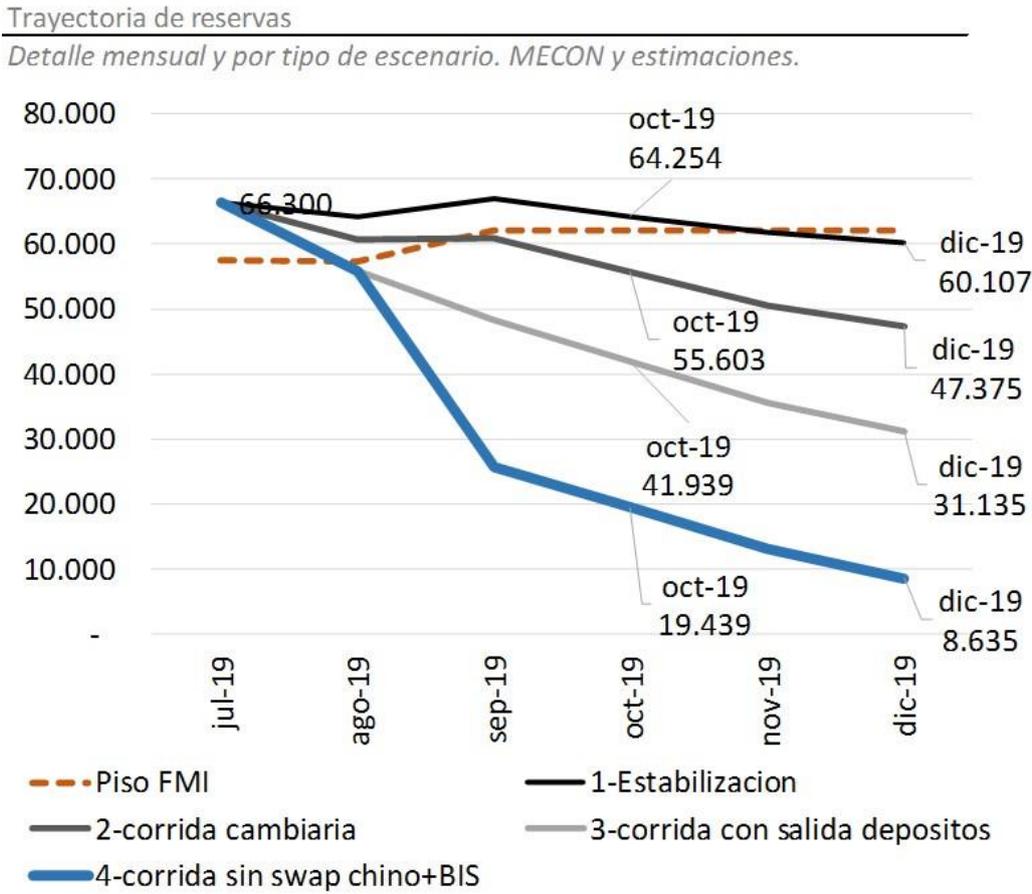
Veamos el detalle de cada escenario. El escenario de estabilización, el gobierno llegaría bien a octubre y diciembre, cumpliendo los pisos de reservas del FMI. Este escenario ya no es el actual, sino que es alguna de las variedades de corrida.

En el segundo escenario suponemos una corrida cambiaria con aceleración de FAE y un moderado retiro depósitos en dólares. Por el lado de la oferta de divisas, las LETES se renuevan solo frente al sector público (50%), se aprueba el waiver con el FMI e ingresa el pago de septiembre-19 (sexto desembolso, USD 5.500 M), hay roll-over de REPO bancos (de USD 2.000 M a vencer en septiembre 2019). El nivel de reservas a octubre-19 sería de USD 55.603 M y a diciembre-19 de USD 47.375 M.

En el tercer escenario, la FAE se acelera por liquidación de Plazos Fijos, las LETES no tienen roll over ni frente al sector público, hay retiro de depósitos con picos de hasta USD 3500 M al mes (cifra conservadora), hay pedido de waiver FMI que

no se aprueba y por ende se congela el desembolso de septiembre-19 (no ingresan USD 5.500 M), no hay roll over de REPO con bancos (de USD 2.000 M a vencer en septiembre 2019). La meta de monitoreo sobre nivel de reservas con el FMI estaría oficialmente incumplido a fines de agosto, el nivel de reservas a octubre-19 sería de USD 41.940 M y a diciembre-19 de USD 31.130 M.

En el cuarto escenario es equivalente al anterior pero con congelamiento de los SWAP de monedas con China y con el BIS, hoy contabilizado como reservas. La meta de monitoreo sobre nivel de reservas con el FMI estaría oficialmente incumplido a fines de agosto, el nivel de reservas a octubre-19 sería de USD 19.430 M. Este monto sería equivalente a los encajes en el BCRA de cajas de ahorro en dólares. A diciembre las reservas brutas serían equivalentes a USD 8.635 M, un monto que implica el estallido del mercado de cambios.



2019 segundo semestre				
	<u>Estabilizacion</u>	<u>Corrida cambiaria</u>	<u>Corrida con salida de depositos</u>	<u>Corrida sin swap chino y BIS</u>
Oferta total divisas (ORS, intra-estado, roll-over y FMI)	24.716	22.127	10.493	-12.007
Deuda	22.800	22.800	22.800	22.800
Economia real	7.900	19.800	27.900	27.900
Balance BS+Servicios (negativo superavit)	-4.200	-4.200	-4.200	-4.200
Remision utilidades	700	700	700	700
FAE	10.000	20.500	22.500	22.500
Portafolio+Ret. Depósitos	1.400	2.800	8.900	8.900
Demanda total	30.700	42.600	50.700	50.700
Resultado	-5.983	-20.473	-40.206	-62.706
Proyeccion saldo reservas	60.107	47.375	31.135	8.635
<i>Piso FMI</i>	<i>62.000</i>	<i>62.000</i>	<i>62.000</i>	<i>62.000</i>

Detalle escenarios:

Escenario 1 – “Estabilización”: supuestos equivalentes a la proyección de FAE, roll-over LETES, colocación de deuda pre-paso y según detalle documentos FMI y Min. Hacienda.

Escenario 2- “corrida cambiaria”: Se acelera la FAE, retiro depósitos USD moderado, LETES se renuevan solo frente al sector publico (50%), no hay waiver FMI y no se cae roll-over REPO bancos.

Escenario 3- “corrida cambiaria con salida de depósitos” La FAE se acelera por liquidación de Plazos Fijos, LETES roll over solo frente al sector público, retiro depósitos pico de USD 3500 M al mes (cifra conservadora), waiver FMI congela desembolsos y se cae roll over REPO bancos.

Escenario 4 - “corrida con retiro de depósitos y sin poder activar SWAP chino y del BIS”. La FAE se acelera por liquidación de Plazos Fijos, LETES roll over solo frente al sector público, retiro depósitos pico de USD 3500 M al mes (cifra conservadora), waiver FMI congela desembolsos, se cae REPO bancos y no se puede activar el SWAP chino y del BIS por USD 22.500 M.

PARA ACCEDER AL INFORME COMPLETO, ESCRIBINOS A INFOCESO@GMAIL.COM Y CONSULTA LOS MODOS DE CONTRATACIÓN DEL SERVICIO DE SUSCRIPCIÓN A BOLETINES

SUSCRIPCIÓN SERVICIO DE BOLETINES INFORMATIVOS DE LA COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA.



La suscripción el servicio de *Fuente: INDEC* boletines informativos de la **Cooperativa de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz Ltda. (CESO)**, que incluye un informe de coyuntura económica mensual y un informe semanal de seguimiento de precios; más el acceso a los diversos informes del centro (rendimiento de inversiones para pequeños ahorristas; liquidación de divisas; un informe mensual temático, presupuesto, pobreza, deuda, etc.).

Datos de la Cooperativa:

COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA

CUIT: 33-71465731-9

Dirección: Nuñez2172 Piso: PB Dpto.: C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Banco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. VIII | AGOSTO 2019

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowolski

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Cecilia Wilhelm

Gaspar Herrero

Nicolás Hernán Zeolla

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Angel Sabatini, Ariel Cunioli, Alejandro Demel, Carina Fernández, Cecilia Maloberti, Cristian Nieto, Christian Busto, Diego Martín, Diego Caviglia, Diego Urman, Eric Delgado, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Federico Castelli, Gabriel Calvi, Javier Lewkowicz, Jorge Zappino, Juan Cruz Contreras, Juan José Nardi, Laura Di Bella, Leonardo Llorente, Lorena Paponet, Lorena Putero, Luciana Sañudo, Lucía Pereyra, Mahuén Gallo, María Laura Iribas, Mariela Molina, Martin Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Norberto Crovetto, Pablo García, Rodrigo López, Sabrina Iacobellis, Sebastián Demicheli, Valeria D'Angelo, Valeria Mutuberría, Celina Calore, Daniela Longas, Candelaria Ruano.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

 www.ceso.com.ar

 [/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)

 [@cesoargentina](https://twitter.com/cesoargentina)