



- **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

Mayo 2019

Reservas para todes

El oficialismo busca moderar la crisis económica en curso de cara a las elecciones de octubre. El intento de reactivar el consumo vía créditos de la ANSES a jubilados y beneficiarios de AUH, mientras se congelan las tarifas y se regulan los precios “esenciales” de algunos rubros, se vio frustrado por la suba del dólar y su impacto inflacionario. La debilidad cambiaria del “plan primavera electoral” había sido advertida en nuestro anterior informe, donde señalamos:

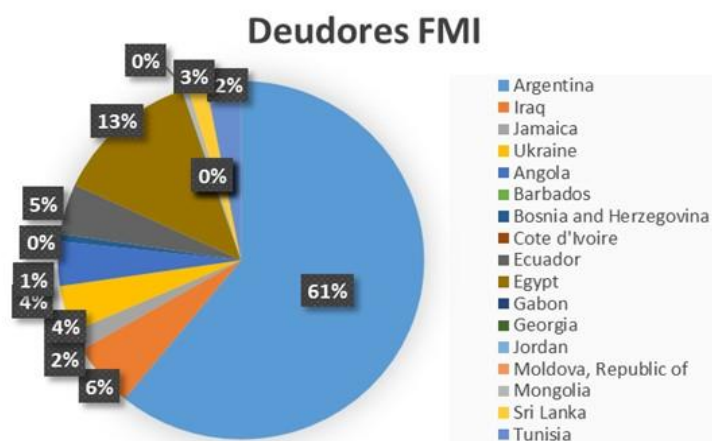
“la política cambiaria continúa siendo el talón de Aquiles del programa, ya que si el dólar se fuera cerca de los \$50 y asumiendo un escenario optimista donde lo puedan parar, esa devaluación del 20% haría crujir el acuerdo de precios, implicaría un costo fiscal muy grande para mantener el congelamiento de las tarifas (poniendo en riesgo la meta fiscal pactada con el FMI), y generaría un deterioro del consumo y la inversión que anularía el efecto expansivo de los créditos de la ANSES”.

Tal es así que la escapada del dólar a \$47 a poco de anunciarse el programa económico electoral, frustró sus chances de éxito. Las luces de alerta se encendieron en los despachos del gobierno derivando en un nuevo cambio del régimen cambiario: se abandona la política de bandas y el BCRA puede intervenir a discreción vendiendo reservas para estabilizar el valor del dólar.

La política de venta de reservas para estabilizar el dólar había sido rechazada por el FMI. El organismo internacional había condicionado el primer acuerdo de junio del año pasado, a que el BCRA eliminara la oferta en el MAE de USD5.000M a \$25 con que había logrado frenar su cotización. La consecuencia fue la escalada del dólar hasta los \$40 forzando una nueva intervención del BCRA para frenarlo, hecho que le costó la cabeza al entonces presidente del central Luis Caputo. Los tires y aflojes en torno a la política cambiaria condujeron a la introducción de bandas, luego su congelamiento y, finalmente, su eliminación para retornar a un régimen de venta discrecional de reservas.

El FMI se oponía a la venta de reservas por miedo a que los fondos que prestó para evitar una cesación de pagos de la deuda, se desvíen a financiar la salida de capitales al exterior. La experiencia del Blindaje en la agonía de la Convertibilidad, donde los fondos frescos del organismo se fueron por la canaleta de la fuga de capitales en un vano intento de sostener el uno a uno, marcó a fuego la visión del FMI sobre como intervenir en la economía argentina. ¿Qué hizo al FMI cambiar de idea y permitir la venta discrecional de reservas?

Según trascendidos periodísticos, en una reunión de gabinete en el marco de la última suba del dólar, Durán Barba llegó a recomendar “cagarse en el Fondo y usar la guita”. La amenaza parece haber surtido efecto, tal vez porque la exposición financiera del organismo que concentró el 61 por ciento de su cartera de créditos en Argentina lo ubica en una posición de debilidad. Una lectura posible es que el FMI se vio obligado a avalar la intervención, so pena a quedar expuesto de haber entregado un crédito de proporciones históricas a un gobierno que, una vez que recibió los recursos, desconocía abiertamente sus recomendaciones.



Otra lectura, tal vez complementaria, es que Trump intercedió para que el organismo relaje su postura, en un intento de sostener las chances electorales de un gobierno alineado a su política exterior. El riesgo implícito de dicha política es la propia supervivencia del FMI (y la carrera de sus funcionarios) que se vería seriamente comprometida si Argentina dejara de pagarle. Pero ese “costo” puede haber sido considerado un beneficio para el presidente norteamericano, quien considera al organismo internacional un lastre para las finanzas estadounidenses.

Más allá de las razones que llevaron al FMI a avalar el uso de sus fondos para frenar la suba del dólar, el hecho es que con este cambio el gobierno se garantiza poder contar con una herramienta fundamental para estabilizar la economía de cara a las elecciones. “Reservas para todes” resume la política

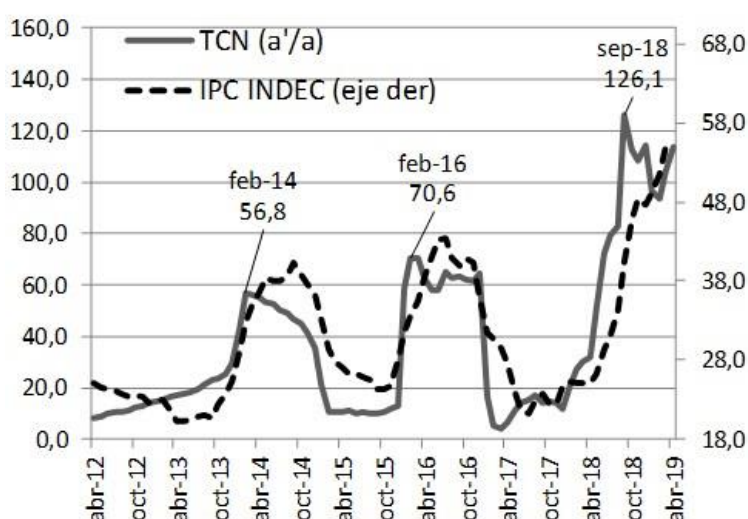
cambiaría que buscará contener el dólar hasta octubre. La misma implica que los dólares ingresados por el crédito del FMI serán utilizados para financiar la salida de Argentina de diversos grupos económicos locales e internacionales, en la agonía del gobierno de M. La pesada herencia de endeudamiento que recibirá la próxima administración, tendrá como contrapartida la acumulación de activos del sector privado en cuentas del exterior.

Inflación versus reservas

La política económica de cara a las lecciones estará signada por la opción entre sostener el nivel de reservas o moderar la inflación. La evolución de los precios de los últimos años muestra que, sobre un piso inercial de aproximadamente el 20% anual, la inflación se acelera cada vez que sube el dólar y se estabiliza cuando lo planchan. Los años de subas pronunciadas en la cotización de la moneda norteamericana, 2014, 2016 y 2018-9, la inflación anual alcanzó valores máximos cercanos al 40% en 2014 y 2016, y por arriba del 50% en 2018-9. En contraste, los años impares electorales en que se planchó el dólar, la inflación descendió cerca de su piso inercial del 20% anual.

Tipo de cambio nominal y precios

var % anual. BCRA, INDEC e IPC-provincias.



Con esta evidencia bajo el brazo, el gobierno convenció al FMI que le permitiera vender reservas para moderar la inflación y, de esa manera, mejorar sus chances electorales. La pregunta es entonces, ¿alcanzan las reservas para frenar el dólar?

¿Alcanzan las reservas para llegar a octubre?

El gobierno tiene en las reservas del BCRA un poder de fuego para enfrentar la demanda de dólares de la economía argentina hasta octubre. En ello se ve favorecido por el adelantamiento de los fondos del stand-by con el FMI a 2019, el

refinanciamiento de deuda con organismos internacionales y vencimientos de bonos intra-estado.

De acuerdo a nuestras estimaciones, el gobierno enfrentará vencimientos brutos de deuda y demanda de dólares de la economía real por USD 30.700M en un escenario optimista y USD 47.000M en el peor de los escenarios, para el segundo semestre (junio a diciembre).

El detalle de estas operaciones se dividen entre demanda de dólares de deuda y de

la economía real. Por el lado de la deuda, el principal vencimiento en divisas que deberá afrontar el gobierno son los LETES en dólares por USD10.935M. De las cuales USD7.990M están en manos del sector privado y USD4.071M en poder del sector público (ANSES, cajas jubilatarias provinciales y bancos públicos). A ello le siguen vencimientos de bonos de tenencia intra-estado y operaciones de REPO con bancos (entre junio de 2017 y abril de 2018 con los bancos Santander, Nomura, HSBC, Citibank y el CreditSuisse) que podrían ser refinanciadas. En tercer lugar se

Demanda de dólares y saldo de reservas

MECON y estimación propia

	2do semestre 2019		
	ajuste exitoso	Corrida cambiaria	Corrida bancaria
(A) DEUDA	22.800	22.800	22.800
(B) ECONOMIA REAL	7.900	14.800	24.200
Balance BS+Ser. (negativo superavit)	-4.200	-4.200	-4.200
Remision utilidades	700	700	700
FAE	10.000	15.500	21.500
Portafolio+depósitos	1.400	2.800	6.200
DEMANDA TOTAL (A) + (B)	30.700	37.600	47.000
FMI	11.220	11.220	11.220
Roll-over LETES (70%, 50% y 0%)	6.193	3.995	-
Vtos intra-Estado, OIRS y Refin. REPO	7.303	6.324	5.345
OFERTA TOTAL	24.716	21.539	16.565
SALDO RESERVAS	60.896	52.531	38.157

Vencimientos de deuda

MECON y estimación propia

2do semestre 2019

(A) DEUDA	22.800
INTERESES USD	8.610
Bonos+OIRS	5.523
Letes USD	3.087
CAPITAL	14.190
Letes USD	10.935
S. privado	7.990
S. publico	4.071
Bonos+OIRS	3.255
S. privado	22
S. publico+REPO	1.958
Org. Internacionales	1.274

encuentran vencimientos con Organismos internacionales que van a ser refinanciados.

Por otro lado, aparece la demanda de dólares de la economía real. Aquí se abren distintas alternativas que dependen de diferentes escenarios de desarrollando de la dinámica económica. En un escenario optimista de “ajuste exitoso”, el balance comercial y de servicios será superavitario por USD4200M, y deberán pagarse USD700M por remisión de utilidades, USD10.000M por FAE y USD 1.400M por portafolio. Como contrapartida el gobierno

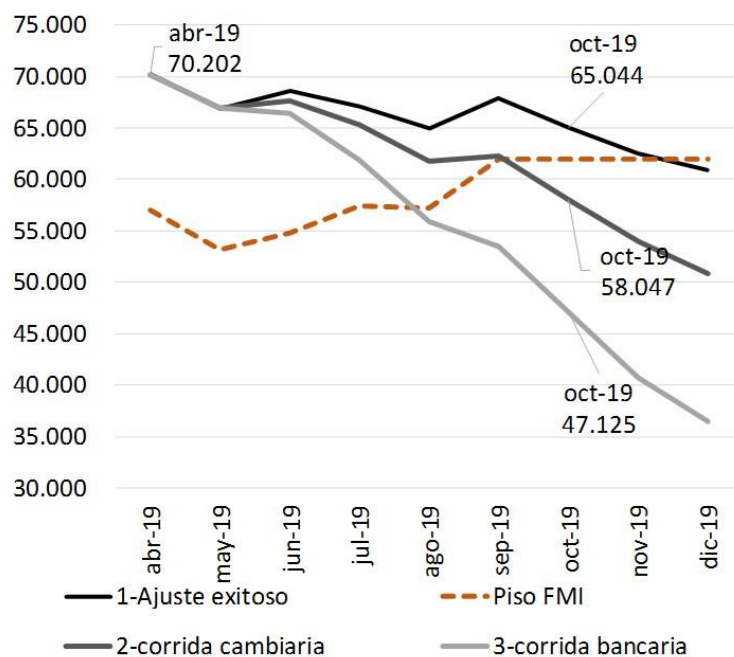
contará con una oferta de dólares producto del ingreso de fondos del FMI de USD11.200M. Además, en un escenario optimista, contará con un financiamiento extra de USD6.193M por roll-over de LETES y USD7.303M por vencimientos intra-estado, refinanciación de OIRS y REPRO. El saldo de reservas a diciembre de 2019 sería de USD 60.890 M, apenas por debajo de la meta de reservas convenida con el FMI.

En el segundo escenario de “corrida cambiaria”, el balance comercial y de servicios será superavitario por USD4.200M, la remisión de utilidades permanecerá en USD700M, la FAE se incrementará en USD15.500M y la salida de dólares de portafolio y depósitos por USD2.800M. Como contrapartida, la oferta de dólares se verá disminuida por la menor renovación de LETES y de REPO. En el caso de LETES la oferta será de USD3.995M, y de vencimientos intra-estado, OIRS y refinanciación del REPO (al 50%) será USD6.324M. El saldo de reservas a diciembre de 2019 sería de USD52.531M, obligando a nuevo *waiver* con el fondo, pero suficiente para llegar a las elecciones sin desestabilización económica.

En el tercer escenario de “corrida bancaria”, el balance comercial y servicios y la remisión de utilidades permanecerían igual. Se incrementaría la FAE a USD21.500M, y la salida de inversiones de portafolio y depósitos a USD6.200M.

Trayectoria de reservas

Detalle mensual y por tipo de escenario. MECON y estimaciones.

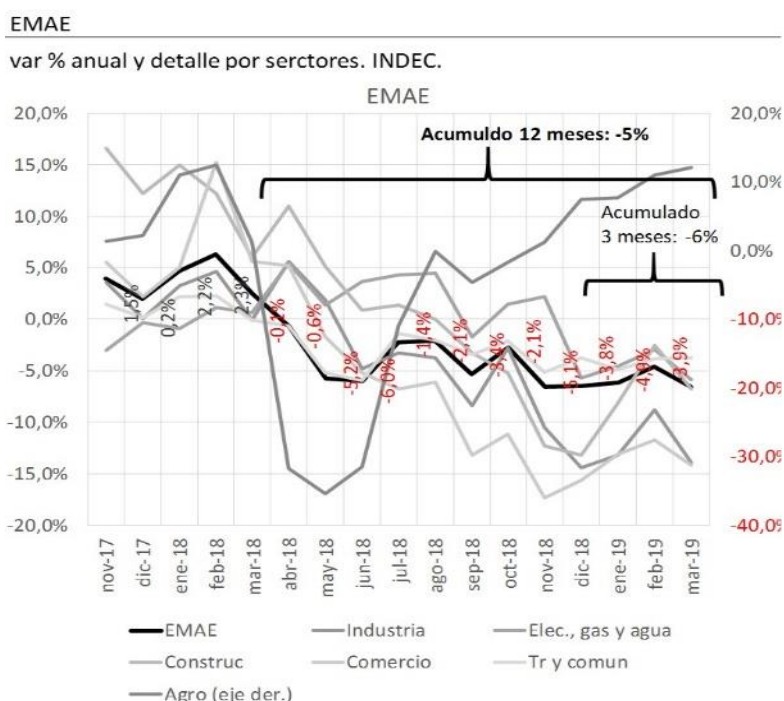


Por el lado de la oferta de dólares, se vería disminuida ya que la renovación de LETES y REPO sería nula. Debido a ello, la oferta restante será la del FMI por USD11.200M y los vencimientos intra-estado y con organismos internacionales por USD5.345M. El saldo de reservas a diciembre de 2019 sería de USD 38.157 M, un nuevo *waiver* pero aún suficiente para llegar a octubre sin estallar.

La actividad muy golpeada

El intento oficial de frenar la escalada del dólar y moderar la inflación, se da en un contexto donde la caída de la actividad económica todavía no encontró un piso. Contrario a lo que anuncio el gobierno, los indicadores para el mes de abril continuaron mostrando signos de deterioro. El estimador mensual de la actividad económica (EMAE) registró en febrero de 2018 una caída del 4,6%. Los sectores que presentaron las reducciones más significativas fueron el Comercio (-14,2%), la Industria Manufacturera (-13,9%) y Electricidad, gas y agua (-5,9%). El único sector que presentó tasas positivas de crecimiento fue Agricultura y Ganadería (+12%). En el acumulado para los últimos 3 meses la caída en la actividad económica es del 6%.

Al observar esta dinámica aparecen dos rasgos a destacar. El primero es que la contracción de la actividad comenzó antes de la turbulencia cambiaria. La actividad económica se venía contrayendo desde marzo de 2018 y la dinámica del sector externo y la aceleración inflacionaria la agravó. En segundo lugar, a pesar de que desde diciembre de 2018 el sector agropecuario muestra tasas de crecimiento record (superiores al 7% anual), en ninguno de los meses alcanzó para compensar la caída en el resto de las actividades.



Hacia adelante las perspectivas que el gobierno pueda mostrar algún signo de recuperación económica quedan cada vez más diluidas y parece que va a tener que conformarse con moderar su deterioro. Es decir, no vemos chances de un repunte económico sino, tan sólo, de que suavicen la caída.

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:PBDpto:C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Banco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. V | MAYO 2019

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowski

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

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, 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, Martín Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Norberto Crovetto, Pablo García, Rodrigo López, Sabrina Iacobellis, Sebastián Demicheli, Valeria D'Angelo, Valeria Mutuberría, Eric Delgado, Celina Calore.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz



www.ceso.com.ar



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



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