

UN AÑO EN EL

FONDO

- Resumen de coyuntura
- Empleo
- PBI
- 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

Junio 2019

Un año en el fondo

A un año del acuerdo con el FMI, la economía argentina se encuentra sumergida en una profunda deprelación (elevada inflación con depresión de la actividad productiva). La tasa de incremento de los precios supera el 57% anual, mientras que el derrumbe del producto llegó al 5,8% en el primer trimestre de 2019 respecto al mismo período del año pasado. Las tensiones cambiarias no menguaron, registrándose en mayo uno de los valores máximos de fuga de capitales: USD2.568 M. Hacia adelante, el perfil del endeudamiento se muestra insustentable, dejando a la próxima administración la pesada herencia de USD143.570 M de compromisos de capital e intereses en divisas a pagar hasta 2023.

La desastrosa trayectoria de la economía argentina en el marco del acuerdo con el FMI, tiene como una de sus explicaciones, los desatinos en el manejo de la política cambiaria. En un año, el fondo pasó de sostener desestabilizadoras políticas de libre flotación con su elevado costo de devaluación e inflación, a permitir el uso de sus fondos para financiar la fuga de capitales en el marco del año electoral (una política reñida con su propia carta constitutiva). Mientras tanto, los resultados del acuerdo fueron violando gran parte de las metas prefijadas, dando lugar a sucesivos *waivers* que las fueron flexibilizando. Aún así, el organismo amplió los fondos otorgados a la actual administración, comprometiendo más del 61% de su cartera de crédito tradicional en Argentina (cerca del 40% cuando se incluyen otras líneas no convencionales).

Cronología de la corrida cambiaria

La corrida cambiaria que desembocó en el acuerdo con el FMI se inicia el 25-4-18, cuando inversores no residentes entre los que se encontraba en banco JP Morgan y el Banco Merrill Lynch, venden posiciones de LEBA y se retiran del mercado argentino. Ese día el BCRA vende USD1.430 M de sus reservas. Al difundirse la noticia, la salida de divisas se acelera, en una semana el BCRA pierde USD5.600 M de

las reservas y se incrementan los esfuerzos por contener el dólar con una fuerte suba de tasas de interés de 1300 pb.

El 8-5-18 Macri anuncia el inicio de conversaciones con el FMI. El gobierno se asusta porque el anuncio no tiene el efecto esperado. Comienza una política titubeante y el BCRA continúa sacrificando reservas para contener el valor del dólar, vendiendo más de USD4.200 M en menos de 3 días. Una calma transitoria llega cuando el 15-5-18 Sturzenegger coloca una oferta vendedora de USD 5.000 M a \$ 25 para contener las expectativas, mientras el ministro Caputo logra colocar BOTES a tasa fija del 20% en pesos por USD 3.000 M, en el marco de un acuerdo con los fondos financieros "amigos". Si bien la salida de reservas continúa, su ritmo disminuye y la situación parece dar un respiro.

El 7-6-18 se conocen los detalles del acuerdo con el FMI. El crédito será en un formato del tipo stand-by por USD 50.000 M. Un monto muy superior y de línea tradicional no precautoria. Como condición para su aprobación, el FMI solicita la no intervención en el tipo de cambio, forzando la eliminación de la barrera de USD5000 M. El gobierno obedece, la demanda no merma y aparece un segundo rebrote de la corrida, contagiando a los inversionistas locales de LEBAC.

El 14-6-18 renuncia Strussenegger y asume Caputto como titular del BCRA, lo acompaña como vice Cañonero, vinculado a los fondos Templeton y BlackRock que habían adquirido los BOTES. El 20-6-18 el FMI aprueba el acuerdo y el 22-6-18 ingresa el primer desembolso por USD 14.900 M. En cuanto a la política cambiaria, no permite la intervención directa sino mediante subastas del tesoro diarias de USD100 M. El 2-7-18 se anuncia el matcheo de los vencimientos de LEBAC por LETES en dólares con el objetivo de mermar la demanda minorista de billetes. Durante la vigencia del sistema de subastas el tipo de cambio se mantuvo en torno a los \$ 27 y se perdieron USD 5600 M de reservas.

El 9-8-18 se desata la crisis en Turquía, lo que complica el panorama internacional, encontrando a la Argentina en una posición de debilidad. La pérdida de reservas se acelera y surge el tercer rebrote de corrida cambiaria. El 13-8-19 el gobierno anuncia el fin de las LEBAC para privados y bancos. En el caso de bancos, se sustituirá la ventanilla de pases y las LEBAC por LELIQ. La pérdida de reservas continua y el gobierno incumple el objetivo de acumulación de piso de reservas. El 29-8-19 Macri anuncia que se solicitará un *waiver* y el adelantamiento de los fondos, reformulando el acuerdo inicial. El 30-8-19 el dólar registra la peor devaluación de toda la corrida: en un día el tipo de cambio se devalúa un 24% y la tasa sube en 1500 pb a 60%.

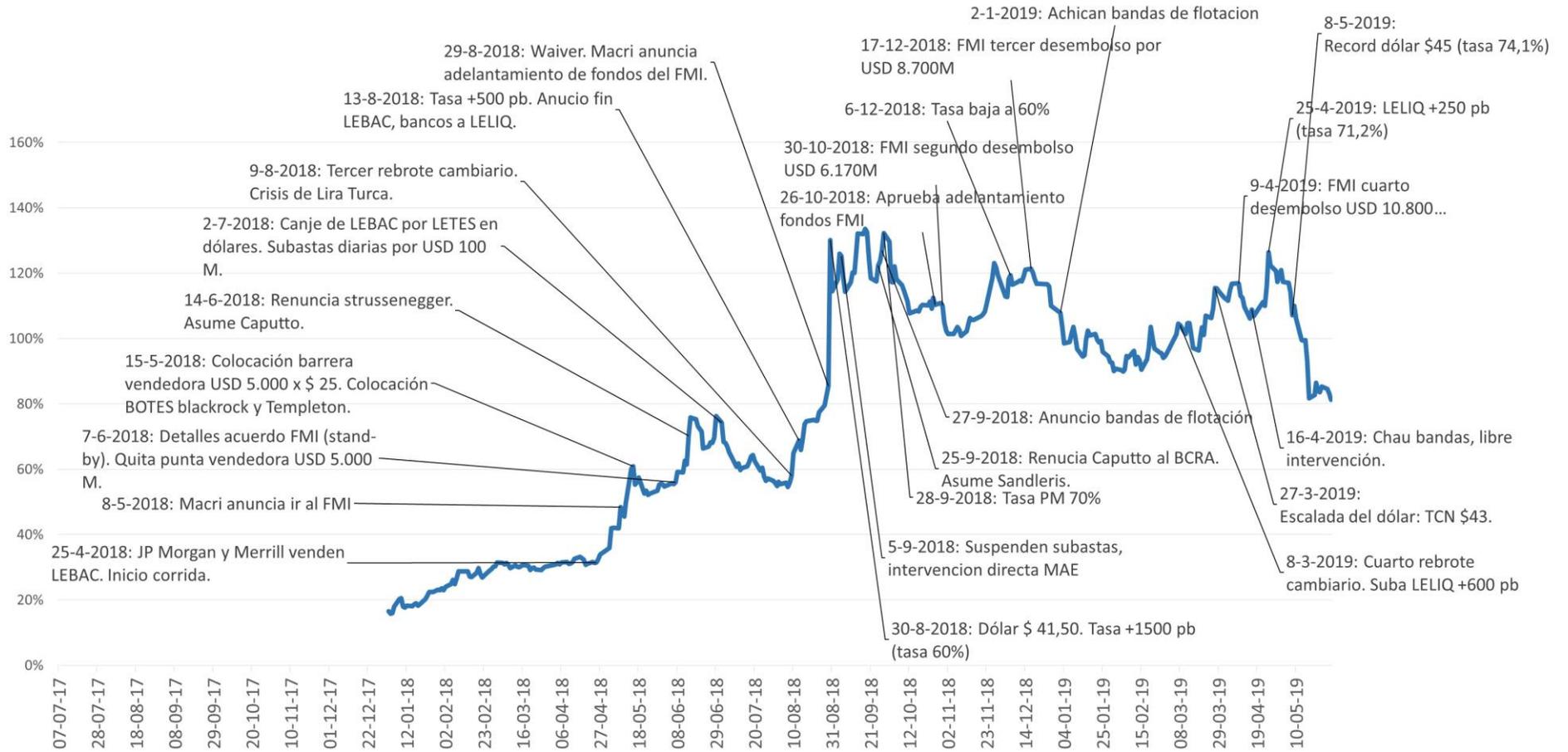
El 5-9-18 se registra otro cambio de la política de intervención cambiaria. En el contexto del *waiver* con el FMI, se suspenden las subastas y se interviene directamente en el MAE para contener la cotización del dólar. La intervención en el mercado de cambios es visto como una desobediencia por el FMI que exige la cabeza del titular del central. El 25-9-18 renuncia Caputto y asume Sandleris. El 27-9-18 se vuelve a cambiar la política de intervención cambiaria y se anuncian las bandas móviles de flotación. La demanda de dólares se contendrá mediante tasa de interés y cuando se supere el límite, con breves intervenciones por encima o debajo de la zona de no intervención. El 28-9-19 la tasa de LELIQ sube 500 pb y supera el 70% anual. El 26-10-18 el FMI aprueba el segundo acuerdo con un adelantamiento de fondos. El 30-10-18 ingresan USD 6.170 M como segundo desembolso. La demanda de dólares se tranquiliza y se inician un breve veranito cambiario. El 6-12-18 la tasa de política monetaria baja al 60%. El 17-12-18 el FMI ingresa USD 8.700 M del tercer desembolso. El 1-1-19 se achican las bandas de flotación y comienza una paulatina disminución de la tasa de interés.

El 8-3-19 la presión cambiaria vuelve y se inicia un cuarto rebrote en la cotización del dólar. Las tasas de interés revierten la baja y vuelven aumentar. Hay una persistente salida de dólares. La tasa de interés sube hasta el 68%.

El 9-4-19 ingresan USD10.800 M de dólares del cuarto desembolso del fondo. El 16-4-19 la política de intervención cambiaria sufre un nuevo cambio, se abandonan las bandas de flotación y se habilita al BCRA a la intervención directa en el mercado cambiario. Y si bien nunca se testeó el techo de la banda cambiaria porque era demasiado elevada, la política de tasas continúa su tendencia alcista. El 25-4-19 la tasa de política monetaria sube 250 pb y se ubica nuevamente por encima del 70%. El tipo de cambio toca los \$ 43. El 8-5-19 el dólar cotiza a su record de \$ 45 y la tasa de política monetaria es de 74%.

Cronología de la corrida cambiaria

var % anual del TCN



Fuente: CESO en base a BCRA

Un FMI muy flexible con el gobierno de Macri

El directorio del FMI aprobó el acuerdo de stand-by el 20 de junio. El monto total del acuerdo fue de USD50.000 M. Paradojas de la historia: el acuerdo se firmó el día de la bandera. El 22 de junio de 2018 ingresó al BCRA el primer desembolso del acuerdo por USD14.916 M. El el programa original, ingresarían USD2.700 M de manera constante y en todos los trimestres hasta junio de 2021.

El acuerdo inicial era muy distinto al que hoy se encuentra vigente. Esto se ve en las prioridades del acuerdo, el esquema de desembolsos y las metas de monitoreo cuantitativo. Inicialmente, el principal objetivo del acuerdo era usar el financiamiento como puente de liquidez que permitiera volver rápidamente a colocar deuda externa mientras se gestionaba el ajuste fiscal. Junto con ello, se incluían objetivos sobre el control de la inflación, la acumulación de reservas, cortar el financiamiento del BCRA al tesoro, desarmar LEBAC y reducir el déficit primario.

Menos los objetivos fiscales, el resto de objetivos de monitoreo cuantitativo no se cumplieron. Entre ellos se destaca la renuncia a las bandas de inflación y el hecho de poder intervenir libremente en el mercado cambiario. Pese a los incumplimientos, el FMI decidió ampliar el monto del crédito en cerca de USD6.000 M y adelantar el plazo de entrega, concentrando el 90% de los desembolsos en la gestión Macri.

Monitoreo cuantitativo acuerdo Argentina Stand-by con el FMI

unidades de medida según detalle

		Original	Segundo acuerdo	
		Fin de septiembre-18	Fin de abril-19	Actualidad
<i>Fiscales</i>				
Resultado primario del Gobierno Nacional (piso)	/1	-256	20	20
Deuda externa del Gobierno Nacional (techo)	/1	0	0	0
Deuda domestica del Gobierno Nacional (techo)	/1	14,9	45	45
Asistencia social (piso)		131	132	132
Inflación		32%	<i>sin monitoreo</i>	<i>sin monitoreo</i>
Política cambiaria		Subastas	Bandas de no intervencion	libre intervencion
<i>Monetarios</i>				
Cambio en stock neto de reservas (piso)	/2	5,5	9	5,8
Cambio en futuros de dólar (techo)	/2	0	-1,2	-1,7
Financiamiento del BCRA al gobierno (techo)	/1	0	0	0
Cambio en activos domesticos netos del BCRA (techo)	/1	-46,2	-208,5	-101,5
Cambio en la base monetaria (techo)	/1	<i>sin monitoreo</i>	0	0
<i>proyecciones del FMI (escenario adverso)</i>				
		2018	2019	actualidad
inflacion	/3	31,7	20,8	57,3
crecimiento PBI	/3	-1,3	0	-5,4
Tasa de politica monetaria	/3	43	26,8	65,4
Devaluacion TCR	/3	24	-2,2	32
Devaluación TCN	/3	55,7	18,6	89,3

detalle:

/1 miles de millones de ARS

/2 miles de millones de USD, Medido contra 28-9-2018, reservas USD 49,003 M,

/3 variación porcentual anual

La pesada herencia del endeudamiento

El próximo gobierno tendrá una situación complicada en términos de necesidad de divisas. Considerando la información oficial sobre vencimientos de deuda en dólares, el próximo gobierno deberá enfrentar necesidades financieras por USD 33.419 millones en su primer año de gestión.

Estas corresponden a USD 8.720 M de intereses por bonos, créditos de organismos internacionales y LETES. Además de ello, deberá enfrentar vencimientos de capital por USD 24.700 M, correspondiente a LETES por USD 11.000 M y Bonos, Organismos internacionales y REPO por USD 13.700 M. Sumado a ello, la economía real también será demandante de divisas. En este caso, el balance comercial y de servicios podría aportar USD 1000 M de superávit. Sin embargo, deberá hacerse frente a demandas de remisión de utilidades por USD 800 M, FAE (conservadora) por USD 8000 M y salida de portafolio por USD 600 M. En total, la demanda bruta de divisas de deuda y de la economía real sería de casi USD42.000 M en 2020.

Proyecciones Cambiarias 2020

CESO. Millones de dólares

	2020
(A) DEUDA	33.419
INTERESES USD	8.719
Bonos+OIRS	8.316,0
Letes USD	402,5
CAPITAL USD	24.700
Letes USD	11.000
S. privado	11.000
S. publico	s/d
Bonos+OIRS	13.700
S. privado	11.100
S. publico+REPO	2.200
Org. Internacionales	400
(B) ECONOMI REAL	8.400
Balance BS+Servicios (negativo superavit)	-1.000
Remision utilidades	800
FAE	8.000
Portafolio	600
DEMANDA TOTAL (A) + (B)	41.819
FMI	4.900
Roll-over LETES (90%)	9.900
Vtos intra-Estado y otra refinanciacion	7.800
(C) OFERTA TOTAL	22.600
SALDO (C) - (A) - (B)	-19.219

Por el otro lado, la oferta de divisas aportará financiamiento, aunque será muy menor ya que la mayor parte de los fondos del FMI serán entregados a la actual gestión, dejando a su sucesor, además, con los mercados de crédito voluntario cerrados. En el caso del FMI se registrarán ingresos por USD 4.900 M (contando el ultimo desembolso de diciembre-19). La refinanciación de LETES podría alcanzar los USD 9.900 M, que sumado a vencimientos intra-estado y refinanciación de organismos internacionales se estima en USD7.800 M. La oferta bruta de dólares de la economía argentina será por tanto de USD22.600 M. En este escenario conservador, el saldo de dólares para financiar será deficitario por USD19.220 M,

que deberán ser cubiertos con reservas, si no se encuentran fuentes alternativas de divisas o se incumplen vencimientos.

El panorama para los años siguiente es aún menos alentador. Entre los principales vencimientos, a partir de 2021 se revierte el ingreso de fondos del FMI y debe comenzar el repago de capital. En 2021 deben devolverse USD 3680 M, en 2022 USD 14.016 M y en 2023 USD 10.336. Un mayor detalle se presenta a continuación.

Vencimientos de deuda del Estado Nacional 2021-2026

en millones de USD. MECON.

	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025	2.026
Capital	21.697	34.594	27.257	16.799	19.562	10.697
Organismos Internacionales	1.716	1.528	1.420	1.462	1.366	1.230
Otros y Bonos	16.301	19.050	15.500	15.337	18.195	9.467
Letes						
FMI	3.680	14.016	10.336	0	0	0
Intrasector	0	0	0	0	0	0
Intereses	8.126	7.701	5.992	4.903	4.520	3.746
Organismos Internacionales	0	0	0	0	0	0
Otros y Bonos	6.301	5.942	5.279	5.012	4.769	3.998
FMI	2.117	2.051	1.004	183	36	4
Intrasector	-292	-292	-292	-292	-285	-256
Total	29.824	42.295	33.249	21.702	24.082	14.444

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

Baco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. VI | JUNIO 2019

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowski

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, 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, Cecilia Wilhelm, Gaspar Herrero.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz