



# Agenda Económica

**Un camino de cornisa: Hacia Octubre 2019**

**Septiembre 2018**

# Resumen ejecutivo

- Desde que asumió Cambiemos el país perdió USD 108.307 M en partidas ociosas (Fuga, intereses, remisión de utilidades y turismo), que son financiadas por ingresos no sustentables (endeudamiento externo e inversión especulativa).
- Con respecto al **programa financiero del gobierno para 2019**, el riesgo de incumplimiento no está asociado directamente a las cuentas fiscales del Estado Nacional, sino a la suficiencia de divisas. **Lo relevante es analizar las necesidades de dólares del conjunto de la economía, incluyendo al sector privado.**
- **El ajuste de la Cta Cte vía devaluación y recesión no parecería suficiente:** Aún con una balanza comercial y una cuenta Viajes equilibradas, se tendría un déficit de Cta Cte aproximado de USD 15.000 M en 2019, por los intereses de deuda externa ya comprometidos. En efecto, sería necesario un derrumbe del 23,4% de las importaciones para anular el saldo negativo de la Cta Cte. Por eso, **la clave pasaría por la dinámica de la Cuenta Capital y Financiera.**
- **Sobre esta base, construimos dos escenarios alternativos para 2019:**
- **Escenario de “Fuga Alta”:** Si se mantiene el ritmo de fuga de capitales de 2018, la necesidad de financiamiento neta (por sobre la refinanciación de la deuda actual) con el sector privado para cerrar la brecha externa rondaría los USD 20.000 M, aún asumiendo una pérdida de reservas de más de USD 13.000 M.
- **Escenario de “Fuga Baja”:** Si la fuga disminuye a niveles de 2016, el gobierno podría no tener que colocar deuda nueva en el mercado, asumiendo un piso de reservas de USD 35.000 M (caída de USD 8.700 M respecto a 2018).
- **El Gobierno enfrenta un precario equilibrio económico de cara a octubre de 2019:** el “mejor” de los escenarios requeriría que la **recesión y el ajuste sean suficientes tanto para reducir la brecha externa como para sostener el tipo de cambio real actual** - evitando una espiral hiperinflacionaria-, pero sin que se pulverice la actividad económica. Desde el **frente financiero**, si las medidas de austeridad logran calmar al mercado, esto podría implicar un **retorno de divisas de corto plazo por carry trade** y la posibilidad de **nueva emisión de deuda con privados**, además de **achicar la sangría por FAE**, condiciones requeridas para cerrar el Balance Cambiario 2019 con un mínimo de Reservas. Aún así, esto se alcanzaría con tasas de interés que alcanzan hoy el 60%, y un incremento de la vulnerabilidad externa, en un contexto donde las condiciones internacionales parecen reforzar los flujos financieros hacia el centro.

# Genealogía de la crisis

## Un modelo explosivo

Si bien en la segunda mitad de la gestión kirchnerista la restricción externa ya era un factor de enorme gravitación en el diseño de política y en la marcha de la economía argentina, ella tomó un carácter cualitativamente distinto con el proceso iniciado con Cambiemos en diciembre de 2015.

Bajo la premisa “faltan dólares porque falta confianza”, el gobierno entrante dispuso una acelerada y transversal desregulación comercial y financiera<sup>1</sup>. Pero las inversiones productivas no llegaron, y el resultado fue un modelo que incrementó fuertemente la salida de divisas, financiada por vía del endeudamiento externo y el ingreso de capitales especulativos.

Desde que asumió Cambiemos el país perdió 108.307 millones de dólares en partidas ociosas<sup>2</sup>, que son financiadas por ingresos no sustentables -endeudamiento externo e inversión especulativa en términos netos-, por 111.989 millones de dólares (incluyendo el préstamo del FMI). En este contexto, nuestro Indicador de Vulnerabilidad Externa (IVE) se duplicó entre 2015 y 2017, evidenciando la creciente fragilidad externa de la economía argentina y la alta exposición a cualquier shock internacional.

---

1. Eliminación de todo límite a la compra de divisas, eliminación del plazo de permanencia de capitales especulativos, eliminación de la obligación a exportadores de liquidar sus dólares, desregulación de importaciones en determinados sectores, reducción/eliminación de retenciones a la exportación, entre otras medidas.

2. Entre ellas ubicamos en términos netos la compra de dólares sin fines predeterminados del sector privado (FAE: Formación de Activos Externos), los pagos de intereses, la remisión de utilidades de las empresas extranjeras y el turismo.

## Ataques sobre el peso, y más nafta al fuego

Abril fue un momento crucial donde la conjunción de eventos internacionales<sup>1</sup> y un pésimo *timing* del gobierno nacional<sup>2</sup> desencadenaron un fuerte ataque sobre el mercado local. En ese momento se registró un **éxodo de capitales especulativos con un efecto contagio que aún no se pudo frenar**. Mientras tanto, la reacción del Banco Central fue incomprensible, desembocando en una combinación de pérdida masiva de reservas, devaluación, elevación de las tasas de interés y el regreso al FMI, además de la salida del propio Sturzenegger.

Esta sucesión de hechos marcó la **muerte del esquema vigente**: Entre los cambios en las condiciones financieras internacionales, la sobreacumulación de deuda argentina y la muestra de debilidad que implicó el pedido de ayuda del país al FMI, se produjo una **reversión de los flujos de capitales financieros que venían financiando la brecha externa de divisas**.

**El éxodo iniciado en abril nunca se detuvo: La sangría de divisas fue sostenida durante todo el periodo, incluso durante julio cuando el tipo de cambio logró mantenerse relativamente estable.**

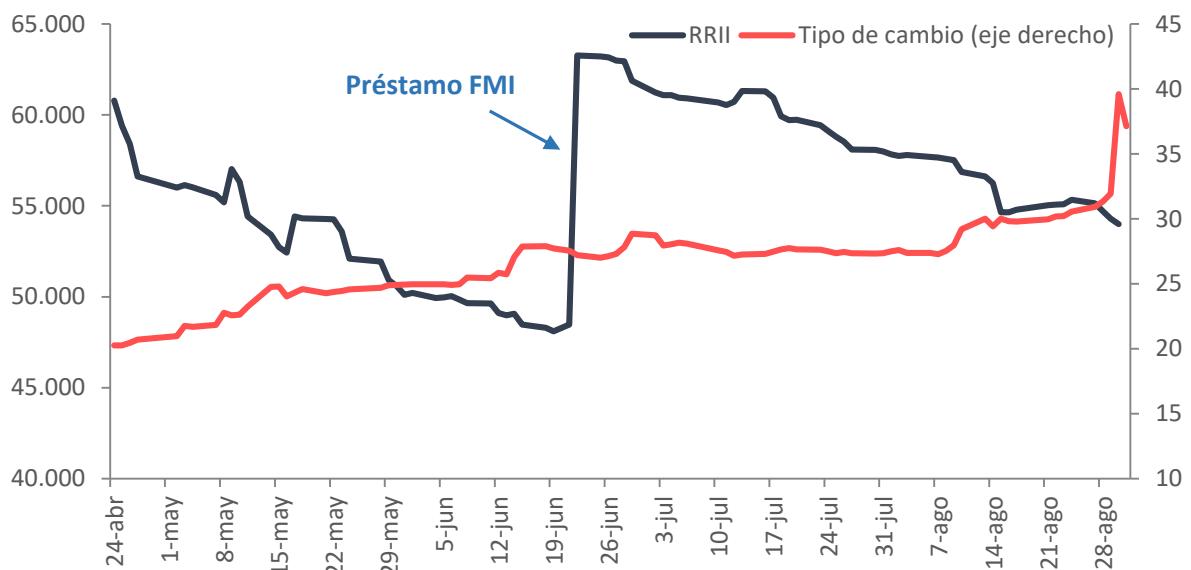
---

1. Suba de tasa de interés de EEUU (+ 3 % bono a 10 años) y mayor volatilidad a nivel internacional (“Flight to quality”)

2. Con una política monetaria post 28-D (baja gradual de tasas) y la aplicación de impuesto a la renta financiera (5% de la ganancia por LEBAC)

## La corrida nunca se detuvo

Reservas internacionales del BCRA (millones de USD) y Tipo de cambio \$/USD



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Teniendo presente la brecha externa, al desmanejo de política monetaria - contradictoria y errática-, podemos sumarle el proceso de desarme de Lebac sin ofrecer instrumento en pesos de la misma rentabilidad, lo que podría haber sido una oportunidad de reducir la vulnerabilidad financiera. Las fallas de comunicación también fueron castigadas por los inversores globales, quienes no parecen haber tomado con entusiasmo la inclusión de Argentina en el club de países con una línea de crédito *stand by* del FMI, junto a Jamaica, Irak y Kenia.

En este contexto, las expectativas sobre la economía argentina se derrumbaron: mientras que en enero el REM preveía un crecimiento del 2,9%, una inflación del 19,3% y un tipo de cambio de \$21,7, en agosto los valores fueron -1,8%, 40,8% y \$41,8 respectivamente.

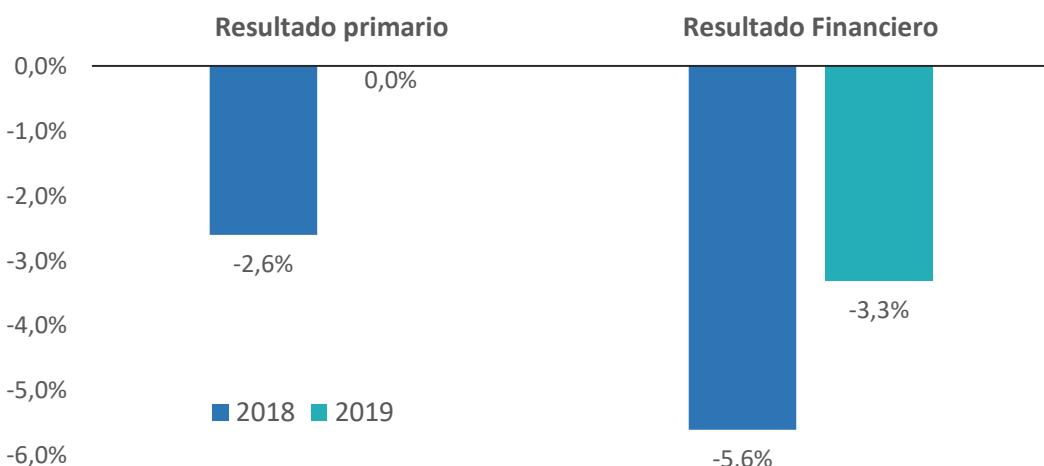
# Medidas adoptadas (y dale con el déficit primario...)

En las conferencias del 3 de septiembre el oficialismo siguió insistiendo en que la causa de la crisis actual es el déficit fiscal primario. Apuntando a un déficit primario cero para 2019, se anunciaron fuertes recortes del gasto (salarios y bienes, subsidios, y gastos de capital) y la restitución de los derechos de exportación (a partir de una alícuota transitoria fija en pesos, que se licua con la devaluación)

Pero lo cierto es que las metas de equilibrio fiscal primario con déficit financiero creciente lo único que demuestran es una **reasignación del gasto público: desde los gastos primarios (educación, salud, ciencia y técnica, obra pública, etc) hacia el pago de intereses de la deuda.**

## ¿Déficit Cero?

Resultados primario y financiero anunciados, como porcentaje del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Hacienda

## El mensaje a los mercados

Uno de los aspectos que fueron señalados como “poco tranquilizadores” de los mensajes previos al 3/9 fue su falta de detalle. En respuesta, el Gobierno presentó los programas financieros para 2018 y 2019, destacando que las necesidades de emisión de deuda para cubrir los vencimientos hasta fines de 2019 son manejables.

En efecto, la información presentada demuestra que para cerrar los programas financieros la necesidad de colocación de nueva deuda es de sólo USD 400 millones para 2018 y USD 2.500 millones para 2019. Si bien ello asume refinaciamientos por USD 10.500 y USD 20.800 millones respectivamente, compuestos fundamentalmente por Letes y Repo, incluso en un clima financiero relativamente adverso no parece un plan difícil de cumplir.

### Programa Financiero 2018 y 2019

Necesidades y Fuentes anunciadas, en millones de USD

	2018		2019	
	Total	Sólo USD	Total	Sólo USD
<b>Necesidades</b>	<b>26.800</b>	<b>17.100</b>	<b>39.600</b>	<b>29.200</b>
<b>Fuentes</b>	<b>26.800</b>	<b>25.000</b>	<b>39.600</b>	<b>32.300</b>
Caja	7.800	7.800	0	0
Instituciones Financieras Internacionales (incl. FMI)	8.100	8.100	16.300	16.300
Refinanciamiento (S. Priv.)	10.500	8.700	20.800	16.000
<i>de los cuales Letes</i>	5.900	4.100	11.200	9.100
<i>de los cuales Repo</i>	3.700	3.700	2.900	2.900
Nueva Deuda (S. Priv.)	400	400	2.500	0

Fuente: Elaboración propia en base a anuncios de Ministerio de Hacienda

# Un camino de cornisa

## Las verdaderas necesidades de financiamiento

Cuando el Gobierno presenta las poco exigentes necesidades para cumplir el programa financiero, busca fundamentalmente alejar el fantasma del *default*, y restaurar la confianza de las finanzas en el mercado argentino. Pero **el riesgo de incumplimiento que preocupa a los inversores no está asociado directamente a las cuentas del Tesoro en general, sino específicamente a la suficiencia de divisas.** Como en los últimos dos años y medio la forma de cerrar la brecha externa consistió en la colocación de nueva deuda, lo que es relevante analizar son las necesidades de dólares del conjunto de la economía, incluyendo al sector privado.

Para ello, construimos un **escenario de Balance Cambiario para 2018 y 2019**, sobre la base de los parámetros de crecimiento e inflación presentados por Hacienda el 3/9<sup>1</sup>. Asumimos una efectiva mejora de la confianza inversora<sup>2</sup>, y del saldo de la Cuenta Corriente en 2019, asociado a un ajuste en importaciones y servicios por la devaluación de este año<sup>3</sup> y un repunte de las exportaciones.

Pero incluso asumiendo este alivio en la brecha externa, la única forma de evitar una pérdida de reservas es asumir que no habrá **Formación de Activos Externos (fuga de divisas)**, o que se incurrirá en un mayor endeudamiento externo para financiarla.

---

1. Crecimiento 2018 -2,4% y 2019 0%, Inflación dic/dic 2018 42% y 2019 25%

2. Se asume una reducción del ritmo de FAE para 2018, además de que frena la salida por inversión de portafolio (acumula -2.500USD en 2018) y que es nula en 2019, al igual que el endeudamiento privado, y la FAE de entidades financieras.

3. Balanza de la cuenta viajes equilibrada en 2019 (-5.500 USD millones en 2017), Balanza comercial 2019: variación real de importaciones de -1,3% (1,9% en USD), y de exportaciones 4,8% (8,2% en USD)

## ¿Fuga Cero?

Escenario macroeconómico 2018 y 2019

	2018	2019	var.% 18	var.% 19	Acum. 18	Obs.
PIB	-2,4%	0%			-0,6%	Hacienda / jun EMAE
Inflación	42%	25%			27%	Hacienda / jul IPC
TCN (prom)	35	44	111%	26%		Hacienda + Infla 19
TCN (dic)	40	50	113%	25%		Hacienda + Infla 19

En millones de USD

Exportaciones	60.420	65.400	3,4%	8,2%	5,6%	I°S18 (ICA)
Importaciones	65.555	66.829	2,4%	1,9%	13,0%	I°S18 (ICA)
Saldo Comercial	-5.135	-1.429	-7,4%	-72%	-5.072	I°S18 (ICA)
Cuenta Corriente	-27.700	-16.669	62,4%	-40%	-18.328	Estim. I°S18
FAE	-31.325	0	41,4%	-100%	-20.027	jul-18 (Bal. Cambiario)
Endeudamiento	42.201	12.700	54,5%	-70%	28.801	jul-18 (Bal. Cambiario)
Var. RRII	-11.838	-1.874	-181%	-84%	3.372	jul-18 (Bal. Cambiario)

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Hacienda

Es evidente que ese supuesto sería una fantasía, especialmente en un año electoral. **Si se mantiene el ritmo de fuga de capitales de 2018, la necesidad de financiamiento neta** (por encima de la refinanciación de la deuda actual) con el sector privado para cerrar la brecha externa **rondaría los USD 20.000 millones, aún asumiendo una pérdida de reservas de más de USD 13.000 millones.**

Si la fuga disminuye significativamente (a niveles de 2016), el gobierno podría no tener que colocar deuda nueva en el mercado, asumiendo un piso de reservas de USD 35.000 millones (caída de 8.700 millones respecto a 2018)

## Escenarios 2019

<i>En millones de USD</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Fuga Alta</b>	<b>Fuga Baja</b>
Exportaciones	60.420	65.400	<i>Fuga replica 2018</i>	
Importaciones	65.555	66.829	<i>Piso RII 30.000</i>	<i>Fuga replica 2016</i>
Saldo Comercial	-5.135	-1.429	<i>Endeudamiento neto (sin FMI): 20.000</i>	<i>Sin nueva deuda</i>
Cuenta Corriente	-27.700	-16.669		<i>Caída RII 8.700</i>
FAE	-31.325	0	<b>-31.325</b>	<b>-9.951</b>
Deuda	42.201	12.700	32.682	15.800
Fuentes		<b>32.300</b>	<b>52.282</b>	<b>35.400</b>
FMI y IFI's		16.300	16.300	16.300
Refin. Priv.		16.000	16.000	16.000
Nueva deuda Priv.			<b>19.982</b>	<b>0</b>
Financiam. \$ por USD*			0	3.100
Var. RII	-11.838	-1.874	-13.217	-8.726
RRII	43.217	41.343	<b>30.000</b>	34.492
RRII ( Acuerdo FMI)	55.192	57.692	57.692	57.692
	78%	72%	52%	60%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Hacienda

Debe destacarse que el ajuste de la Cuenta Corriente vía devaluación y recesión no parecería suficiente: Aún con una balanza comercial equilibrada y una cuenta Viajes también en cero, se tendría un déficit de Cuenta Corriente de aproximadamente USD 15.000 millones en 2019, debido principalmente a los intereses de deuda externa ya comprometidos. En efecto, sería necesario un derrumbe del 23,4% en 2019 de las importaciones para anular el saldo negativo de la Cuenta Corriente. Por eso, la clave pasaría por la dinámica de la Cuenta Capital y Financiera.

\* Debido a que en el programa financiero el Gobierno estaría cubriendo con divisas necesidades en pesos, este escenario asume que obtiene una vía de financiamiento en pesos para cubrir los mismos

# Condiciones de posibilidad de un equilibrio precario

Por lo presentado hasta acá resulta claro que el escenario económico del Gobierno hacia Octubre de 2019 se encuentra en un equilibrio precario:

Desde la **economía real**, requeriría que la recesión y el ajuste sean suficientes tanto para reducir la brecha externa como para sostener el tipo de cambio real actual -evitando una espiral hiperinflacionaria-, pero sin que se pulverice la actividad económica, lo que dispararía el desempleo y la pobreza y generaría un escenario de enorme volatilidad social.

Desde el frente **financiero**, espera que las medidas de austeridad y el respaldo del FMI permitan devolver algo de tranquilidad a los mercados y frenar la corrida, incluso en un contexto recesivo. Si se logra esto, podría implicar un retorno de divisas de corto plazo por *carry trade* y fundamentalmente la posibilidad de nueva emisión de deuda con privados, además de achicar la sangría por FAE, todas condiciones requeridas para cerrar el Balance Cambiario 2019 con un mínimo de Reservas. Aún así, esto se alcanzaría con tasas de interés que alcanzan hoy el 60%, y un incremento de la vulnerabilidad externa, en un contexto donde las condiciones internacionales parecen reforzar los flujos financieros hacia el centro.

Discernir escenarios por fuera del delicado sistema de equilibrios presentado resulta complejo, ya que nos conduce a situaciones límite (megadevaluación e hiperinflación). ¿Qué alternativas tendría a mano el Gobierno en caso de un agravamiento de la situación? No puede descartarse un avance en materia de privatizaciones (YPF, Fondo de Garantía y Sustentabilidad), aunque su costo político hace difícil de pensarlo, especialmente en un año electoral. Lo mismo ocurre con otras alternativas (límites al turismo, cepo, regulación de la cuenta capital) que implican un abandono de los pilares económicos del macrismo y abren otro frente de problemas.

# Escenarios 2019

Partiendo de un déficit de Cta. Cte de 16.700 M, se plantean dos posibles escenarios, en función de niveles alternativos de fuga de capitales.

## FUGA ALTA

USD 31.300 M

(ritmo 2018)

## FUGA BAJA

USD 9.900 M

(ritmo 2016)

### Pérdida de Reservas Internacionales

USD

13.200 M

Caída anual de 30%

USD

8.700 M

Caída anual de 20%

### Necesidad de nuevo endeudamiento con el sector privado

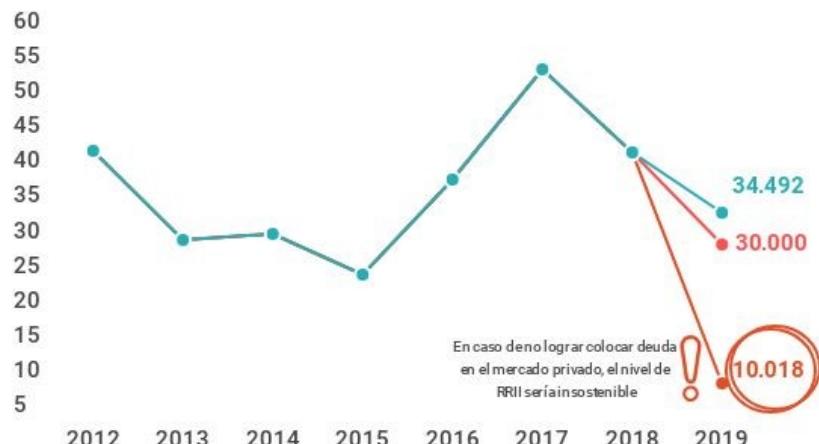
USD

20.000 M

USD -

Necesidad de Financiamiento cubierta  
con fondos de FMI, OIIL y renovación de  
vencimientos actuales

### STOCK de RRII del BCRA. Escenarios Alternativos



En caso de no lograr colocar deuda  
en el mercado privado, el nivel de  
RRII sería insostenible

# Anexo: El mecanismo de ajuste de la devaluación contractiva

El ajuste impactaría por la vía de una caída de importaciones de bienes y servicios, tanto por el menor nivel de actividad como por el efecto precios derivado de la devaluación.

Pero esto no afecta el saldo negativo por rentas, por lo que sería insuficiente para resolver la brecha externa.

## Devaluación y recesión: Ajuste parcial de la cuenta corriente

Resultado de Cuenta Corriente sobre PBI (%) y diferencia porcentual entre el Tipo de Cambio Real por año y el registrado en promedio en los años 2006 a 2010.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Hacienda