



# PERSPECTIVAS DEL NUEVO PROGRAMA ECONÓMICO DEL GOBIERNO LUEGO DEL ACUERDO CON EL FMI

Por Santiago Mancinelli

## RESUMEN EJECUTIVO

El gobierno apuesta a que se establezca el tipo de cambio en una banda cambiaria. Para lograr este objetivo ofrecerá una tasa de interés a ser fijada por el sistema financiero. Ante la posibilidad de una espiralización de la tasa de interés es esperable que se rompa la cadena de pagos de la economía. Esto producirá cierre de fábricas y comercios, no sólo afectando a los pequeños y medianos, sino también a las grandes empresas. El aumento del desempleo y la conflictividad gremial y social, puede producir un estallido que impacte en la gobernabilidad del país. Se espera que frente al deterioro del escenario económico, los agentes de mercado dolaricen aún más sus carteras, por lo que habrá una mayor presión sobre la devaluación del tipo de cambio que impulsará mayores incrementos de la tasa de interés y perjudicará cada vez más al nivel de actividad económica. El traslado a precios de una devaluación de la moneda que no tiene techo, preanuncia una posible hiperinflación.

Las crisis sociales, derivadas de crisis de empleo y aumentos desmedidos de los precios, anticipan crisis financieras y cambiarias que afectan al conjunto del país.

Los anuncios de un nuevo acuerdo no contemplan ni regulaciones al control de capitales ni a la obligación de los exportadores a liquidar los dólares provenientes de la venta de productos primarios. Sin este tipo de regulaciones, se deja a la Argentina en una situación de extrema vulnerabilidad frente a shocks internos y externos que tendrían un impacto severo sobre la cantidad de reservas, el tipo de cambio, la tasa de interés y el nivel de actividad.

## NUEVO ACUERDO CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

En "¿Hay riesgo en el sistema financiero argentino?" del 22 de septiembre último, se escribió sobre el acuerdo al que llegaron el gobierno argentino y

el Fondo Monetario Internacional el 7 de junio del corriente año sobre un préstamo de USD 50.000 millones, que comenzó con un desembolso inicial de USD 15.000 millones el 22 de junio último y que seguiría con desembolsos trimestrales de USD 3.000 millones a partir del mes de septiembre de 2018, finalizando en el mes de junio de 2021. La no concreción de los acuerdos con el Fondo llevaron a una instancia de renegociación, sobre la cual el periodista del Grupo Clarín Marcelo Bonelli, en nota publicada el 21 de septiembre, sostenía "El acuerdo con el Fondo Monetario Internacional incluirá un dólar con piso y techo" y que el Fondo Monetario ampliaría la ayuda total a la Argentina en USD 20.000 millones, llegando a una asistencia de USD 70.000, asegurando que el FMI desembolsaría de inmediato USD 12.900 millones.

El 26 de septiembre la Directora del FMI, Christine Lagarde, anunciaba el nuevo acuerdo de nuestro país con el Fondo Monetario Internacional que llevó el monto original de la asistencia financiera de USD 50.000 millones a USD 57.100 millones, de los cuales el desembolso previsto de USD 6.000 para este año, pasó a ser de USD 13.400 millones y los del año 2019 de USD 11.400 millones a USD 22.800 millones. En el año 2020 el desembolso será de USD 5.900.

Los auxilios del FMI son menores a los esperados y están restringidos a cubrir los vencimientos de deuda del 2018. Hasta el momento, el acuerdo entre el Fondo Monetario Internacional y el gobierno argentino no fue confirmado por el directorio ejecutivo.

Frente a la posibilidad de no cumplimiento de los compromisos de deuda, el Fondo Monetario Internacional incrementa los desembolsos para posibilitar el cumplimiento del cronograma de pagos del Ministerio de Hacienda con los acreedores internacionales. El FMI sale como garante de última instancia frente a la posibilidad cierta de default de la Argentina, tal como fue señalado en la nota previa "¿Hay riesgo en el sistema financiero argentino?" en la que se analizó las obligaciones de pagos de

	Millones de USD
Primer desembolso	15.000
Desembolso restante para 2018	13.400
Desembolso para 2019	22.800
Desembolso para 2020	5.900
<b>Total del Préstamo</b>	<b>57.100</b>

Fuente: información del Ministro de Hacienda y del BCRA.

vencimientos de capital e intereses de deuda de la administración central y las necesidades de divisas frente a los compromisos externos reflejados en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y la falta de recursos con la que contaba el gobierno argentino antes del acuerdo anunciado con el FMI.

Este préstamo son los mayores desembolsos otorgados por el FMI en su historia a un país miembro.

## FIJACIÓN DEL PRECIO DEL TIPO DE CAMBIO

El acuerdo promueve un rango del tipo de cambio entre \$ 34 y \$ 44 por dólar. En caso de que el precio del dólar supere los \$ 44, el BCRA interviene en el mercado de divisas vendiendo hasta USD 150 millones diarios para sostener el precio del tipo de cambio.

La devaluación del tipo de cambio será del 3% mensual, por lo que estaremos frente a una nueva tablita cambiaria que asegurará rentabilidad en dólares, siempre que la tasa de interés esté por encima del 3% mensual.

Se estima que el valor del dólar se fijará en los siguientes precios para los próximos meses de 2018:

FECHA	TIPO DE CAMBIO ESPERADO \$/USD
01/10/2018	44,0
01/11/2018	45,3
01/12/2018	46,7
31/12/2018	48,1

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministro de Hacienda y del BCRA.

(a pág. 2)

Tal como sucedió con el Plan de Martínez de Hoz, el convenio con el FMI asegura a los bancos y fondos del exterior una rentabilidad en dólares superior a la devaluación del tipo de cambio. Experiencias similares terminaron en el pasado con estallidos hiperinflacionarios y crisis de deuda. Los desembolsos que se dejan para 2020 no permiten continuar con el plan financiero y de pagos de compromisos externos de la Argentina, por lo que el próximo gobierno deberá renegociar la deuda.

Dada la inestabilidad de los escenarios local e internacional, los desembolsos anunciados podrán despejar la amenaza de default para el 2018, pero no aseguran un buen escenario para el próximo año que además será electoral y donde el gobierno no tiene asegurada la continuidad. Se espera que la volatilidad del tipo de cambio aumente y que los nuevos niveles de tasas amenacen con desatar una crisis económica que precipite la hiperinflación y un nuevo default de deuda.

La "tablita cambiaria" sólo podrá funcionar si la tasa de interés fuese mayor que la devaluación del tipo de cambio. Se espera que si hubiera dolarización de carteras y devaluaciones mayores al 3%, dado el mínimo poder de fuego del Banco Central de sólo USD 150 millones por día, la tasa de interés aumentaría más que la devaluación del tipo de cambio, por lo que no se cumplirían con los objetivos de fijación del tipo de cambio programados por el BCRA.

## EL PLAN MONETARIO

Consistirá en mantener la Base Monetaria fija mediante la compra de Letras Líquidas (LELIQ), con vencimiento de 7 días, fijando las cantidades de compra pero no el precio de la tasa de interés que la determinará el mercado. Con ese instrumento se regulará la liquidez del sistema bancario, destinatario de las LELIQ.

La contracción monetaria irá acompañada con un duro ajuste fiscal cuya dimensión real se desconoce pero se insinúa en el proyecto de presupuesto para 2019.

El viernes 28 de septiembre se fijó la tasa de interés para las Letras Líquidas en 65% anual. Por lo tanto estas letras rendirán el 5% mensual por encima del 3% de devaluación del tipo de cambio fijado por el Banco Central, y por encima del 4% de las LECAP (Letras Capitalizables en pesos) que emitió el Tesoro Nacional el 19 de septiembre a una tasa anual del 50%.

Al 27 de septiembre las LELIQ emitidas eran de \$ 414.411 millones, superando a las Letras y Notas del BCRA que fueron de \$ 310.257 millones para el mismo día. La nueva tasa de emisión monetaria será por lo menos del 65% anual del total de LELIQ que hay en la actualidad, por lo que las nuevas Letras Líquidas pasarán a representar \$ 511.923 millones en el lapso de un año. Se estima que frente a la incertidumbre y volatilidad del tipo de cambio, la absorción de LELIQ sea mayor, por lo que la cantidad de nuevas Letras Líquidas emitidas para absorber la

liquidez monetaria aumentará la cantidad de pasivos de cortísimo plazo del Banco Central. Esto generará mayor inestabilidad cambiaria, ya que no se absorbe liquidez monetaria por instrumentos de largo plazo, como las NOBAC (Notas del Banco Central) que son a un año de plazo, sino que se canjea circulante por Letras que vencen inmediatamente y que pueden ser dolarizadas en el cortísimo plazo.

Según el comunicado del Banco Central del 28 de septiembre, se aumentan los encajes un 3%, pudiendo estar compuestos por Letras Líquidas y Notas del Banco Central con lo cual se remunerarán los encajes. Esto parte de una política monetaria contractiva que absorbe pesos del sistema y restringe la utilización de los depósitos de los bancos. Esto producirá que la tasa de las LELIQ aumente aceleradamente de los 65% que se impuso el último viernes 28 de septiembre, haciendo que la tasa de emisión del BCRA sea mucho mayor.

En este nuevo esquema, el BCRA dispone de la cantidad de las LELIQ pero no del precio de la tasa de interés de las mismas, que pasarán a ser fijadas por las entidades financieras. Frente al ajuste monetario se espera que la tasa de interés suba a niveles que corten las cadenas de pagos de la actividad económica, afectando no sólo a los pequeños y medianos comercios y fábricas, sino también a las grandes que operan en territorio argentino.

## COMIENZO DE LA CORRIDA

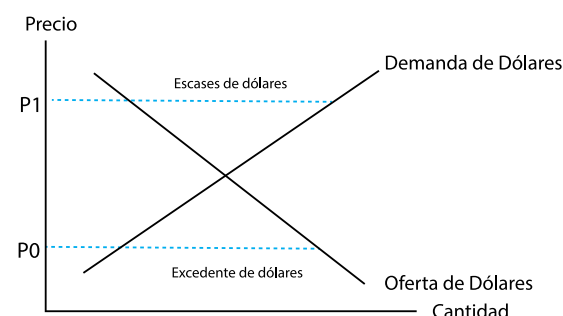
El 2 de mayo de 2018 comenzó la corrida que hizo que el tipo de cambio saltara de \$ 20,9 a \$ 21,52 por dólar al siguiente día hábil. Las reservas pasaron de representar desde su pico máximo USD 63.906 millones el 11 de enero a USD 48.992 millones el 28 de septiembre del corriente año. El total de reservas perdidas desde el 11 de enero hasta el 28 de septiembre fueron de USD 29.710 millones. En la profundización de la corrida se registraron pérdidas diarias promedio de USD 262 millones durante el lapso del 20 de abril hasta el 28 de septiembre. El tipo de cambio pasó de \$ 20,9 a \$ 41,94 por dólar al cierre del 28 de septiembre de 2018.

Las reservas del Banco Central aumentaron significativamente el 11 de enero de 2018 por fondeo de bancos privados (USD 8.884 millones) y el 22 de junio último por el primer desembolso del Fondo Monetario Internacional (USD 15.000 millones). Esos ingresos se licuaron con la salida constante de capitales y la dolarización de activos, haciendo que las reservas internacionales llegaran a acercarse al punto mínimo del año el 19 de junio último cuando fueron de USD 48.102 millones.

Se estiman que los USD 150 millones de licitación diaria del BCRA no serán suficientes para satisfacer la demanda de dólares, por lo que habrá mayores presiones sobre el tipo de cambio y sobre la tasa de interés de las LELIQ. Es previsible que se llegue a un momento en el que no se convaliden

mayores incrementos de esa tasa de referencia. Las letras líquidas son de cortísimo plazo por lo que agregarán mayor volatilidad sobre el sistema. El cambio de LEBAC por NOBAC, estas últimas son notas del BCRA que tienen vencimiento de un año, y su fracaso ante ese intento, muestran que los bancos y el mercado cada vez le cree menos a la capacidad de repago del gobierno.

La característica del dólar en Argentina es que no funciona como un bien normal. Ante el aumento de su precio, aumenta la demanda y disminuye la oferta, y ante la disminución de su valor, disminuye su demanda y aumenta su oferta. Esto es porque el dólar funciona como reserva de valor, y ante la depreciación del peso, los agentes atesoran dólares para preservar ahorros. Los ofertantes de dólares, ante el aumento de la divisa, no liquidan sus dólares esperando una devaluación mayor. La oferta está a cargo principalmente del complejo agroexportador que ante las corridas contra la moneda nacional, retienen la liquidación de cosecha aguardando la máxima cotización para entonces ofertar los dólares.



El caso contrario es cuando se produce una revaluación de la moneda. Entonces los demandantes de dólares preferirán hacer tasa en pesos y no resguardarse en dólares y los ofertantes aumentarán la liquidación de cosecha para obtener el máximo valor posible ante la apreciación de la moneda nacional.

## CADENA DE PAGOS EN GRAVE RIESGO

Cuando el Banco Central determinó que sólo manejará la cantidad de pasivos monetarios pero no el precio de la tasa de interés y cuando fijó la oferta diaria de dólares en sólo USD 150 millones, hizo saber que las variables de ajuste serán la tasa de interés y el tipo de cambio. Esto producirá una aceleración en la suba de la tasa de interés, afectando, en extremo, la cadena de pagos del conjunto de la economía. Ello traerá consecuencias en los niveles de empleo y pobreza. La liberalización del tipo de cambio, con el preaviso a los agentes del mercado que sólo intervendrá por una suma fija por día, posibilita que fácilmente los agentes puedan hacer incrementar el valor del dólar produciendo un traslado a precios que podría terminar en una hiperinflación.

Un probable escenario de rompimiento de la cadena de pagos y una profunda crisis económica, junto con una posible hiperinflación, no sólo afectará a los sectores populares, sino al conjunto de las clases medias urbanas, frente a una crisis que no prevé paliativos para el derrumbe de la economía y de un escenario de shock monetario y fiscal, producirán un quiebre de la confianza en el sistema financiero local.

Los acreedores internacionales pretenderán cobrar por anticipado sus préstamos a la Argentina, por lo que saldrían a vender los bonos en cartera a precios de remate, situación que aumentará el riesgo país. No se puede esperar, entonces, que se reabran los flujos de capitales del exterior.

La inconsistencia del plan económico produciría la aceleración del incremento desmedido de los precios y el desempleo. Los sectores más vulnerables sufrirán una situación apremiante que haría insostenible la situación. De allí la urgencia de exigir un urgente cambio de la política económica.

Año	Mes	Base monetaria (M0), saldos a fin de mes en miles de pesos				
		Total	Circulación monetaria			Depósitos de entidades financieras en cuenta corriente
			Total	Fuera del sistema financiero	En entidades financieras	
2018	Ene.	966.088.998	765.254.429	675.985.748	89.268.681	200.834.569
	Feb.	1.002.919.004	763.172.818	666.766.809	96.406.009	239.746.186
	Mar.	995.473.364	755.128.598	665.282.202	89.846.396	240.344.766
	Abr.	999.359.422	743.195.164	654.362.742	88.832.422	256.164.258
	May.	1.020.465.820	731.047.287	644.169.834	86.877.453	289.418.533
	Jun.	1.043.632.350	755.453.475	670.248.637	85.204.838	288.178.875
	Jul.	1.066.809.260	763.078.875	672.111.011	90.967.864	303.730.385

Fuente: BCRA.