



INSOLVENCIA MONETARIA

Por Santiago Mancinelli

El acuerdo por 36 meses firmado por la Argentina y el Fondo Monetario Internacional aprobado el 20 de junio de 2018, establece los resultados que la Argentina deberá tener para no caer en default. Con este objetivo el FMI estimó los resultados de la Balanza de Pagos para el período 2018-2023. Proyecta, para que la Argentina no caiga en default, que la devaluación de este año eleve las exportaciones de bienes a USD 71.600 millones y que las importaciones de bienes crezcan sólo a USD 67.700 millones, por lo que habrá un resultado positivo del saldo comercial de USD 4.000 millones, mayores a los esperados este año por USD 700 millones. El déficit de la cuenta comercial de servicios se mantendrá en 2019 en niveles similares a los años anteriores en USD 9.000. Estima que el pago de intereses de deuda y remisión de utilidades y dividendos será de USD 13.800 millones, superiores a los USD 12.000 estimados por el FMI para este año.

En la Cuenta Financiera el FMI supone que la Inversión Extranjera Directa (IED) será positiva para 2019 en USD 5.200 millones y que la inversión de portafolio neto será superavitaria en USD 23.000 millones. Una de las principales hipótesis del Fondo Monetario Internacional es que la fuga de capitales se detendrá, por lo que en 2019 el rubro Otras Inversiones netas será deficitaria en USD 6.200 millones, bajando del déficit proyectado en el corriente año que ha sido cuantificado en USD 23.700 millones. La salida de capitales para 2018 reflejada en el rubro Otras Inversiones netas, fue financiada por una entrada de Inversiones de portafolio neto por USD 42.100 millones.

El cambio de los objetivos de política monetaria a fines de diciembre del año pasado, produjeron la baja de la tasa y la caída de los rendimientos del "carry trade". Estuvo implícito en la reunión del presidente del Banco Central, el Jefe de Gabinete y los ministros de Hacienda y Finanzas que habría una mayor devaluación de la moneda. Los supuestos del gobierno y del FMI para equilibrar las cuentas externas son que la devaluación del más del 100% a registrarse en el año corriente ante el cierre del financiamiento externo a principios del 2018, producirá un saldo comercial de bienes superavitario de USD 700 millones para 2018 y de USD 4.000 millones para 2019 y que la salida de capitales se reducirá de los actuales USD 23.700 millones para 2018 a USD 6.200 millones en 2019. El pago de intereses de deuda y remisión de utilidades y dividendos al exterior pasará de USD 12.000 millones para 2018 a USD 13.800 millones para 2019, manteniéndose en niveles similares. Estima que la salida de divisas por turismo se mantendrá en USD 8.800 para 2018 y en USD 9.000 millones para el siguiente año.

Los cinco factores que explican la salida de dólares son el saldo comercial, el déficit por turismo, el pago de intereses de deuda, la fuga de capitales y la remisión de utilidades de las casas matrices a las casas centrales, se verán reducidos con la aplicación de dos instrumentos de política económica: el precio del tipo de cambio y la tasa de interés. Con la devaluación de este año se intentará reducir la salida de dólares de la cuenta comercial, la baja del turismo fuera del país y la remisión de

utilidades al exterior ante la devaluación de las ganancias en dólares y la recesión económica y caída de las ventas. Con el aumento de la tasa de interés a casi el 70% anual se intentará que baje la dolarización de activos y su fuga al exterior. Lo único que se mantiene es el pago de intereses de deuda al exterior.

El talón de Aquiles de la actual política económica está en los niveles de tasas de interés que podrán evitar una mayor fuga de capitales pero no cambian la insustentabilidad del actual modelo. Esa posibilidad pone presión sobre el plan del Fondo Monetario Internacional.

Si bien los mayores desembolsos aprobados por el directorio del FMI, suministrarán los dólares para el pago de los intereses de deuda, la posibilidad de cambio de gobierno y la conflictividad social, producen un aumento del riesgo y de la incerteza de los fondos posicionados en la Argentina.

	2015	2016	2017	Proyectado			2021
				2018	2019	2020	
<i>En miles de millones de dólares</i>							
Cuenta Corriente	-17,6	-14,7	-30,8	-19,9	-18,6	-16,7	-14,6
Cuenta comercial de bienes	-0,8	4,4	-5,5	0,7	4	3,1	2,7
Exportaciones fob	56,8	57,9	58,4	66,4	71,6	75,3	80,1
Productos primarios	13,3	15,7	14,8	18,1	20,8	22,6	24,6
MOA	23,3	23,3	22,5	22,3	22,7	23,4	24,7
MOI	18	16,9	18,7	22	24,7	25,8	27,3
Energía	2,2	2	2,4	3,6	3,4	3,5	3,5
Importaciones fob	57,6	53,5	64	65,7	67,7	72,2	77,4
Bienes de capital	23,4	22,4	26,6	26,5	27,6	29,9	32,4
Bienes intermedios	17,3	14,8	17,1	17,3	16,9	18	19,7
Bienes de consumo	10,5	11,6	14,7	15,9	17,6	18,7	19,5
Combustibles y lubricantes	6,4	4,7	5,6	6	5,6	5,7	5,8
Cuenta comercial de servicios	-5,8	-8,2	-9,8	-8,8	-9	-9,7	-10,5
Exportaciones	13,2	12,8	14,2	13	13,7	15,1	16,7
Importaciones	19	21	24	21,8	22,7	24,8	27,2
Ingreso primario neto	-12,1	-12,1	-15,9	-12	-13,8	-10,3	-7
Ingreso secundario neto	1,1	1,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Cuenta Capital	0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Cuenta Financiera	18,5	14,5	30,4	19,7	18,4	16,6	14,4
Inversión directa extranjera	10,9	1,5	10,7	4,9	5,2	5,5	7,7
Inversión de Portafolio neto	0,4	35,3	34,7	42,1	23	23,6	25,2
Derivados netos	0	-0,2	0,1	0	0	0	0
Otras inversiones neto	2,2	-7,7	-0,5	-23,7	-6,2	-1,9	-2,7
Activos de Reservas	4,9	-14,3	-14,6	-3,6	-3,6	-10,6	-15,7
Errores y Omisiones	-0,9	-0,2	0,3	0	0	0	0
Balance General	0						

Fuente: IMF Country Report No. 18/219, Julio 2018.

(a pág. 2)

POLÍTICA MONETARIA

Uno de los acuerdos con el Fondo Monetario Internacional es el control sobre la base monetaria que impide que el Banco Central emita más dinero que el existente en los actuales pasivos monetarios. La retracción en la oferta monetaria implica el aumento de la tasa de interés regulada por la tasa que el Central pagaba por las Letras del Banco Central (LEBAC). A enero de 2018 las LEBAC y las Notas del Banco Central (NOBAC) llegaron a la cifra de 1,23 billones de pesos, de las cuales 398.942 millones estaban en manos de Entidades Financieras. Con el nuevo acuerdo con el FMI, se reemplazan las LEBAC y NOBAC por las Letras Líquidas (LELIQ) que son a siete días de vencimiento. Al 23 de octubre del año corriente se registraron 596.410 millones de pesos en LELIQ, junto con la caída de las LEBAC y NOBAC a 190.584 millones de pesos en el mismo período. La tasa de interés por las LELIQ fue 71,39% anual.

El FMI "recomendó" a la Argentina ir bajando el monto de LEBAC por representar un serio riesgo cambiario, ya que ante cada vencimiento, estos fondos podían dolarizarse y hacer aumentar el tipo de cambio, situación comprobada con los efectos de una devaluación de más del 100%. En la actualidad, la absorción se da mediante la colocación de LELIQ a las Entidades Financieras únicamente y una tasa de interés que es impuesta por el sistema financiero. El Banco Central sólo indica la cantidad de dinero a ser absorbido por el sistema. No hay que despreciar el peligro de una nueva dolarización por parte de los bancos. El Ministerio de Hacienda anticipó que si eso aconteciese entonces el BCRA elevaría los encajes de las Entidades Financieras. Esta política pone en grave riesgo la estabilidad del sistema financiero, ya que si los bancos quisieran cobrar las LELIQ por los vencimientos de depósitos a plazo, el Banco Central sólo les ofrecería Letras Líquidas. Los depositantes privados entonces sólo cobrarían letras emitidas por el Banco Central y no los pesos o dólares que tuvieran depositados en los bancos. Esta política produciría el quiebre de las entidades financieras ante cualquier shock interno o externo. La extrema volatilidad que el actual gobierno propone a las entidades financieras, podría provocar el quiebre de las mismas con la consiguiente pérdida de los depósitos de los privados con impacto sobre el nivel de precios y el tipo de cambio.

Fecha	SalDOS						Tasa de política monetaria
	Pasos en Pesos		LELIQ	LEBAC y NOBAC en Pesos (incluye ajustables por Tipo de Cambio) (no incluye LELIQ)		LEBAC en Dólares	
	Pasos Pasivos	Pasos Activos		Total	de Entidades Financieras		
ene-18	50.808	0	69.259	1.229.385	398.942	0	27,25
feb-18	53.675	0	154.565	1.219.691	376.873	0	27,25
mar-18	38.161	0	142.524	1.246.733	379.070	0	27,25
abr-18	22.365	6.806	116.319	1.224.434	385.271	0	30,25
may-18	6.026	0	12.310	1.242.523	506.818	0	40,00
jun-18	106.970	0	11.898	1.058.401	426.390	0	40,00
jul-18	35.604	0	150.241	971.159	370.409	0	40,00
ago-18	26.281	0	304.049	627.012	165.240	0	60,00
sep-18	35.319	0	432.851	340.581	39.470	0	65,00
23-oct-18	1.335	0	596.410	190.584	16.897	0	71,39

Fuente: BCRA.

La política de que las Entidades Financieras fijen la tasa de interés pone en serio riesgo la cadena de pagos de la economía y pone en peligro al conjunto de la población. No se espera que sea sostenible socialmente el corte de la cadena de pagos, con el consiguiente cierre de empresas, comercios y aumento del desempleo y del empeoramiento de los indicadores sociales.

EL PLAN DOLARIZACIÓN

En caso de que la fuga de capitales se intensificara y no alcanzaran los dólares del FMI para hacer frente a las necesidades de dólares de la economía, el Director del Consejo económico de la Casa Blanca de EEUU, Larry Kudlow, confirmó en la segunda semana de septiembre de 2018 en la cadena Fox, que EEUU estaba trabajando en una dolarización de la economía argentina. Para que cumpla ese objetivo, se tendría que dolarizar la totalidad de la oferta monetaria (M2) según las reservas netas del Banco Central. A agosto de 2018 las reservas brutas del Banco Central fueron de USD 52.658 millones y los depósitos de particulares de USD 28.107 millones, por lo que las

Año	Mes	M2	Reservas USD	Depósitos USD privados	Reservas netas	Tipo de cambio respaldado en reservas netas
2018	Ene.	2.148.216	62.024	25.815	36.209	59,3
	Feb.	2.065.181	61.509	25.529	35.980	57,4
	Mar.	2.108.485	61.726	25.890	35.836	58,8
	Abr.	2.106.170	56.623	26.196	30.427	69,2
	May.	2.269.705	50.098	26.149	23.949	94,8
	Jun.	2.533.004	61.881	26.208	35.673	71,0
	Jul.	2.349.060	57.996	27.349	30.648	76,6
	Ago.	2.752.106	52.658	28.107	24.551	112,1

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

reservas netas del Banco Central, contabilizando el Swap de monedas con China por USD 11.000, fue de USD 24.551 millones. Dividiendo la cantidad de dinero M2 (2,75 billones de pesos) por la cantidad de reservas netas, nos da un tipo de cambio de 112,1 pesos por dólar. Si se llevase el tipo de cambio a ese nivel habría una hiperinflación que destruiría el nivel de actividad económica de la Argentina.

Dada la inconstancia de la política económica, solamente la tasa a más del 71% anual produce que los pasivos del Banco Central no se dolaricen. Si lo hicieran harían subir el tipo de cambio a 112 pesos por dólar que destruirían la economía del país.

Por otro lado, el gobierno se juega a que se refinancien todos los vencimientos de capital de este año y el siguiente. Si los acreedores no aceptaran refinanciar los pasivos del Tesoro Nacional en dólares, habría una caída de las reservas internacionales del Banco Central que la llevarían a un default.

Toda la política económica del gobierno está basada en sostener tasas de interés estratosféricas para que los acreedores no fuguen el capital y sigan refinanciando los vencimientos de deuda pública y privada. La posibilidad de que el actual gobierno no continúe en el poder en las elecciones de 2019, aumenta la volatilidad y el riesgo del actual plan económico. Se espera que la presión sobre la oposición no condescendiente y el sindicalismo se acentúen. Dadas las características históricas de la Argentina, la conformación de grupos sociales, de la oposición y el grado de complejidad del entramado social y económico del país, es factible que no se pueda implementar un plan económico que destruye las condiciones de vida del conjunto de la población. El gobierno genera con la implementación de un plan insustentable, las condiciones de una nueva crisis de la cual es el único responsable.

EL AJUSTE FISCAL

Haciendo una estimación propia de variación de precios para el corriente año del 50%, a partir de los precios mensuales relevados por el Instituto de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires de enero a septiembre, con una proyección de octubre a diciembre de 2018 y tomando la variación del Índice Precios al Consumidor (IPC) publicada por el Ministerio de Economía para 2019 en el Mensaje de Ley del Presupuesto 2019 del 34,8% para el siguiente año, se calcularon los ingresos totales, gastos primarios, resultado primario y resultado financiero.

Los ingresos totales y gastos primarios se incrementaron según las variaciones mensuales de precios publicadas y proyectadas. De esta manera se calculó que los ingresos totales serán un 2% mayor al presupuestado y los gastos primarios un 9% mayor a lo presentado en el proyecto de presupuesto 2019, por lo que el resultado primario será un 60% más deficitario para 2018 y el resultado financiero un 29% más deficitario. Para el año 2019, incrementando los recursos fiscales de 2018 por la inflación esperada por el Ministerio de Economía, los ingresos son mayores en un 9% y los gastos primarios en un 31%, por lo que el resultado primario pasará de ser neutro a tener un déficit primario de \$ 834.778 millones con un déficit financiero 140% mayor. Para el cálculo de pagos de intereses se tomaron los presentados en el mensaje de presupuesto 2019. Esto significa aceptar como cierto el supuesto que el tipo de cambio promedio para 2019 será de \$ 40,1 por dólar. Si el dólar fuese mayor, habría un incremento en los intereses de deuda a pagar, por lo que el resultado financiero del año que viene sería mucho más deficitario.

Con respecto a los gastos primarios, el rubro de Prestaciones Sociales, debería ser un 14% superior para que las prestaciones sociales no perdieran poder adquisitivo frente al aumento de la inflación para el corriente año. Como los recursos presupuestados son menores a los necesarios para equiparar la seguridad social al aumento de precios, este presupuesto quita ingresos por un estimado de \$ 606.704 millones para 2019. Los subsidios económicos debieran ser un 51% mayor para que no hubiese mayores incrementos de tarifas el próximo año. Se estima que la quita de subsidios será de \$ 145.791 millones para el 2019. Las transferencias a provincias será otro de los rubros gravemente afectado, ya que para equiparar las transferencias a los niveles de inflación estimados en el Mensaje de Presupuesto, debieran ser un 83% mayor para el siguiente año. La quita de transferencias a las provincias se estima en \$ 67.442 millones para 2019. Los Gastos de Capital van a tener una quita en términos reales de \$ 95.984 millones para el siguiente año. Se estima que caiga fuertemente la obra pública en todo el país y que las intenciones del gobierno de reemplazar la obra pública del Estado Nacional por los proyectos de Participación Pública y Privada (PPP) no tengan el efecto suficiente, dadas las inconsistencias macroeconómicas de la Argentina y la volatilidad que habrá en el escenario electoral del año que viene.

El déficit primario cero se estima inalcanzable ya que la quita de recursos, principalmente en las prestaciones sociales, impondrá un escenario de conflicto grave que junto con las restricciones al financiamiento externo, producirá variaciones en el tipo de cambio que empeorarían la situación de la clase pasiva y de los trabajadores en general.

Ante el no posible cumplimiento de este presupuesto, habrá tensiones con los acreedores externos, principalmente el Fondo Monetario Internacional y los Bancos de EE.UU. que aumentarán la volatilidad y la ejecución del presupuesto presentado para 2019.