



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 40 - Edición N° 957 – 21 de Agosto de 2018

Se rediseña el programa con el FMI

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

BROKERS / AQAP

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Se rediseña el programa con el FMI¹

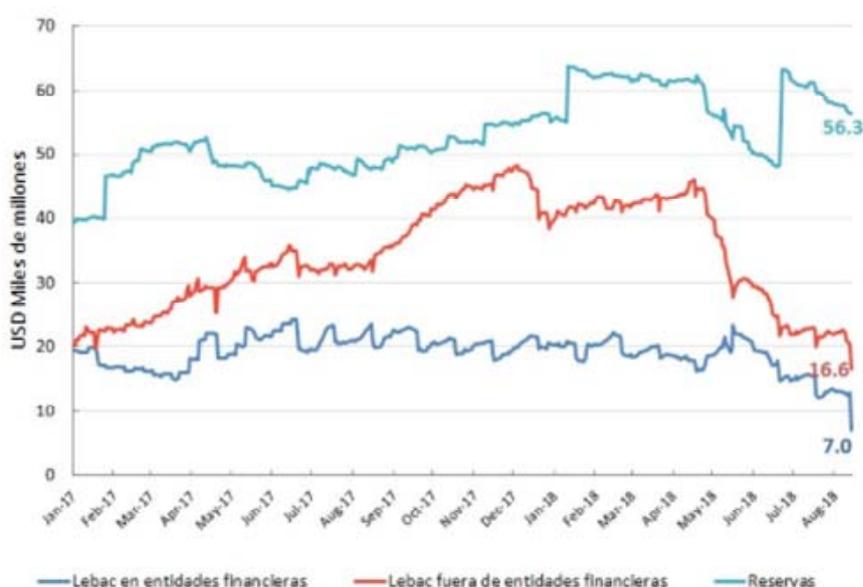
Aunque todavía no formalizado, hay un rediseño del programa acordado con el FMI, que incluye novedades tales como la utilización de reservas para desarmar el stock de Lebacs en manos de particulares, un aumento de la presión impositiva sobre el sector exportador (nada aconsejable, subproducto de la falta de avances por el lado del gasto público en los primeros dos años de gestión) y un relajamiento del compromiso del Tesoro de rescatar deuda intransferible en manos del Banco Central. En el memo que tiene vigencia desde junio se había incluido una cláusula para “situaciones disruptivas” y la crisis de Turquía parece haberla gatillado. Pero también han sido determinantes las dificultades para renovar vencimientos locales de deuda y una recesión que se anuncia mayor a la prevista por el gobierno, que habrá de afectar la recaudación tributaria. El giro en el plan afrontó su primer test en la semana que pasó, cuando se liberaron al mercado 137,6 mil millones de pesos derivados de Lebacs no renovadas, y el resultado ha sido positivo: frente a una demanda potencial de 4 mil millones de dólares, el Banco Central sólo vendió una cuarta parte de esa cifra, aunque cierto es que hubo un endurecimiento adicional de la política monetaria. El riesgo país comenzó a bajar, ayudado también por el refuerzo de las reservas del Banco Central, de la mano de un tramo adicional del swap con China por 4 mil millones de dólares, y de una posible renovación del segmento original, de 11 mil millones.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5353931. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicado originalmente en el diario La Voz del Interior el 19 de Agosto de 2018

Aunque todavía no formalizado, hay un rediseño del programa acordado con el FMI, que incluye novedades tales como la utilización de reservas para desarmar el stock de Lebac en manos de particulares, un aumento de la presión impositiva sobre el sector exportador (nada aconsejable, subproducto de la falta de avances por el lado del gasto público en los primeros dos años de gestión) y un relajamiento del compromiso del Tesoro de rescatar deuda intransferible en manos del Banco Central. En el memo que tiene vigencia desde junio se había incluido una cláusula para “situaciones disruptivas” y la crisis de Turquía parece haberla gatillado. Pero también han sido determinantes las dificultades para renovar vencimientos locales de deuda y una recesión que se anuncia mayor a la prevista por el gobierno, que habrá de afectar la recaudación tributaria. El giro en el plan afrontó su primer test en la semana que pasó, cuando se liberaron al mercado 137,6 mil millones de pesos derivados de Lebac no renovadas, y el resultado ha sido positivo: frente a una demanda potencial de 4 mil millones de dólares, el Banco Central sólo vendió una cuarta parte de esa cifra, aunque cierto es que hubo un endurecimiento adicional de la política monetaria. El riesgo país comenzó a bajar, ayudado también por el refuerzo de las reservas del Banco Central, de la mano de un tramo adicional del swap con China por 4 mil millones de dólares, y de una posible renovación del segmento original, de 11 mil millones.

Evolución del stock de Lebac



Fuente: Elypsis

Al poco tiempo de haberse firmado el memorando de entendimiento con el FMI, la realidad comenzó a mostrar divergencias con lo proyectado, lo que está obligando a medidas adicionales y replanteos. Parece haber consenso para encarar este giro entre el gobierno argentino y el staff del Fondo, quizá facilitado por la irrupción de la crisis de Turquía. La coyuntura requiere diferenciarse de Ankara, y este objetivo parece ser compartido por el FMI.

Aún en este contexto, el gobierno argentino no la tiene fácil. El programa con el FMI se había diseñado bajo el supuesto de una recaudación impositiva evolucionando en línea con un leve crecimiento del PIB (0,4 %), pero todo indica que este año habrá contracción, aunque todavía se discute su magnitud. Así, las medidas impositivas anunciadas en las últimas horas están destinadas a compensar un desvío de las metas fiscales, con un refuerzo equivalente a 0,3 % del PIB.

Rescate de Lebac, el destino de los fondos liberados

Base monetaria	ARS mn
Vencimiento de Lebac (no bancarios)	330.000,00
Renovación de Lebac (no bancarios)	- 192.314,84
Efecto neto de subasta de Lebac	137.685,16
Intervención de martes (200 USD mn)	- 5.880,62
Intervención de miércoles (781 USD mn)	- 23.382,29
Emisión de Letes en ARS	- 23.089,00
Aumento de encajes (3pp)	- 60.000,00
Absorción	- 112.351,91
Expansión neta por operación del Tesoro / BCRA	25.333,25
en USD mn	843,04
como % BM	1,6%
Aumento posición en Fondos Money Market	28.673,44
Remanente de liquidez no alocada	- 3.340,19

Fuente: Puente

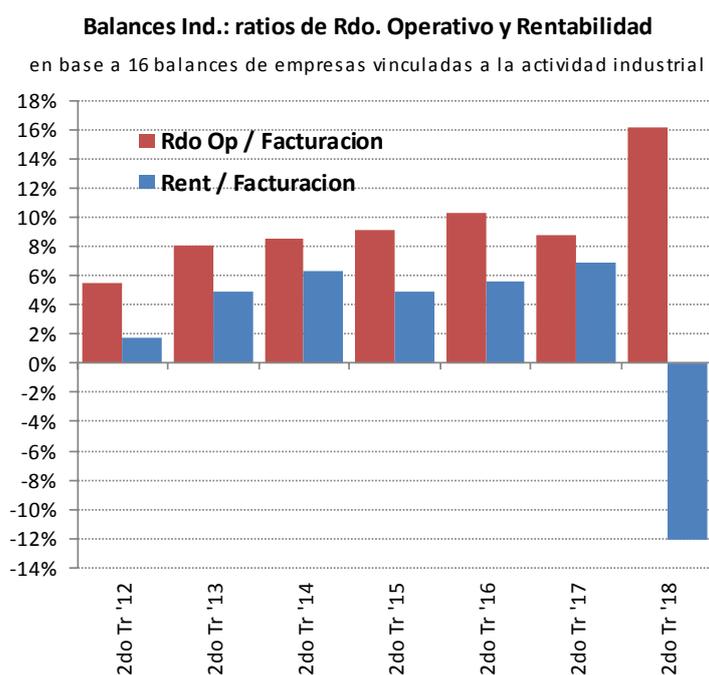
Esto incluye la suspensión de las transferencias del Fondo Sojero a las provincias (35 mil millones de pesos hasta fin de 2019), una medida que, para no ser polémica, debería encuadrarse en las negociaciones entre nación y gobernadores, de cara al Presupuesto 2019.

Respecto de las otras dos medidas, el recorte de 2/3 de los reintegros de exportación (34 mil millones de pesos) y la suspensión en la reducción de retenciones para aceites y harinas (13,5 mil millones), puede decirse que no contribuyen a forjar visión de futuro alrededor del modelo de crecimiento del país, que sólo tiene chances de hacerse

sustentable en base al dinamismo de las exportaciones y el desarrollo de valor agregado en los nichos dónde existe competitividad genuina. En el caso de las retenciones, no debería ignorarse que China, el principal demandante mundial de granos y derivados, aplica aranceles de importación escalonados, desde 3 % para la materia prima hasta 9 % para el aceite de soja. Al menos deberían debatirse costos y beneficios de una política que opere en espejo con esa referencia.

Para el recorte de los reintegros, se argumenta que la baja de impuestos distorsivos acordada en el Pacto Fiscal de 2017 hace menos necesarias las compensaciones, pero ese proceso recién empieza. Además, no hay que olvidar que las empresas instaladas en la Argentina todavía enfrentan severas desventajas cuando se las compara con sus pares que actúan en los países miembros de la Alianza del Pacífico.

Distinto habría sido el camino si la actual gestión hubiera atacado con más energía los excesos de gasto público improductivo heredados, sin contar mochilas más recientes (Reparación Histórica).



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre Bolsar

De igual forma, los problemas para la renovación de vencimientos de deuda en el mercado local son el subproducto de haber acumulado demasiados pasivos de corto plazo, que llegaron a superar el equivalente a 60 mil millones de dólares (Letes+Lebacs) en abril de este año.

De todos modos, llegados a este punto, a la Argentina no le queda otra que trabajar para diferenciarse de Turquía, al tiempo que tomar precauciones ante el rumbo político de Brasil.

El saldo de estas idas y venidas ha sido un nuevo andarivel para el tipo de cambio, entre 29 y 30 pesos, una tasa de interés de política monetaria que ha subido hasta el 45 % (hasta octubre), pero, al mismo tiempo, ha cedido la incertidumbre vinculada a los vencimientos de deuda del próximo año y medio.

La percepción de un país que supere problemas de liquidez es clave para absorber de modo menos traumático el impacto de la recesión. Hay diferencias entre los “Cuadernos de Centeno” y el “Lava Jato”, ya que el caso brasileño afectó al gobierno de turno y paralizó la operatoria del Bndes y de Petrobrás. No es que las empresas locales involucradas no vayan a sufrir consecuencias, pero es una cuestión de grados. En el plano más “técnico” de la recesión, hay que tener en cuenta que los balances de las compañías muestran que hubo un súbito desarme de inventarios, por el cambio en las condiciones financieras. El deterioro en la rentabilidad compromete la marcha de las inversiones, pero los sectores con capacidad de exportar deberían mostrar una reacción notoria.