

28 de septiembre de 2018

El nuevo acuerdo

El nuevo acuerdo con el FMI tiene dos componentes. Por un lado, se acordó el adelantamiento y refuerzo de fondos para asegurar el programa financiero del 2018 y 2019. Sin dudas una buena noticia para contener el riesgo país. La segunda parte del acuerdo tiene que ver con la política monetaria y cambiaria, cuyo éxito o fracaso esta totalmente abierto. En mi humilde opinión, como desarrollaremos, creo que dependerá de la dinámica del tipo de cambio.

La parte fiscal del acuerdo

El nuevo acuerdo cierra el programa financiero del 2018 y 2019. Como siempre remarcarnos, somos tan ineficientes en la administración de los recursos públicos, que posiblemente seamos el único país del mundo con los ingresos y egresos calzados con 15 meses de anticipación. En el programa original los desembolsos entre 2018 y 2019 alcanzaban los U\$17.500 millones (U\$5.800 millones en lo que resta de 2018 y U\$11.700 en 2019). En el nuevo acuerdo, los desembolsos totales suman U\$36.200 millones, U\$13.400 millones en 2018 y U\$22.800 millones en 2019. Por otra parte, el préstamo se refuerza con U\$7.100 millones extras al programa original.

Según los datos del Ministerio, con este adelanto, sólo se deberían refinanciar en lo que resta del año el 50% de las Letes en dólares (viene cómodamente arriba de esto) y el equivalente al 100% de las Letes en pesos. Esto último creo que también podrá renovarse sin problemas dado que se calza contra el desarme de Lebac. Para 2019, sólo debería renovar el 60% de las Letes en pesos y dólares. Para el resto de los vencimientos en pesos y dólares se podrían directamente cancelar con los adelantos del FMI (más el efectivo en cuentas que el Tesoro viene acumulando).

Hay un dato interesante del programa financiero según lo publicado por el propio Ministerio en el día de ayer. En el primer cuadro figuran las necesidades de fondos para el año entrante separados por moneda. Como se puede observar, las necesidades de fondeo en pesos ascienden a U\$6.600 millones (expresado en dólares) y en dólares a U\$21.200 millones. En el segundo cuadro figuran las fuentes, como me financio. Los mecanismos de fondeo

(fuente) en dólares (FMI y otros organismos internacionales) alcanzan los U\$29.000 millones. Ahora bien, tengo dólares para amortizar deuda en dólares, pero por otra parte tengo dólares para pagar deuda en pesos. Dicho esto, si el Tesoro renueva el 60% de las letes en dólares surge entonces una duda ¿el Tesoro tiene que en algún momento salir a vender U\$5.000 millones para pagar deuda en pesos? De ser así, el Tesoro actuaría como oferente neto en el mercado de cambios. El monto no es menor.

USD mm	En ARS	En USD	Total
Necesidades (ex. Letes)	6.6	21.2	27.9
Déficit Primario	0.0	0.0	0.0
Plan Gas	0.6		0.6
Intereses (priv., IFIs, sec. público fin.)	3.3	10.8	14.1
Vencimientos de Principal (privados)	2.7	6.9	9.5
Bonos Internacionales	0.0	2.8	2.8
<i>Global '19</i>		2.8	2.8
Bonos Domésticos	2.7	1.2	3.9
<i>Bonar '24</i>		1.2	1.2
<i>ARGDUO '19</i>	1.5		1.5
<i>ARGCER '19</i>	0.8		0.8
<i>ARGBON '19 Badlar+250</i>	0.2		0.2
<i>Otros</i>	0.2		0.2
Repo		2.9	2.9
Vencimientos de Principal IFIs	0.0	3.6	3.6
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>		1.7	1.7
<i>Otros</i>		0.2	0.2
<i>Club de Paris</i>		1.7	1.7

Letes (privados)	6.9	7.6	14.5
Letes en USD		7.6	7.6
Letes en ARS	6.9		6.9

	En ARS	En USD	Total
Fuentes (ex. Letes)	0.0	34.4	34.5
Saldo inicial de Caja	0.0	5.4	5.4
FMI		22.8	22.8
Financiamiento Privado	0.0	1.7	1.7
Mercado Internacional	0.0	0.0	0.0
Mercado Doméstico	0.0	0.0	0.0
Repo		1.7	1.7
Financiamiento IFIs (ex-FMI)	0.0	4.6	4.6
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>		4.4	4.4
<i>Otros</i>		0.2	0.2
<i>Club de Paris</i>			

Letes (privados)	4.1	4.6	8.7
Letes en USD		4.6	4.6
Letes en ARS	4.1		4.1

Fuente: [Presentación del Ministerio de Hacienda.](#)

La monetaria y cambiaria del acuerdo

La incertidumbre viene por el nuevo esquema cambiario y monetario. En materia monetaria, el BCRA se compromete a no aumentar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019. Esto implica una fuerte contracción monetaria en términos reales. La base monetaria es el agregado elegido dado que el BCRA puede tener un control más directo. La meta monetaria será implementada mediante operaciones diarias de LELIQ con los bancos y operaciones de encaje.

Pasamos de un régimen de metas de inflación a régimen estricto de agregados monetarios. En el primero, al fijar el BCRA la tasa de interés, la demanda es la que manda y la cantidad de dinero se vuelve endógena. El BCRA inyectaba o esterilizaba la liquidez necesaria para garantizar que la tasa de referencia se encuentre en el sendero establecido. Ahora, al establecerse la cantidad de dinero, la tasa de interés será determinada por la oferta y demanda de liquidez y debería cumplir con el compromiso de crecimiento nulo de la base monetaria. Con lo cual, la tasa de interés mostrará una mayor volatilidad. El nuevo esquema es el opuesto al implementado por Federico Sturzenegger. Para variar, encabezamos el ranking global de experimentos monetarios. Mantener la base en términos nominales por un periodo de 9 meses naturalmente implica una gran contracción de la cantidad de dinero en términos reales. Con lo cual, al ajuste fiscal se le suma un muy fuerte apretón monetario.

En este punto hay dos cuestiones a tener en cuenta. En primer lugar, por primera vez en mucho tiempo, el BCRA dejará de emitir base para financiar al Tesoro Nacional. Como se puede observar en la tabla, básicamente el crecimiento de la base entre el 2011 y 2017 está explicado por los adelantos transitorios y transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro. Dicho de otra forma, la demanda de base (directa) del sector privado prácticamente no creció en términos nominales en los 7 últimos años, absorbió todo el sector público. Para adelante, el BCRA tiene la ventaja que las transferencias al sector público ya no estarán más. Sin embargo, dada la inercia inflacionaria, la autoridad monetaria estará llevando a cabo un fuerte ajuste monetario.

	Base Monetaria	BM % interanual	Circulante	Circ % interanual	Adelantos Transitorios y Transferencias de Utilidades	Crecimiento de la BM neto de transferencias al Tesoro
2011	222.922		173.055		29.646	
2012	307.352	38%	237.007	37%	68.322	7%
2013	377.197	23%	289.207	22%	87.051	-6%
2014	462.564	23%	358.752	24%	147.268	-16%
2015	623.890	35%	478.776	33%	158.524	1%
2016	821.664	32%	594.615	24%	159.997	6%
2017	1.001.113	22%	786.712	32%	150.000	4%
24.09.18	1.220.541	39%	754.710	15%	30.500	19%

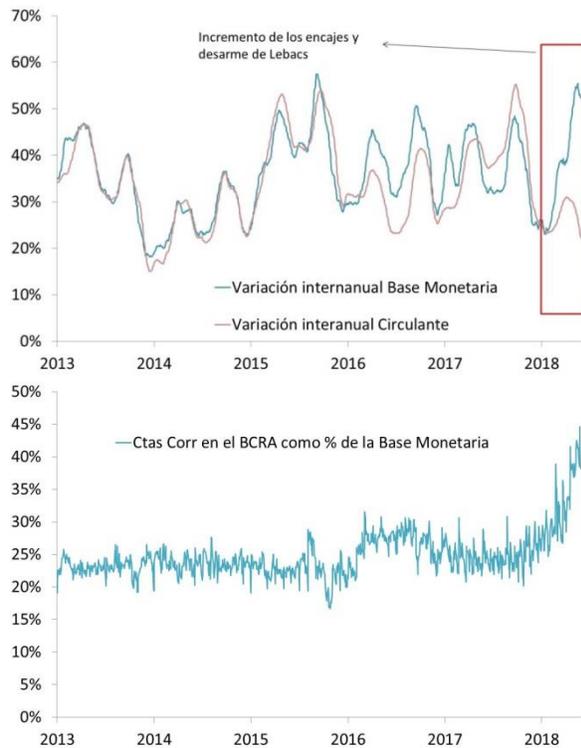
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Hay otro punto importante a tener en cuenta que resaltamos en los otros dos gráficos. En los últimos meses el BCRA viene implementando un agresivo programa de desarme de Lebac. Esto fue acompañado por una fuerte suba de encajes para contener el efecto monetario. En la actualidad, los depósitos de los bancos en el BCRA (encajes) representan el 40% de la base monetaria. El otro 60% está explicado por el circulante en bancos y en el público. Este porcentaje de inmovilización está en niveles muy altos en relación a contextos "normales". Creo que el BCRA (o su tutor el FMI) decidió mantener un fuerte apretón monetario para estabilizar el tipo de cambio. De tener éxito, podrá reducir encajes gradualmente y provocar un incremento del circulante, sin que cambie la base monetaria. Es más, si baja los encajes quizás la tasa pueda bajar y promover en parte la creación secundaria de dinero.

En resumen, por un lado el FMI garantizó los pagos de deuda en la era Macri, una buena noticia para los tenedores de deuda. Después el próximo Presidente tendrá que sentarse a negociar de nuevo con el fondo. De acá el miedo (o mi miedo) al retorno a la irracionalidad.

A cambio de los desembolsos, el FMI pidió un fuerte apretón monetario, difícil pero no incumplible. Gran parte de la suerte del mismo, dependerá de la estabilización del tipo de cambio. La jugada es claramente arriesgada, nadie sabe el camino que seguirá el tipo de cambio libre en este contexto de incertidumbre. Al momento de escribir este informe, el tipo de cambio mayorista sube un \$1,30 con un volumen totalmente despreciable, nada menos el día que cierran los futuros, día de fixing. Con el BCRA mirando de afuera, la volatilidad será la moneda común. En el escenario optimista, el tipo de cambio debería testear algún nivel determinado, esperemos que por debajo de la banda, y luego libremente sin intervenciones

comenzaran a retroceder. Solamente en ese escenario el riesgo país podrá comenzar a transitar un sendero bajista.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe