

lcg.

Argentina: los desafíos del 2016



Gastón Rossi

Montevideo, 15 de diciembre de 2015

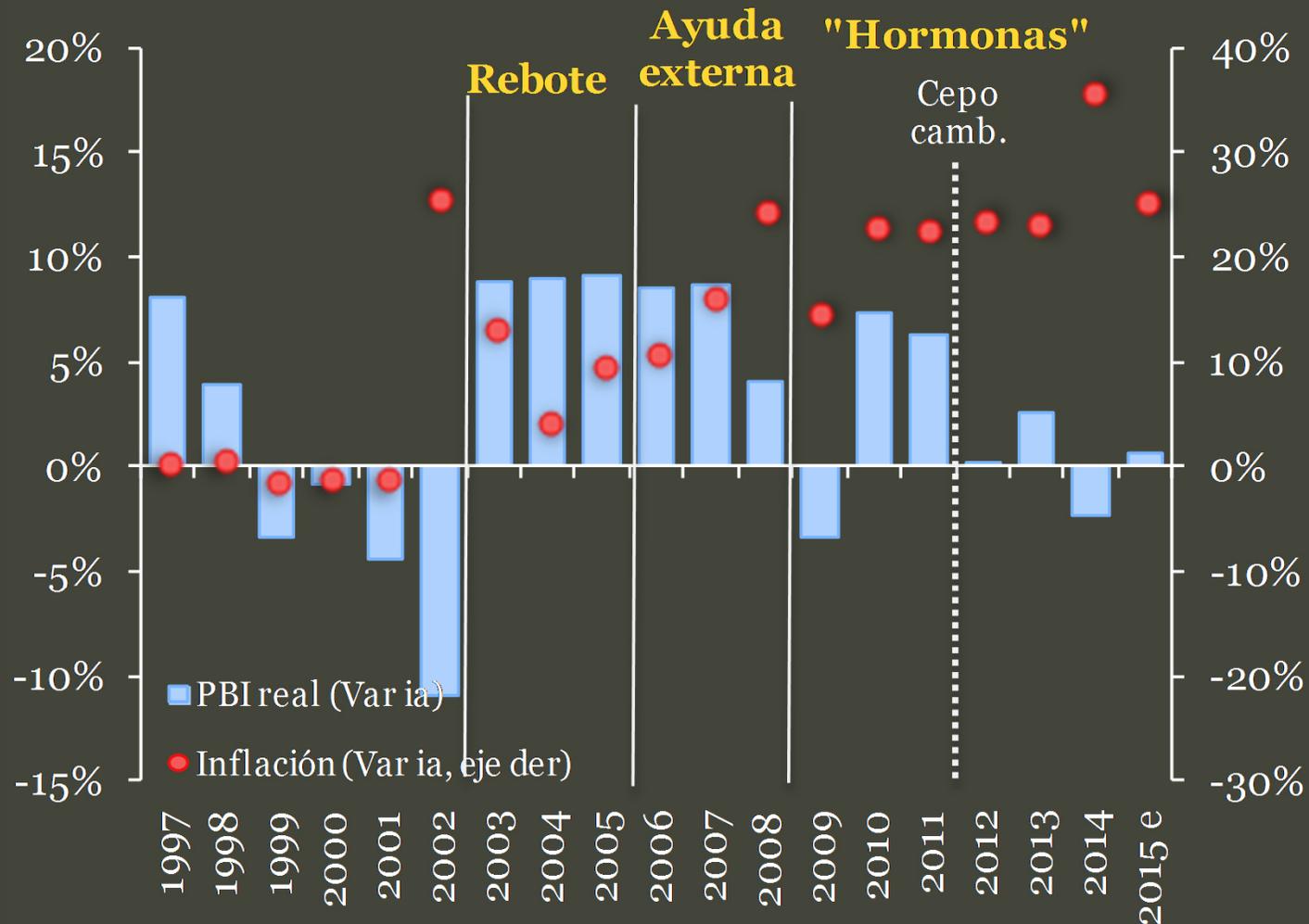
**¿Cómo llegamos a la
situación actual?**

Las etapas del crecimiento 2003-15

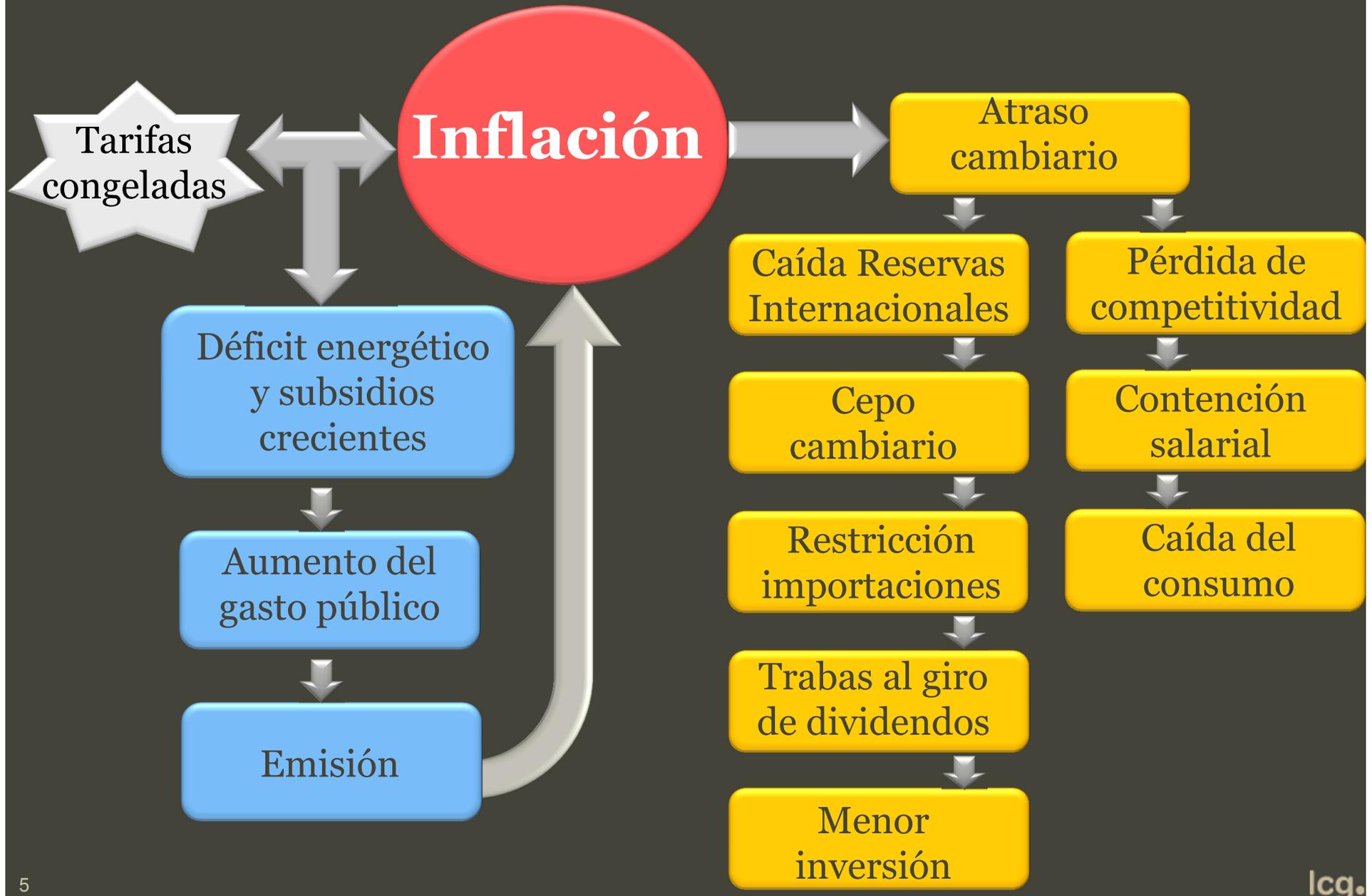
	ETAPA I	ETAPA II	ETAPA III
	CRECIMIENTO HOLGADO SIN TENSIONES	SOJA	FUENTES EXTRAORDI- NARIAS
	IV-02 / III-05	IV-05 / III-08	IV-08-Actual
PBI (var. %)	8,5	8,3	2,2
Precios (var. %)	9,1	16,3	21,7
Desempleo (% PEA)	15	9	8
Capacidad instalada Industrial	66	74	75
TCRM (dic-01=100)	2,4	2,2	1,7
Balance Comercial (miles de mill. US\$)	14	12	12
Precio Soja (US\$ / Ton)	241	310	451
Resultado fiscal s/ ing. extraordinarios (% PBI)	3,3	2,4	-1,2
Ingresos y fuentes de financiamiento extraordinarias (% PBI)	-	1,3	4,7
Impulso fiscal (pp PBI)	-1,5	0,5	1,3

Del crecimiento sin tensiones a las "hormonas"

Crecimiento vs inflación



Inflación retroalimentada

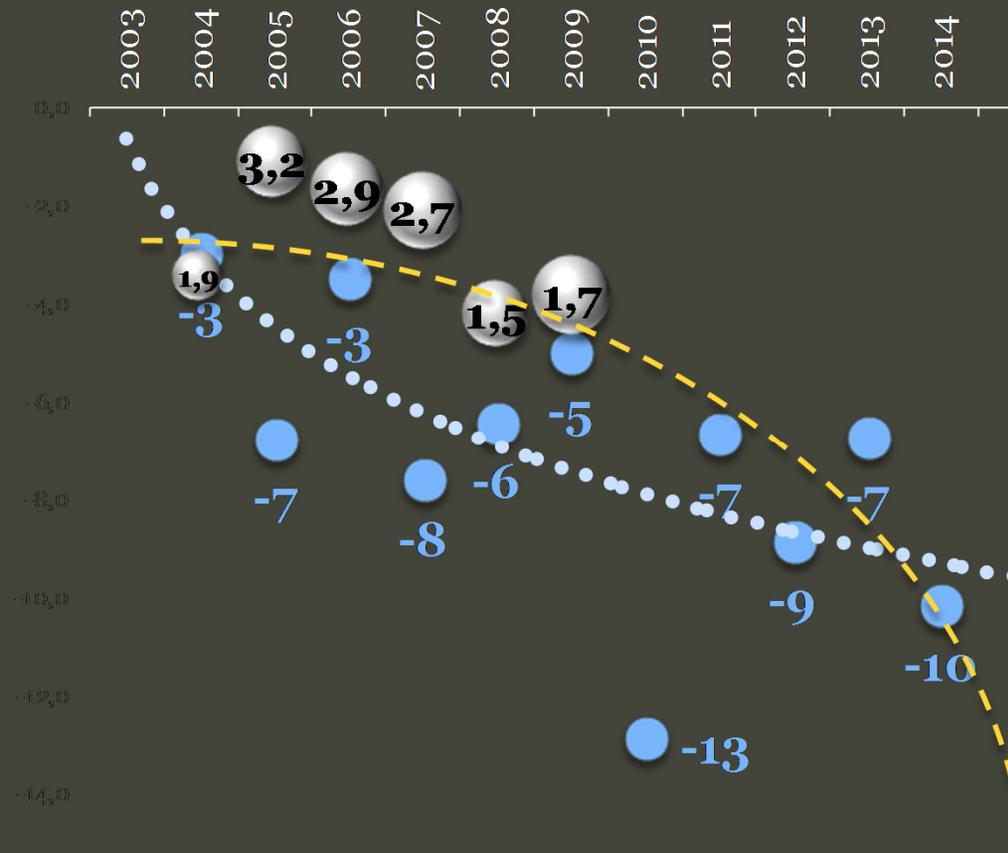


Subsidios desbordados

Subsidios en miles de millones de \$

Rdo primario % PBI (neto de ing. Extraordinarios)

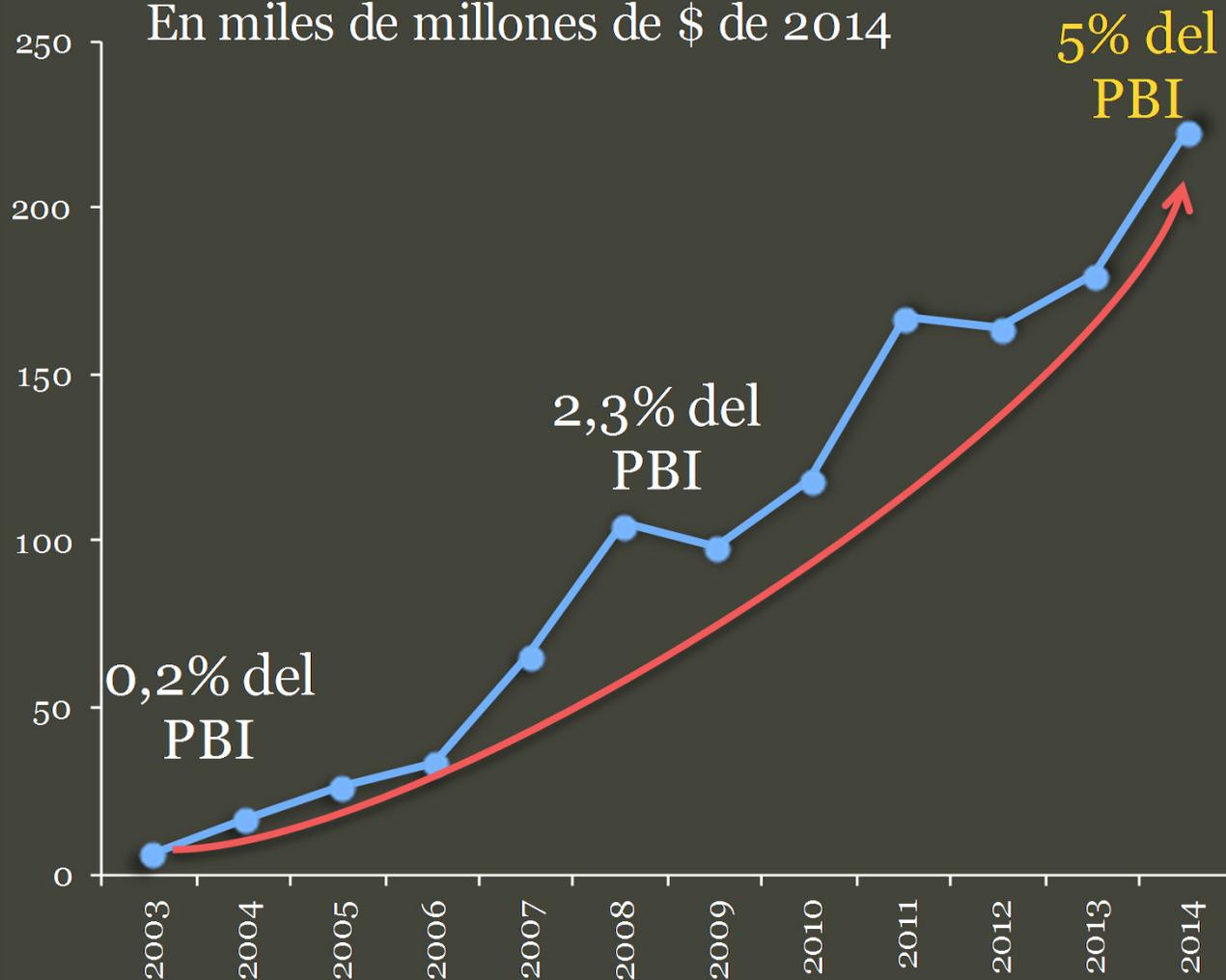
Tasa de interés real



El crecimiento exponencial de los subsidios

Subsidios

En miles de millones de \$ de 2014



La exuberancia fiscal

Gasto Público Consolidado

Nación, Provincias y Municipios, en % del PBI

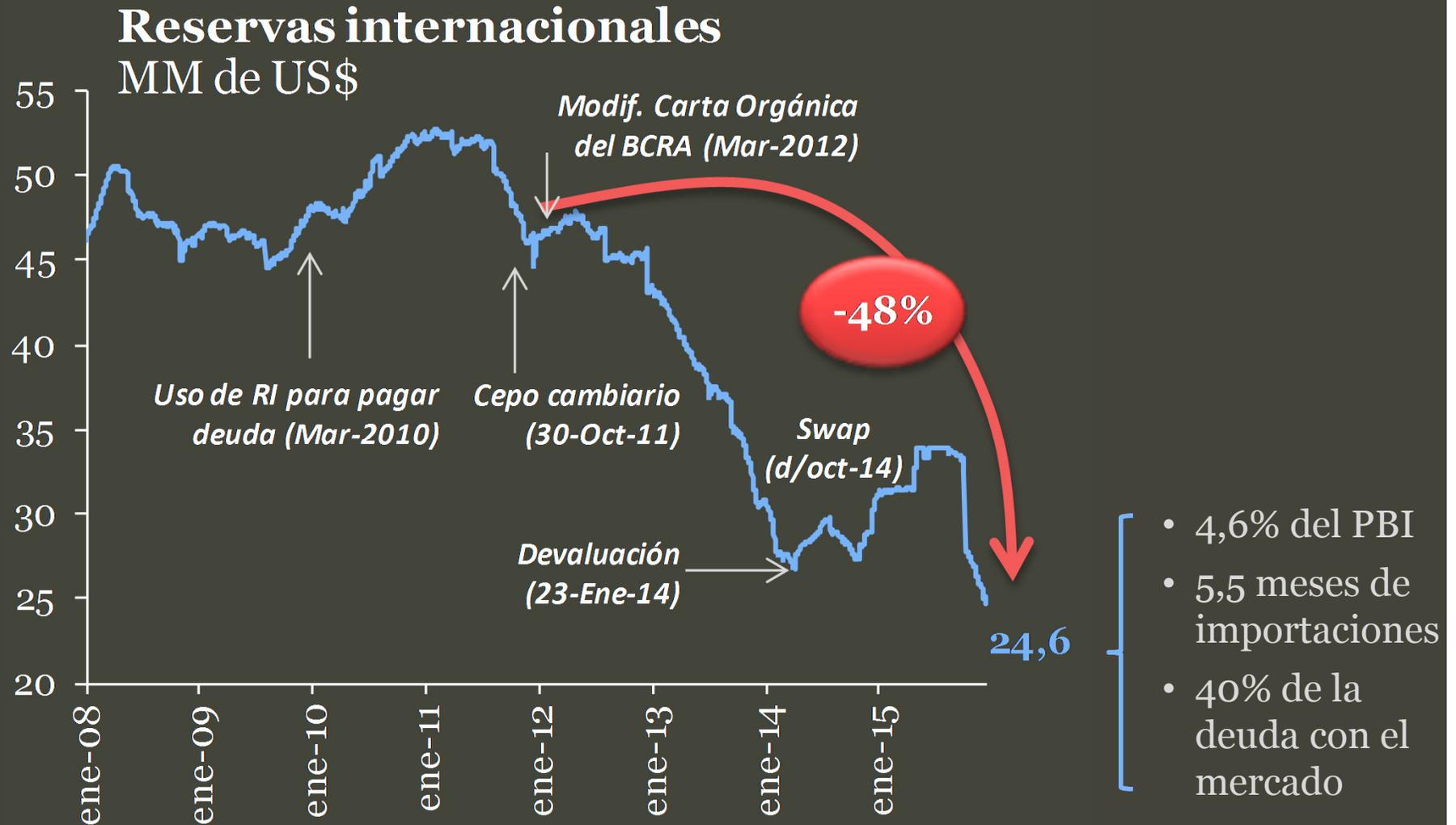


Inflación y competitividad

Tipo de cambio real multilateral
Índice base dic-01=1



Fuga de capitales y cepo cambiario

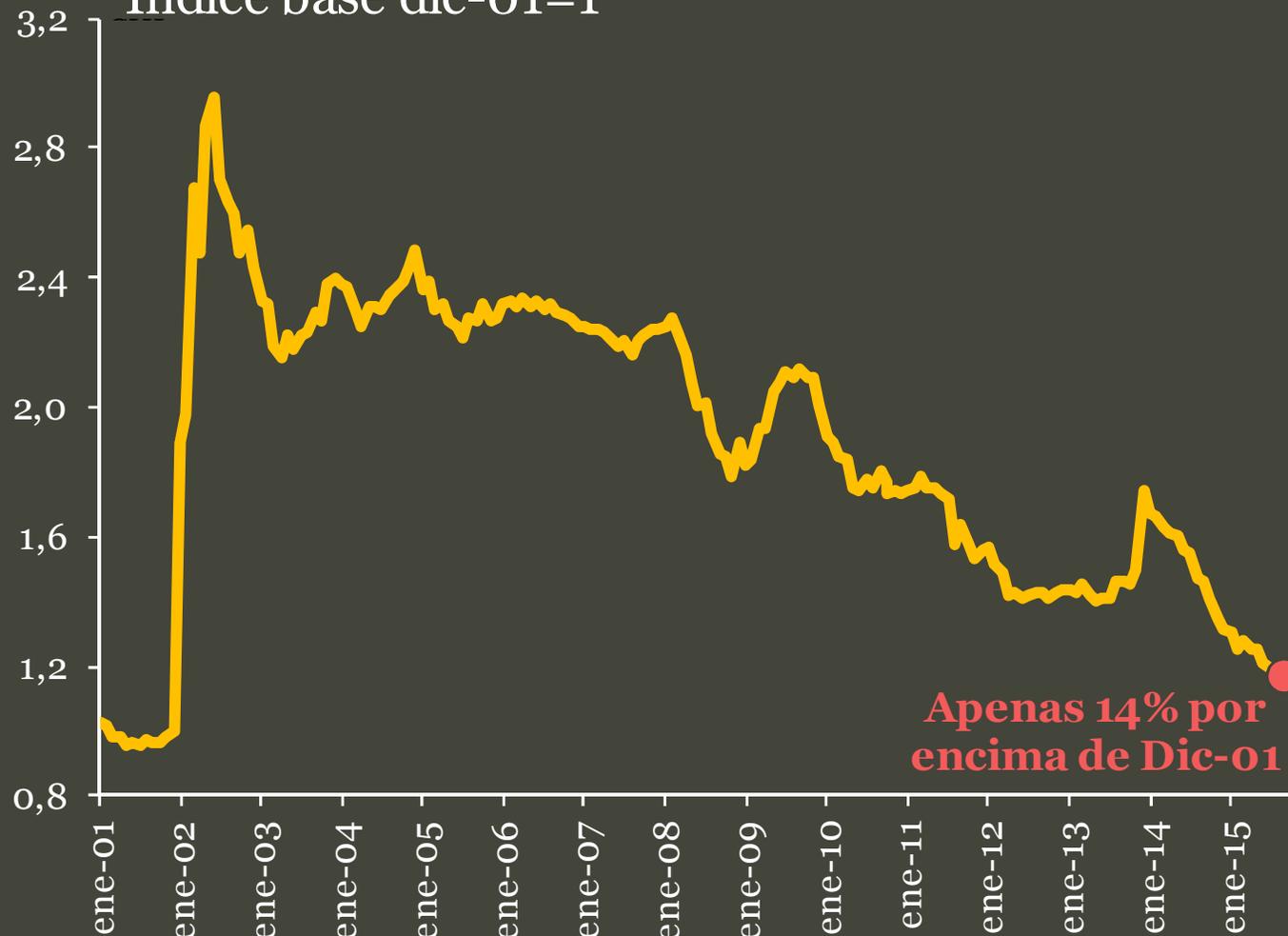


➔ **Controles cambiarios, comerciales y UyD**

Los desafíos del 2016

Los desafíos 2016 (I): atraso cambiario

Tipo de cambio real multilateral
Índice base dic-01=1

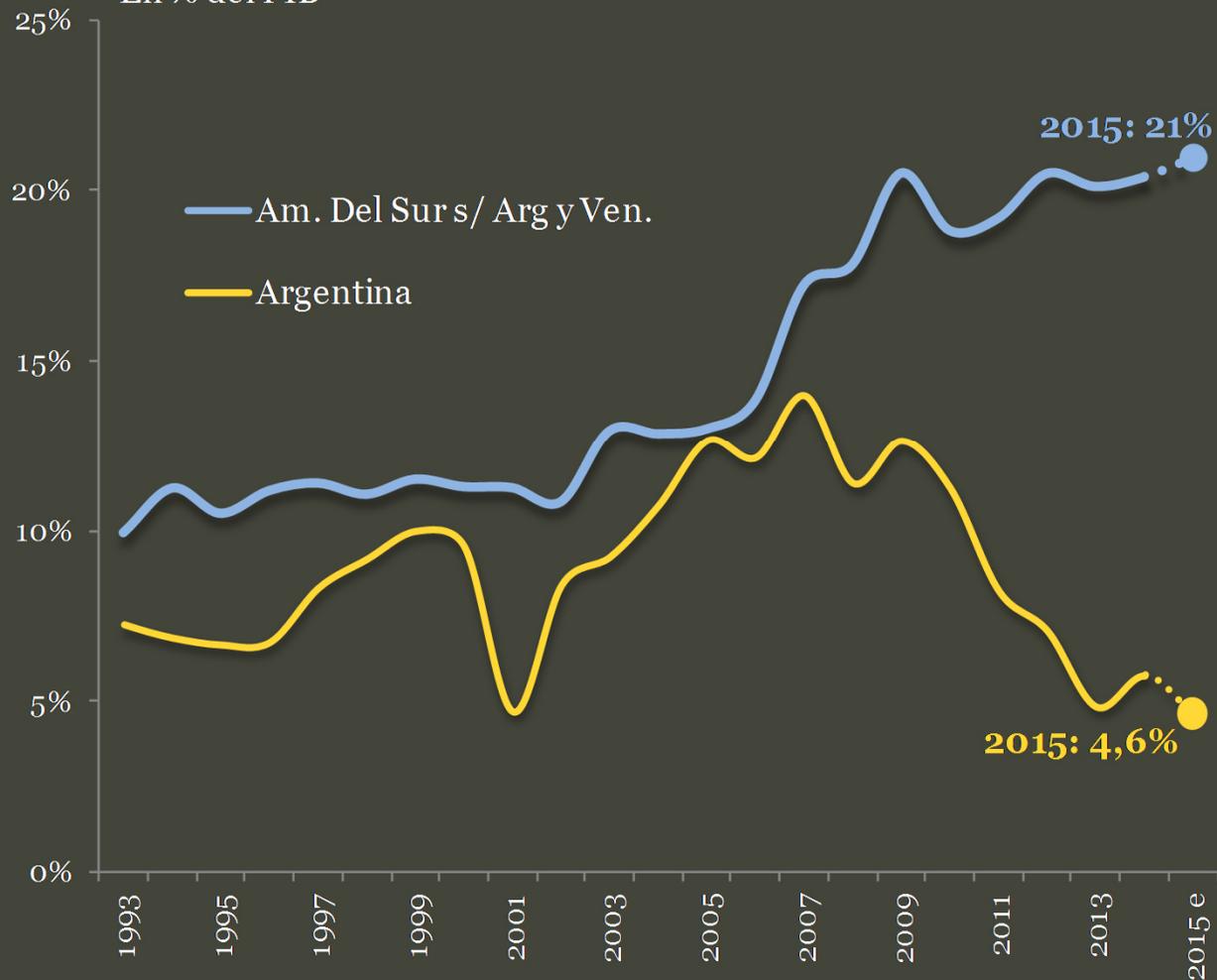


¿Cuál es la magnitud del atraso cambiario hoy?

Para recuperar un TCRM de...		El TCN debe ser	Depreciación
<i>2001=1</i>	<i>Período</i>	<i>\$/US\$</i>	<i>Var %</i>
2,26	2006/07	18,55	102%
2,01	dic-09	16,34	78%
1,95	2007/ 11	15,98	74%
1,74	1T-11=Ene-14	14,20	54%

Los desafíos 2016 (II): escasez de reservas + cepo

América del Sur: reservas internacionales.
En % del PIB



Maquillando las reservas

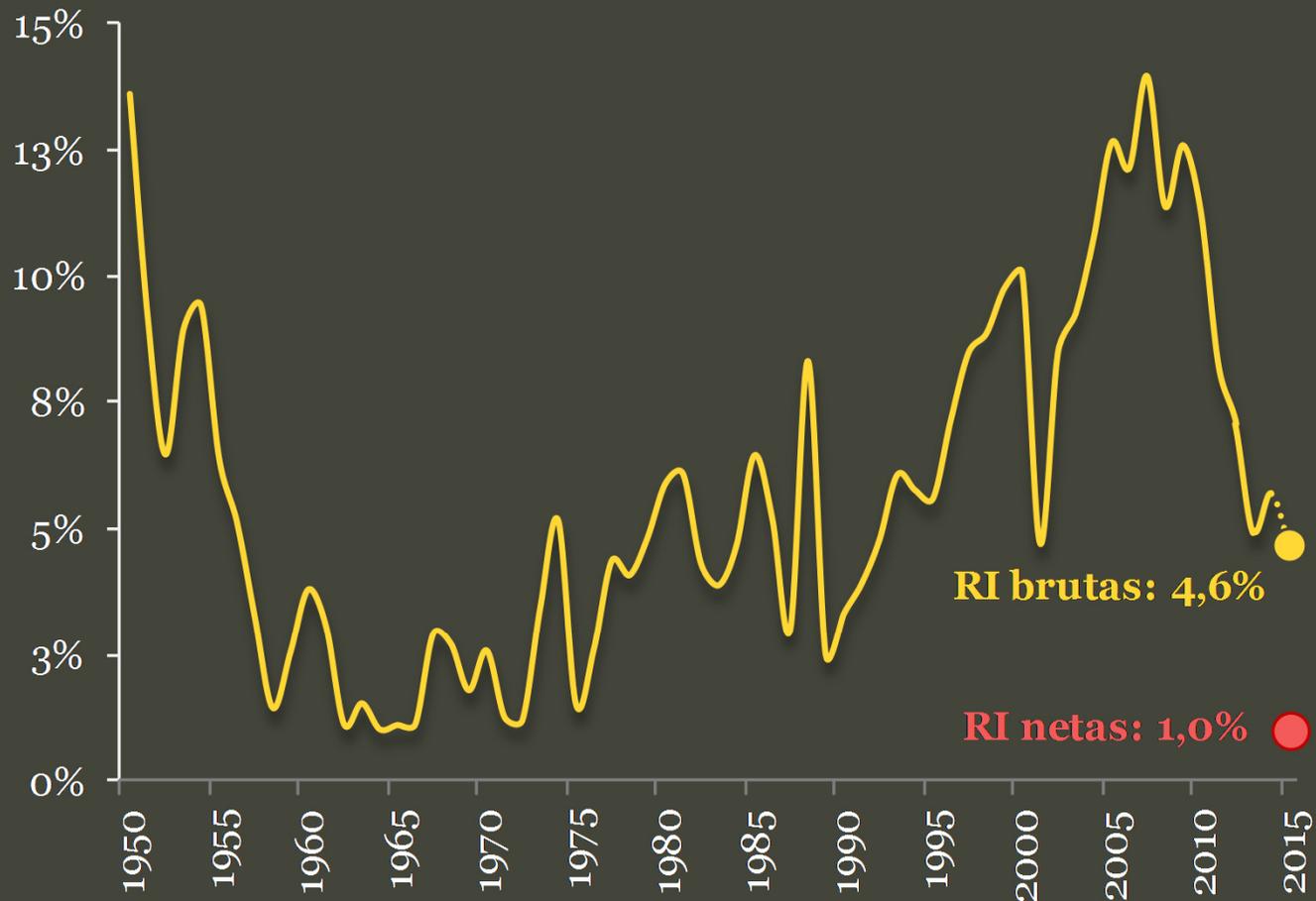
- **Luego de la corrida de oct-14, el Gobierno “infló” las reservas:**
 - Swap cambiario con China.
 - Atrasos en deuda reestructurada (por Griesa y Ley de Pago Soberano).
 - Deuda con importadores.
 - Financiamiento del Banco de Francia.
- **Sin estos “alquileres”, las reservas se reducen a US\$ 5.250 M:**
- **Y además está la deuda por no giro de Utilidades (US\$ 10.000 M).**

"Maquillaje" de las reservas internacionales

En millones de US\$	US\$ M	En % del PBI
1. Stock de Reservas Internac.	25.800	4,3%
2. "Alquiler" de reservas	20.544	
Swap con China	11.400	
Atrasos de pagos de la deuda canjeada	2.144	
Deuda con Importadores	6.000	
Financiamiento Bco de Francia y otros	1.000	
3. Stock genuino de Reservas Internac. (1-2)	5.256	0,9%

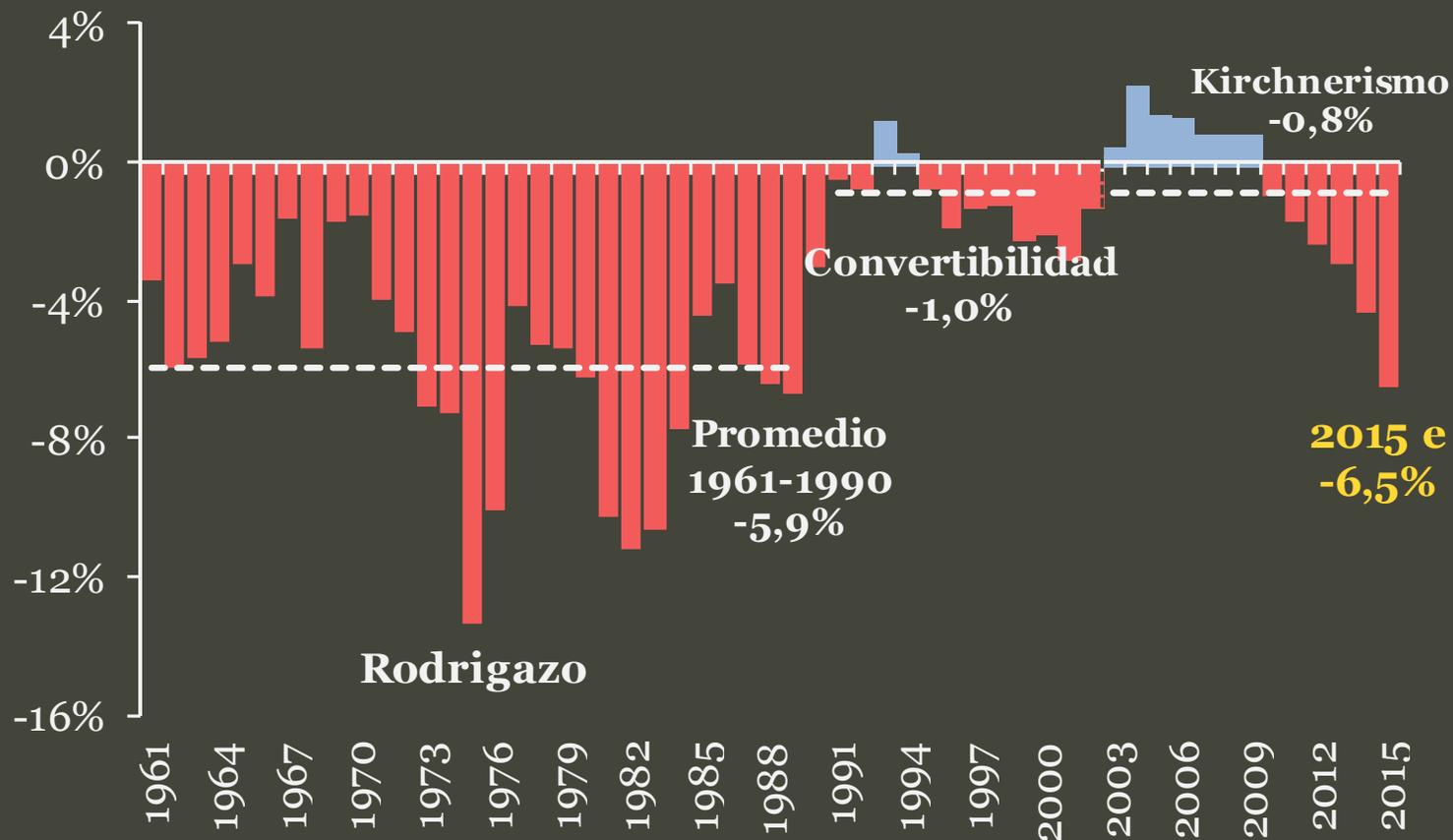
Las reservas en perspectiva histórica

Reservas internacionales En % del PBI



Los desafíos 2016 (III): reordenar el frente fiscal

Resultado Financiero del Gobierno Nacional
En % del PBI

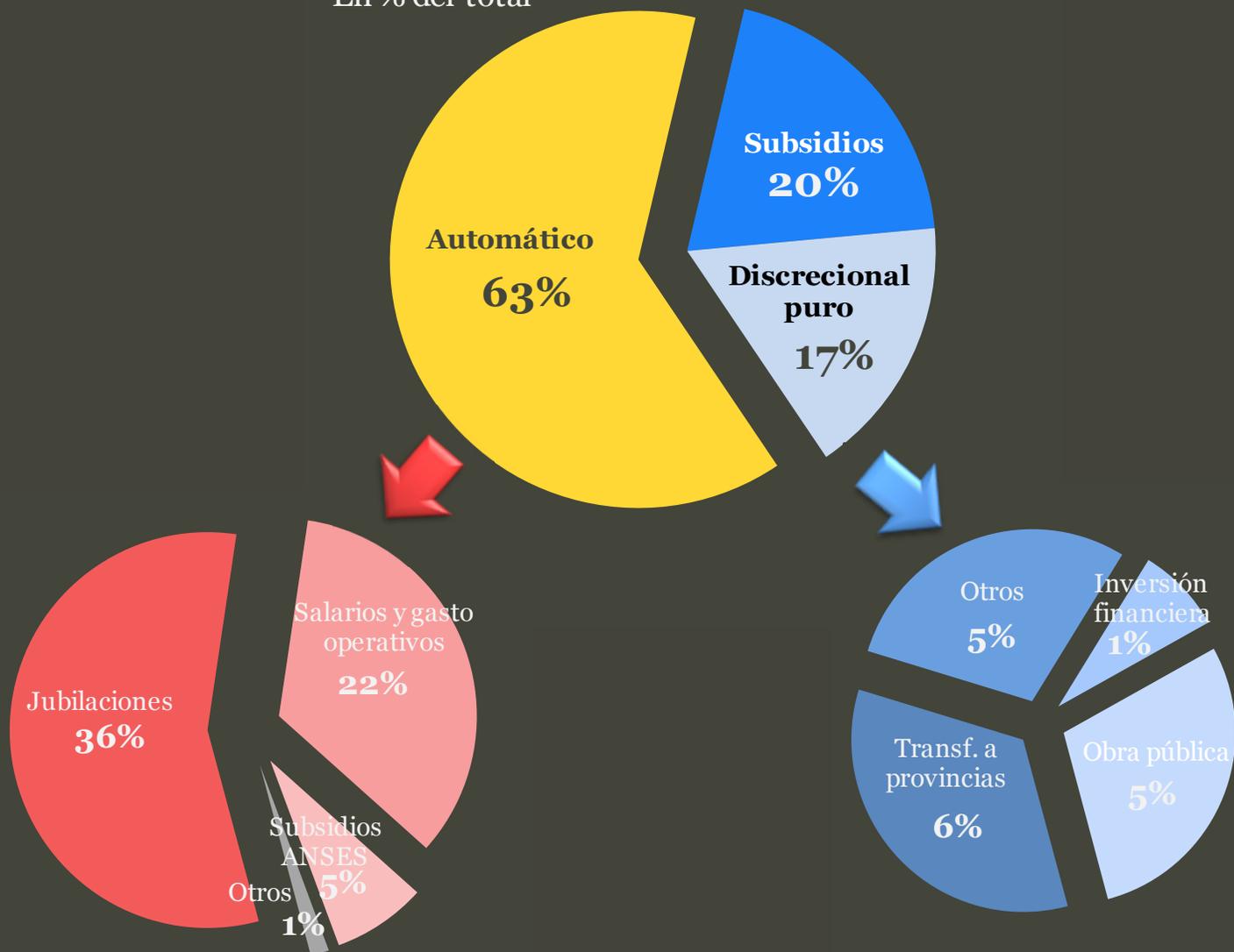


No subestimar el problema fiscal

- Es cierto que el bajo nivel de endeudamiento da algo de margen de maniobra, pero acotado: **déficit primario de 2015 (5,1% del PBI) equivale a US\$ 30.000 M.**
 - ¿Cuánto tiempo van a estar dispuestos los mercados a financiar semejante déficit? ¿A qué tasa?
- **No sólo no hay margen para cerrar la brecha subiendo los impuestos, sino que hay demandas latentes para bajar la presión tributaria:**
 - Ganancias IV Categoría: 1,0% del PBI.
 - Derechos de exportación del agro: 1,1% del PBI (0,9% es soja).
- **Casi 2/3 del total del gasto es “rígido” (a la baja): jubilaciones (34%), Salarios públicos y gastos operativos (22%), Subsidios ANSES (5%).**
 - Candidato natural es Subsidios (20% del gasto), pero cuidado con el *timing* (representan 5% del PBI).

La estructura del gasto

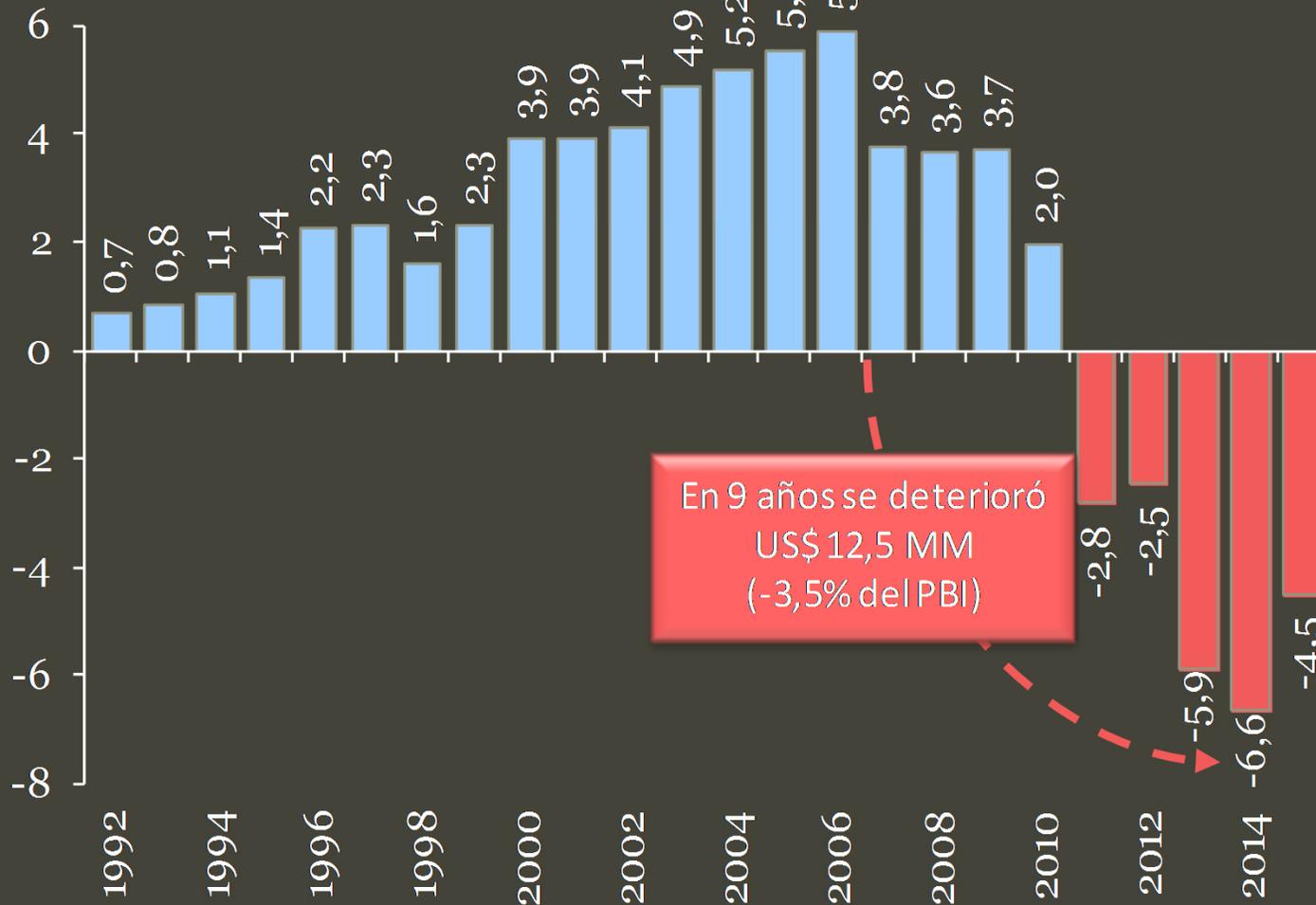
Estructura del gasto primario
En % del total



Los desafíos 2016 (IV): revertir déficit energético

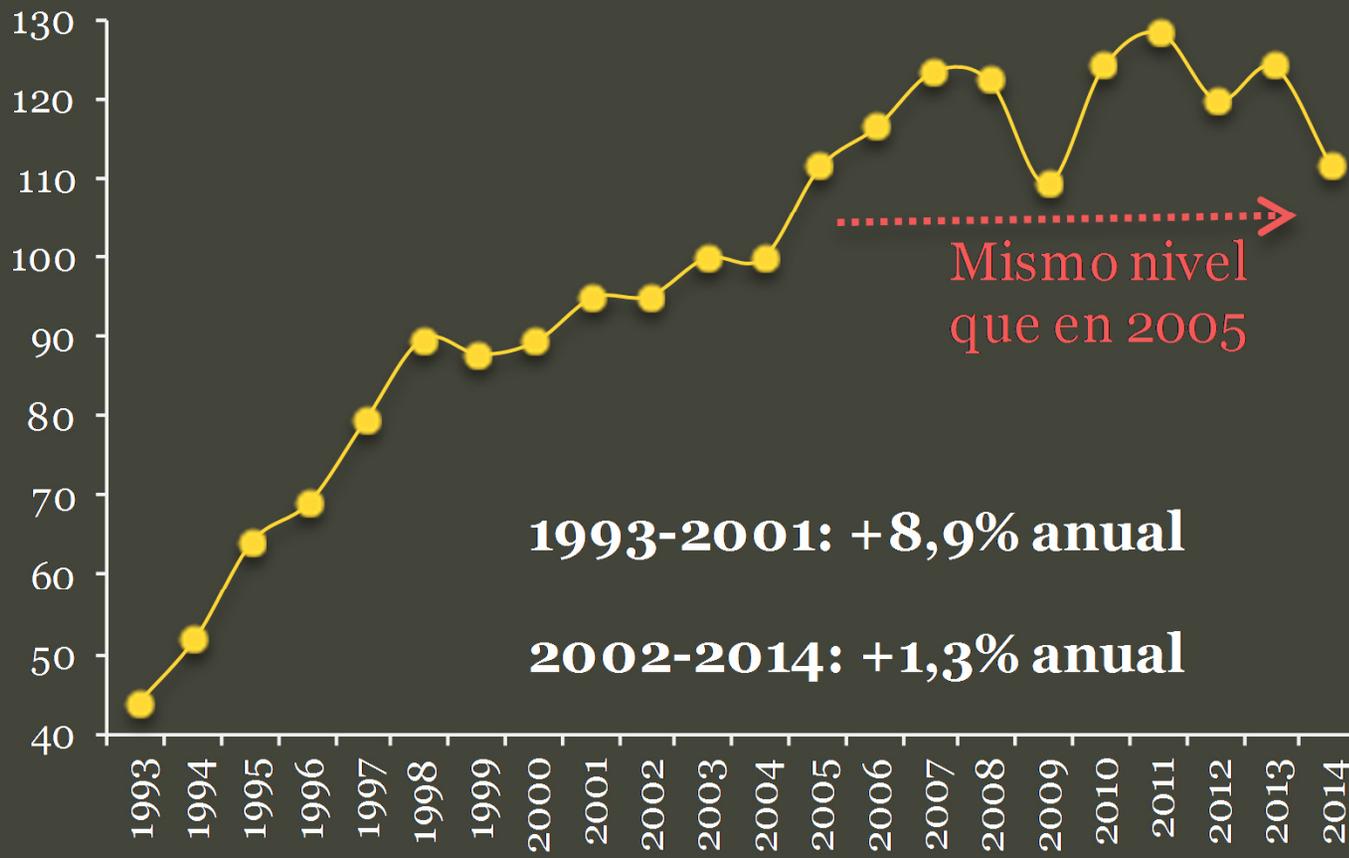
Saldo comercial sector energético

Miles de millones de US\$



Los desafíos 2016 (V): shock exportador

Cantidades exportadas
Índice base 2004=100



Pero es la transición presidencial menos compleja desde 1983!

La situación macroeconómica en las transiciones presidenciales desde 1983

	1983	1988	1999	2002	2015 e
Actividad					
PBI Real (var %)	4,1%	-1,9%	-3,4%	-10,9%	0,6%
Tasa de desocupación	3,9%	6,1%	13,8%	20,8%	5,9%
Inflación (Var. prom. anual) ⁽¹⁾	343,8%	343,0%	-1,2%	25,9%	25,1%
Situación Fiscal					
Resultado Primario ⁽²⁾	-3,7%	-3,9%	0,3%	0,6%	-5,1%
Resultado Fiscal ⁽³⁾	-11,2%	-6,4%	-2,2%	-1,2%	-6,5%
Frente Externo					
Balanza Comercial (% PBI) ⁽⁴⁾	4,1%	6,4%	-0,6%	13,6%	0,2%
Cuenta Corriente (% PBI)	-3,0%	-2,6%	-3,5%	7,1%	-2,3%
Reservas (% PBI) ⁽⁵⁾	3,9%	8,3%	9,8%	8,5%	4,2%
Reservas (en meses de importaciones) ⁽⁵⁾	8,5	11,2	16,0	14,8	5,6
Importaciones (% PBI)	5,5%	8,9%	7,5%	7,3%	10,1%
Deuda Pública (% PBI)	38,8%	89,2%	36,0%	111,5%	40,6%
TCR bilateral contra EEUU (dic-01=1)	2,12	1,94	0,91	2,50	1,04
Condiciones externas					
Términos de Intercambio 2014 = 100	71	66	60	65	98
Tasa de los Bonos del Tesoro EEUU a 10 años (prom. anual)	11,1%	8,8%	5,6%	4,6%	2,1%

**¿Es posible salir
inmediatamente del cepo?**

Liberación inmediata del cepo: atractivo, pero muy riesgoso

- **Los incentivos para una liberación rápida del cepo son evidentes:**
 - Endilgarle al gobierno saliente los costos políticos de la devaluación.
 - Hacer rápido las correcciones, para que el costo en materia de actividad se pague en 2016 y la economía llegue en crecimiento a las cruciales elecciones legislativas de 2017 (Cambiamos tiene el 36% de Diputados y el 19% del Senado).
 - Si se revierte el atraso cambiario y se unifica el mercado cambiario, mayor será el flujo de ingreso de capitales privados.
- **Pero sería un error subestimar los riesgos asociados:**
 - Si se libera el cepo sin conseguir previamente los dólares, el Banco Central no tendrá espalda para intervenir y ponerle un techo a la “sobrerreacción” inicial.
 - Traslado rápido a precios en los meses previos al inicio de las paritarias (¿cuál podría ser la inflación anualizada?).
 - “Todos los precios de la economía tienen implícito un dólar a \$ 14”, parece más un slogan de campaña que un argumento económico para liberar rápido el cepo.
- **Además, un gobierno de Macri podrá obtener muchos “réditos políticos” sin costos: normalización del INDEC, integrantes Corte Suprema, no hacer una cadena nacional por semana, disposición al diálogo, etc.**

No sólo faltan dólares...

- El primer limitante es la acuciante situación en materia de reservas.
- ¿Cómo conseguir dólares?
 - Acelerar liquidación de cosecha pendiente por US\$ 6.000 M vía rebaja temporaria de retenciones.
 - Colocación local de deuda preacordada con bancos de inversión.
 - REPO con letras en poder del BCRA.
 - Blanqueo
 - No disponible en el corto plazo.
 - Emisión de deuda en los mercados extranjeros (¿stay de Griesa si avanzan negociaciones?).
 - No disponible en el corto plazo.
 - Financiamiento de los Organismos Internacionales de Crédito (BID, BM, CAF).
 - No disponible en el corto plazo.
 - Stand-by con el FMI: ¿sólo Artículo IV o con condicionalidades?
 - Muy difícilmente esté disponible en el corto plazo.
- En 2016 los pagos totales en moneda extranjera ascienden a US\$ 12.200 M.

...sino que también sobran pesos

- “Efecto colateral” del cepo cambiario: **funcionó como un dique de contención artificial** para el excedente de Pesos que el Banco Central volcó en la economía para financiar el déficit fiscal.
- Si bien la demanda de dinero transaccional (cuentas corrientes y cajas de ahorro) se mantuvo relativamente constante medida en términos del PBI contra el año 2011, el agregado monetario más amplio **M3 privado en \$ que incluye los depósitos a plazo aumentó 5,6 pp del PBI.**
- Esto implica que **la economía tiene un excedente de \$ 240.000 M contra el 2011** (40% de la base monetaria), que potencialmente podría presionar sobre el dólar.
- Buena parte del aumento de los depósitos se explica por los atrasos en los giros de UyD (US\$ 10.000 M) y en el pago de las importaciones (US\$ 6.000 M).
- Además, están los \$ 60.000 M que deberían emitirse por la venta realizada por el Banco Central de contratos de dólar **futuro (en negociación).**

Cepo: aumento “forzado” de la demanda de Pesos

Demanda de dinero

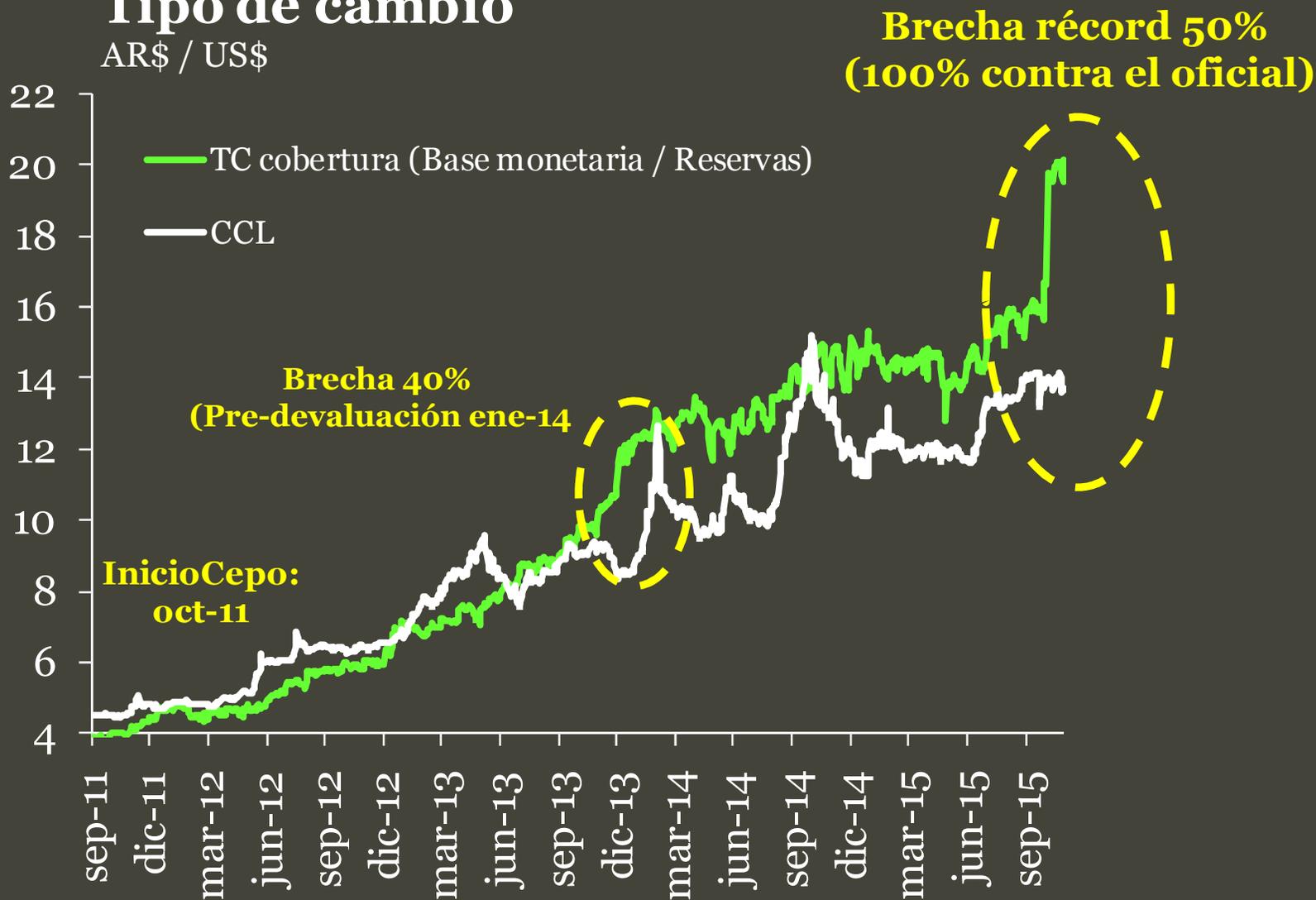
M3 privado en pesos %PBI



Reservas escasas, cobertura insuficiente

Tipo de cambio

AR\$ / US\$



Reservas escasas, cobertura insuficiente (cont)

Brecha Tipo de cambio de cobertura
vs Contado con liquidación

TC Cobertura / CCL



Reservas escasas, cobertura insuficiente (cont)

Reservas vs Dinero

Reservas / M3 total

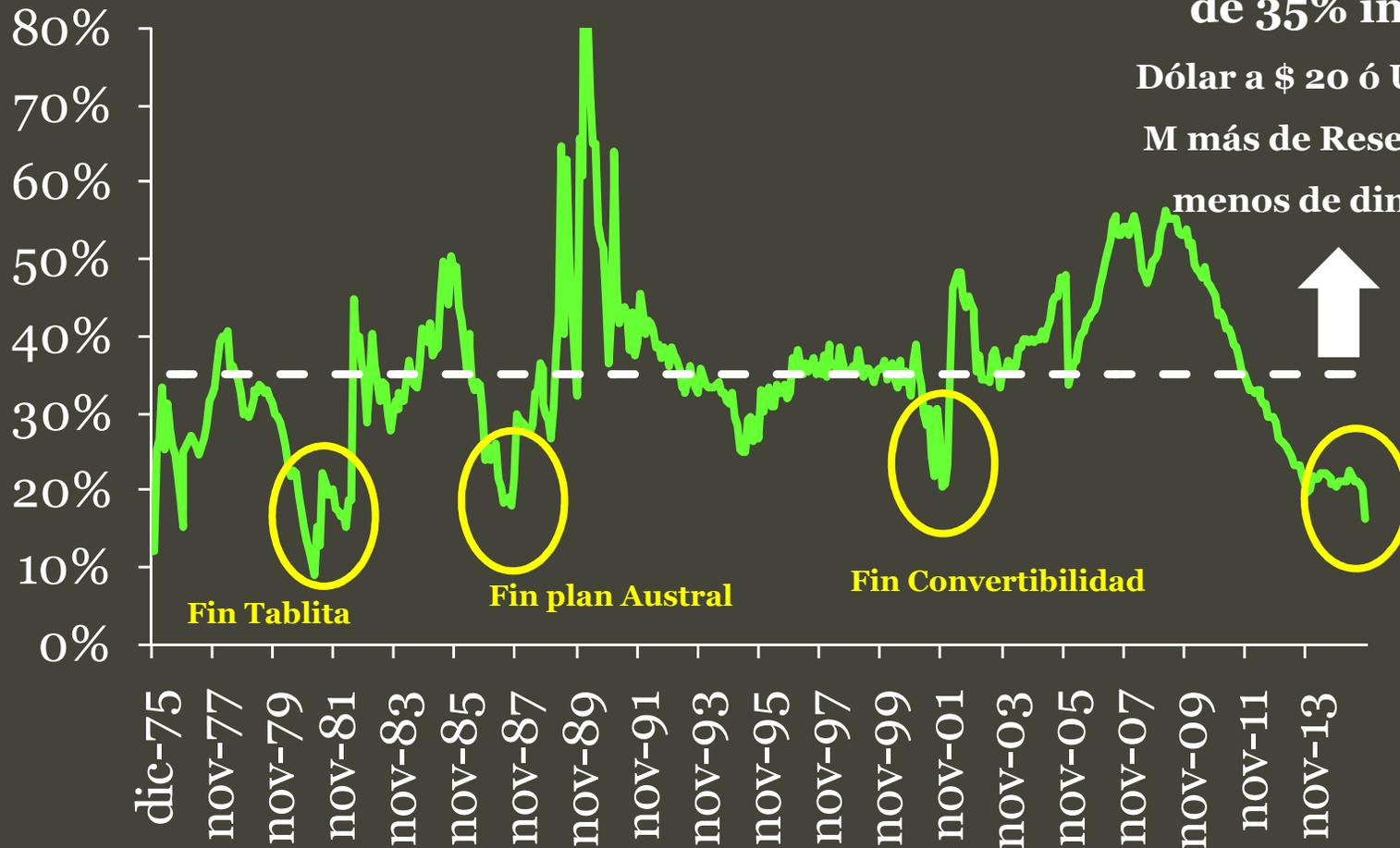
Ratio de cobertura

de 35% implica:

Dólar a \$ 20 ó US\$ 30.000

M más de Reservas ó 50%

menos de dinero (M3)



(+) Reservas, (-) Pesos y (+) Tipo de Cambio

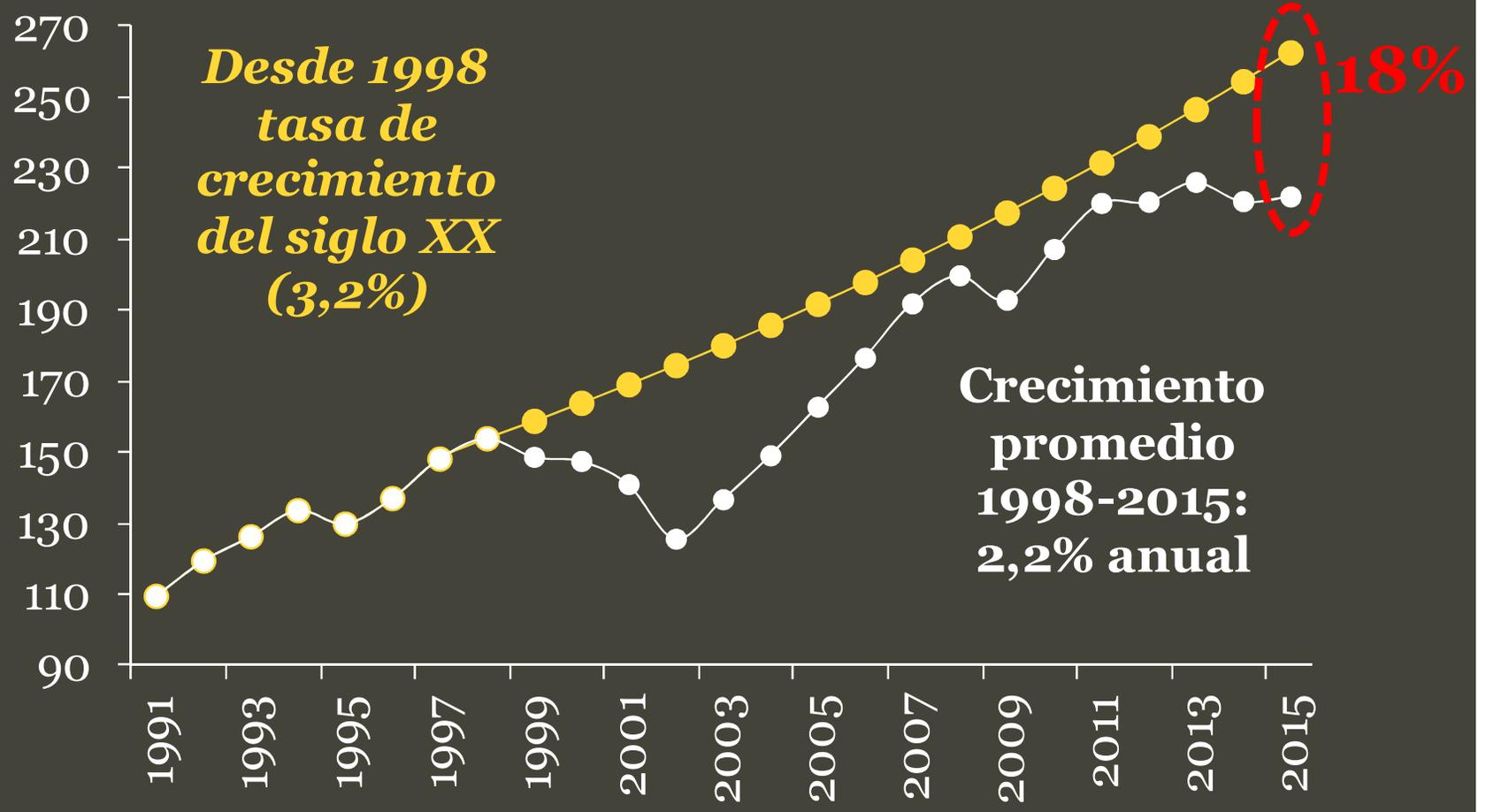
- Tomando el nivel actual informado de Reservas, **volver a una cobertura histórica del 35%** requiere un Tipo de Cambio de **\$/US\$ 20**.
- Por ello, parece más razonable utilizar un **mix de políticas** para poder liberar el cepo cambiario.
 - **(más) Reservas por US\$ 8.000 M**
 - conseguir financiamiento para que el Banco Central tenga poder de fuego
 - **(menos) Pesos por \$ 80.000 M**
 - Negociar con las empresas para cancelar con emisión de deuda la deuda por giros de UyD e importaciones (¿calculada con un tipo de cambio intermedio?)
 - Suba de encajes bancarios para morigerar el costo de la esterilización (+suba de tasa de interés).
 - ¿"Renegociación" de los contratos de dólar futuro?
 - **Tipo de Cambio \$/US\$ 15**
 - Una vez que aumentaron las reservas y disminuyeron los pesos "corribles", liberar y unificar el tipo de cambio.

¿Es posible volver crecer en 2016?

- **La economía tiene todavía dos fortalezas remanentes:**
 - Bajísimo nivel de endeudamiento con el mercado (en dólares, menos del 10% del PBI) y perfil de vencimientos muy favorable.
 - Sistema bancario sólido, líquido, rentable y sin descalces de plazo (a diferencia de la década del '90).
- **Un mundo menos favorable...**
 - Brasil en recesión, muy devaluado y con enorme incertidumbre política.
 - Suba (gradual) de tasa en los EEUU y mayor fortaleza del dólar.
 - Precios de *commodities* bien por debajo de los máximos recientes.
 - Desaceleración de la economía China (menor crecimiento de los últimos 25 años) y debilidad estructural en Europa.
- **...pero mejor que en cualquier momento del último cuarto del siglo XX!**
- **Las correcciones que inevitablemente requiere la macro impactarán sobre la actividad económica y el empleo en la primera parte del año.**
- **Un muy buen resultado será si la economía logra terminar el año recuperándose y una mejora del TCRM del 15-20%.**
- **Fuerte potencial de crecimiento en sectores afectados por la excesiva regulación del kirchnerismo (agro, energía, industria alimenticia, etc).**

Otra visión del crecimiento excepcional

PBI real argentino
Índice base 1990=100



lcg.

Argentina: los desafíos del 2016



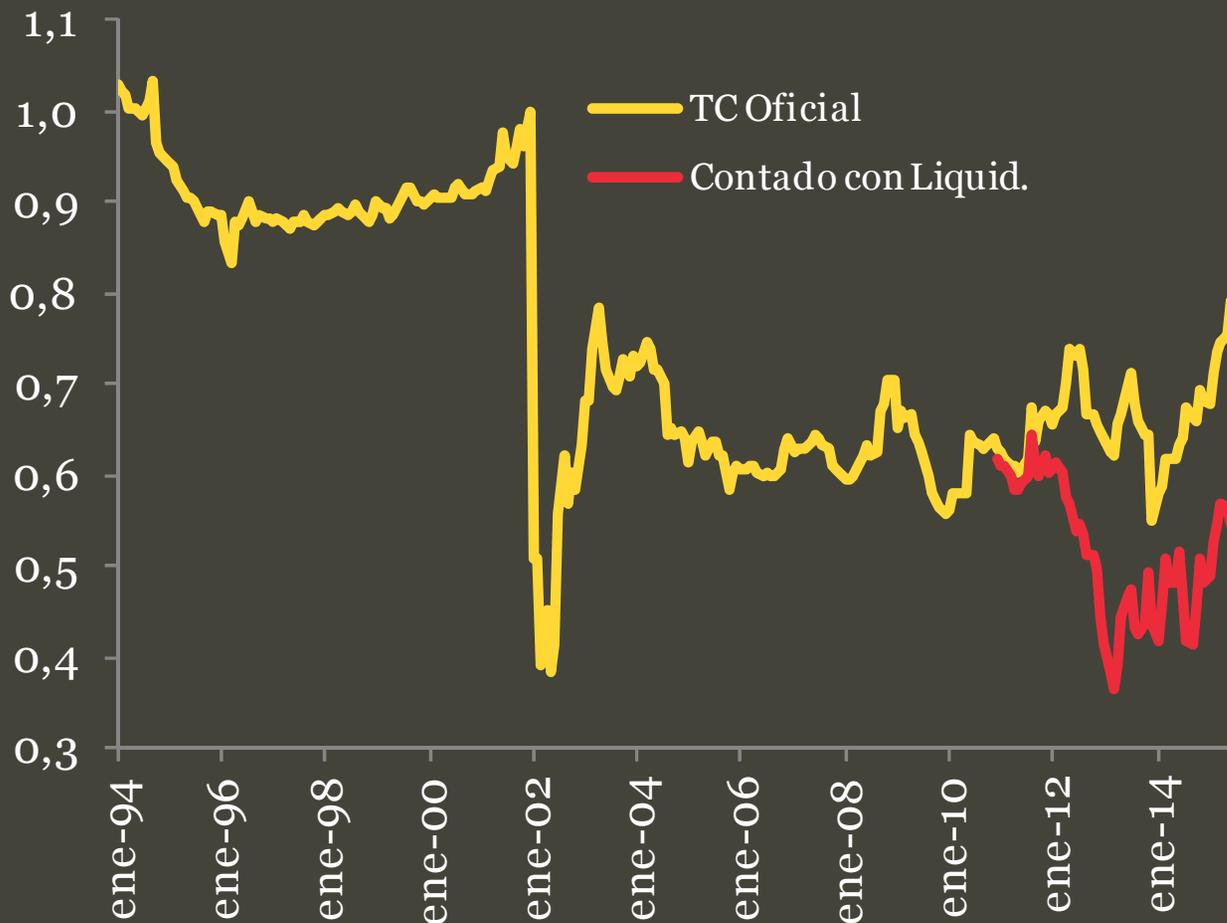
Gastón Rossi

Montevideo, 15 de diciembre de 2015

lcg.

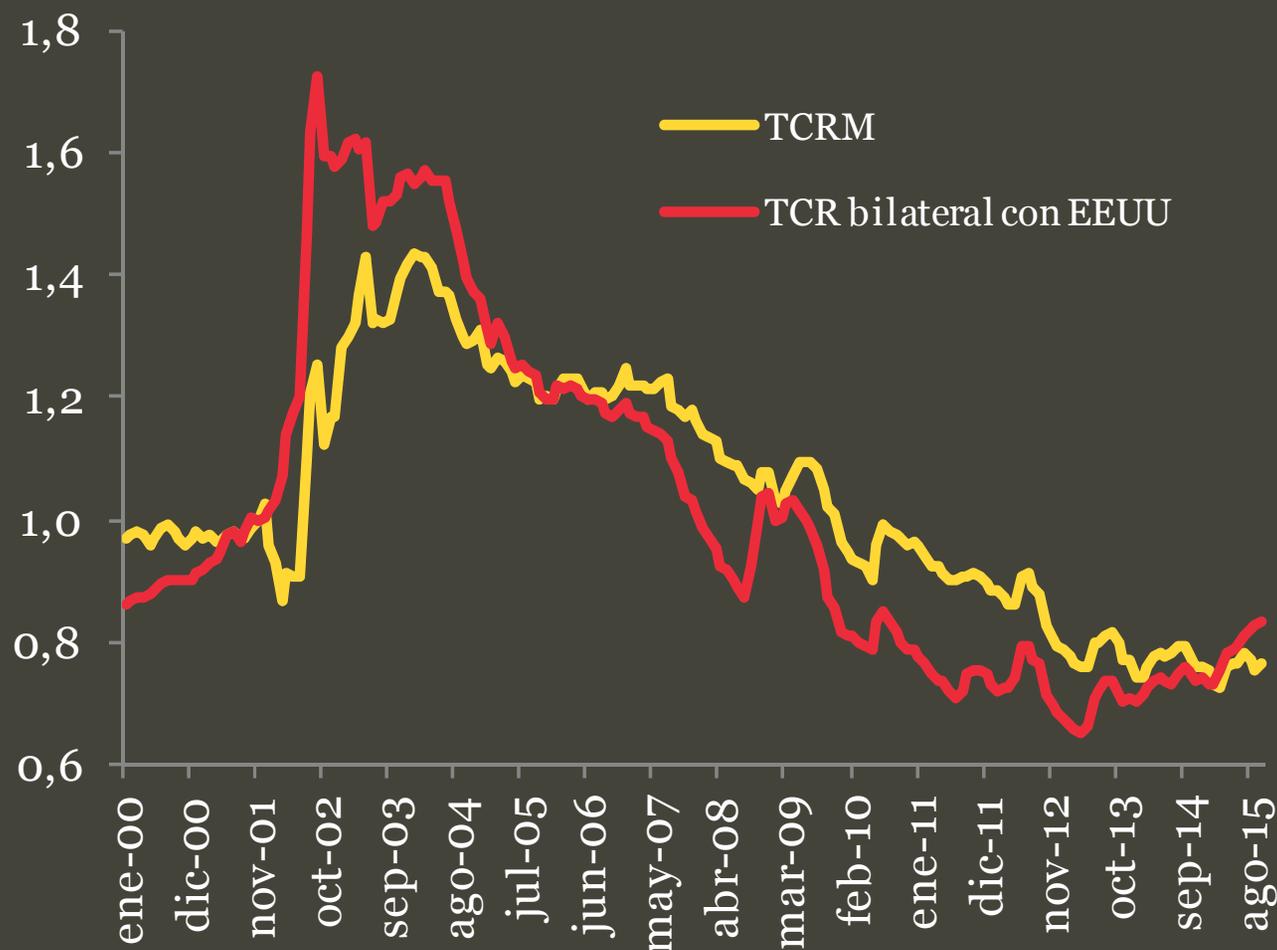
La relación cambiaria bilateral

TCR bilateral Uruguay-Argentina
Índice base dic-01=1



Tipo de Cambio Real Multilateral Uruguay

Uruguay tipo de cambio real multilateral. Índice base dic-01=1



¿Cuál es el poder de fuego del Banco Central?

Balance BCRA en moneda extranjera

En millones de US\$

ACTIVOS	95.891	PASIVOS	28.556
Reservas internacionales	25.800	Swap China	11.376
Divisas líquidas	8.121	CC bancos (encajes + MEP + CEDIN)	9.448
Oro	2.195	Lebac en USD	1.973
Swap China	11.376	Dep. Gob. Nacional	2.449
DEG (FMI)	2.882	Obligaciones con Org. Int.	3.309
Otros	1.226		
Títulos públicos	2.000	PATRIMONIO NETO	67.336
Letras Intransferibles	64.487	PN sin LETRAS TESORO	2.849
Aportes a Org. Internacionales	3.604		

No incluye venta de futuros de tipo de cambio porque estos contratos son liquidados en moneda nacional, por lo tanto no afectan el nivel de Reservas Internacionales.

Vencimiento en dólares del 2016

OBLIGACIONES NETAS EN MONEDA EXTRANJERA 2016

En millones de US\$

Vencimientos TP neto de intra-sector público	2.708
Pagos atrasados por fallo Griesa	3.341
Holdouts (*)	1.425
No giro de ut. y dividendos devengados (**)	875
Pagos de importaciones "pisados" (***)	1.438
Club de París	2.444
TOTAL	12.231
% PBI	2,1%

(*) Replica fallo Griesa NML actualizado al 8,3% anual y se asume una quita del 35%. Implica abonar 2,6 veces el capital atrasado. A cambio se coloca un Bonar 24 con cupón de 8,75%.

(**) Estimamos que la deuda asciende a US\$ 10.000 M. Se asume pago bono bullet en dólares con un cupón de 8,75%.

(***) Estimamos que la deuda asciende a US\$ 6.000 M. Se asume un pago de US\$ 1.000 M y por el resto un bono bullet en dólares con un cupón de 8,75%.