

Argentina después del FMI: Cómo sigue?

Luis R. Secco *

Cámara Chileno Argentina

31 DE JULIO DE 2018

*Director de Perspectiv@s Económicas
lsecco@perspectivaseco.com.ar
@luissecco

TABLA DE CONTENIDOS

1) QUÉ PASÓ? UNA CRISIS ATÍPICA Y LA OPCIÓN DEL GRADUALISMO

2) POR QUÉ PASÓ LO QUE PASÓ?

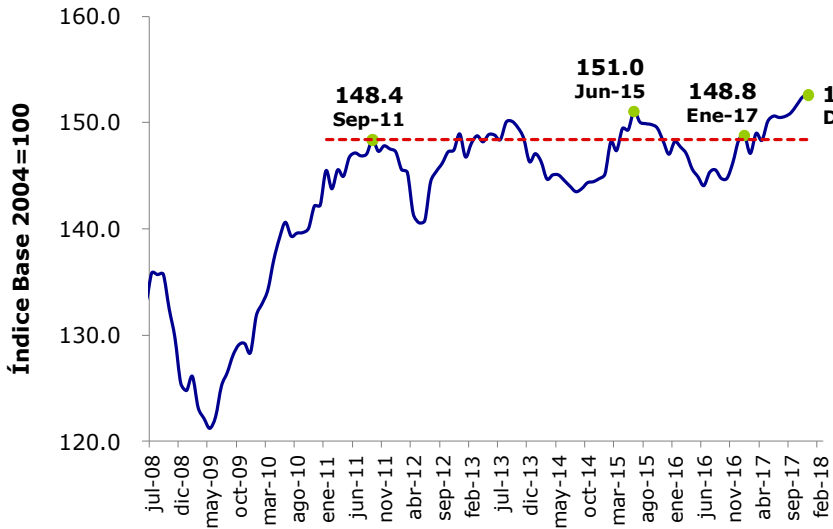
3) CÓMO ESTAMOS?

4) CLAVES DEL ACUERDO CON EL FMI

5) SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

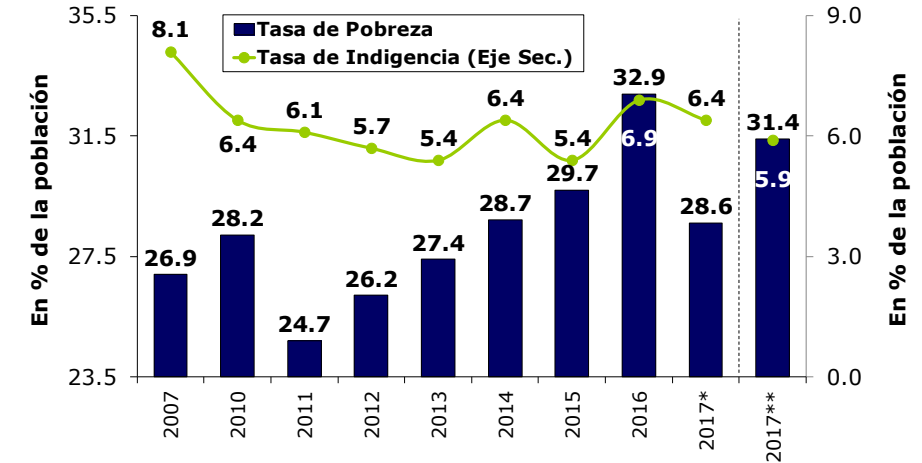
1. Crisis atípica y gradualismo

PBI Real
Serie sin estacionalidad



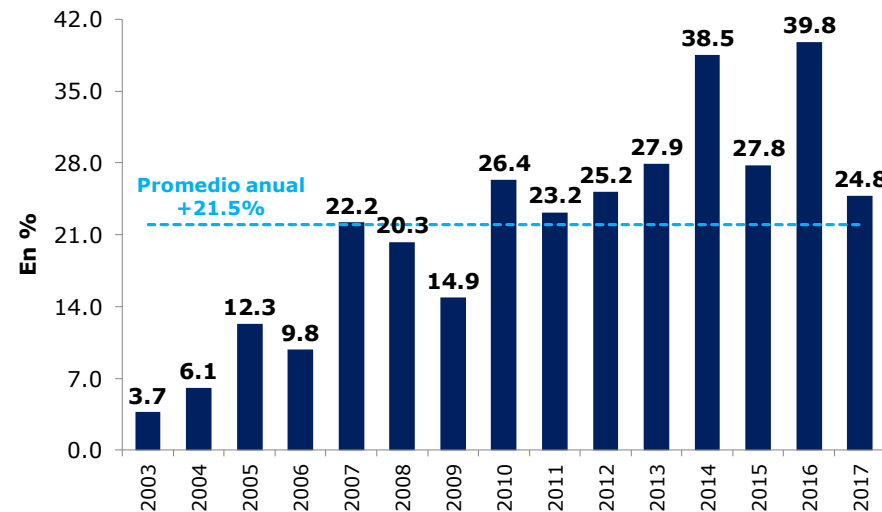
Fuente: INDEC

Personas en Situación de Pobreza e Indigencia
En % de la población



* Dato comparable. Resultado obtenido con base en el diseño muestral y el método de estimación de la pobreza EDSA Bicentenario (2010-2016), según marco muestral del Censo 2001.
 ** Resultados obtenidos con base en el nuevo marco muestral EDSA Nueva Etapa (2017-2025) generado en base al Censo 2010, con método de estimación de la pobreza según canasta básica INDEC 2017.
 Fuente: UCA (Observatorio de la Deuda Social Argentina)

Inflación Minorista
Var. % Dic/Dic



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

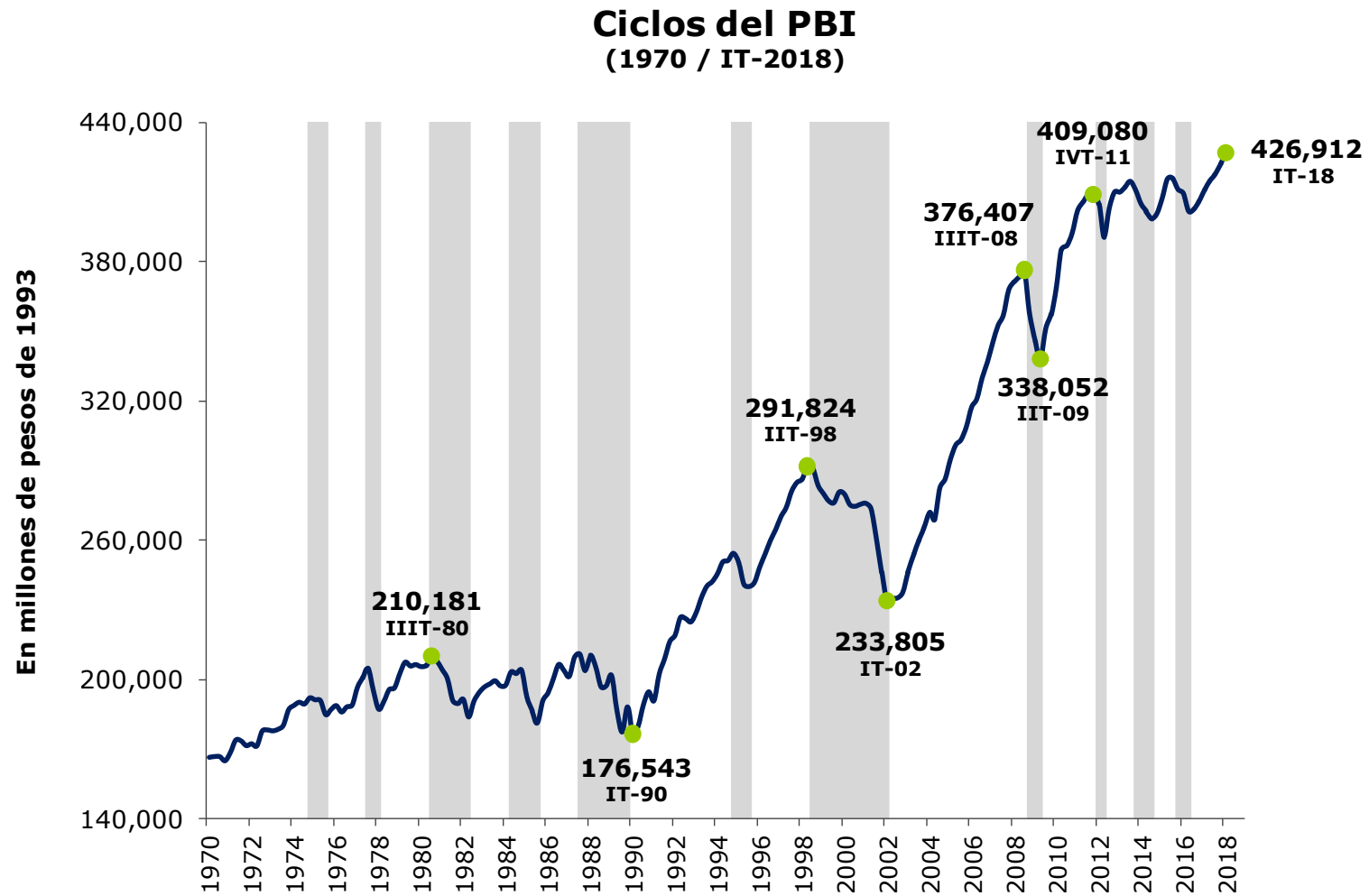
Las crisis en Argentina fueron el mecanismo para corregir los desequilibrios macro (cuando la política no quiso, no supo o no pudo resolverlos)

Crisis en la Historia Argentina

Período	Años	Número de Crisis	Número de Años de Crisis	Crecimiento del PBI (prom. anual)	Crisis Profunda	Crisis Muy Profunda
1823 - 1861	39	4	7	2.2%	2	1
1862 - 1913	52	3	5	5.8%	1	1
1914 - 1945	32	6	11	3.1%	1	1
1946 - 1976	31	8	11	3.8%	4	1
1977 - 1991	15	4	12	0.4%	2	1
1992 - 2002	11	2	3	2.3%	1	1
2003 - 2017	15	0	0	4.0%	0	0
Total	195	27	49		11	6

Fuente: Elaboración propia en base a Cerro y Meloni (2004)

Las crisis en Argentina fueron el mecanismo para corregir los desequilibrios macro (cuando la política no quiso, no supo o no pudo resolverlos)



Por qué el gradualismo?

Fue una decisión política y no técnica

y

Fue la consecuencia de:

- Una crisis atípica sin los síntomas usuales y sin el final usual
- La Opinión Pública (a juicio del gobierno) no estaba preparada para recibir malas noticias ni medidas muy duras

Gradualismo: una definición

En qué consiste el gradualismo?

El programa económico de la Administración Macri:

“se resume en los siguientes conceptos básicos: convergencia fiscal gradual, mejora permanente en la calidad del gasto público, reducción gradual de la inflación a través de metas, y tipo de cambio flotante.”

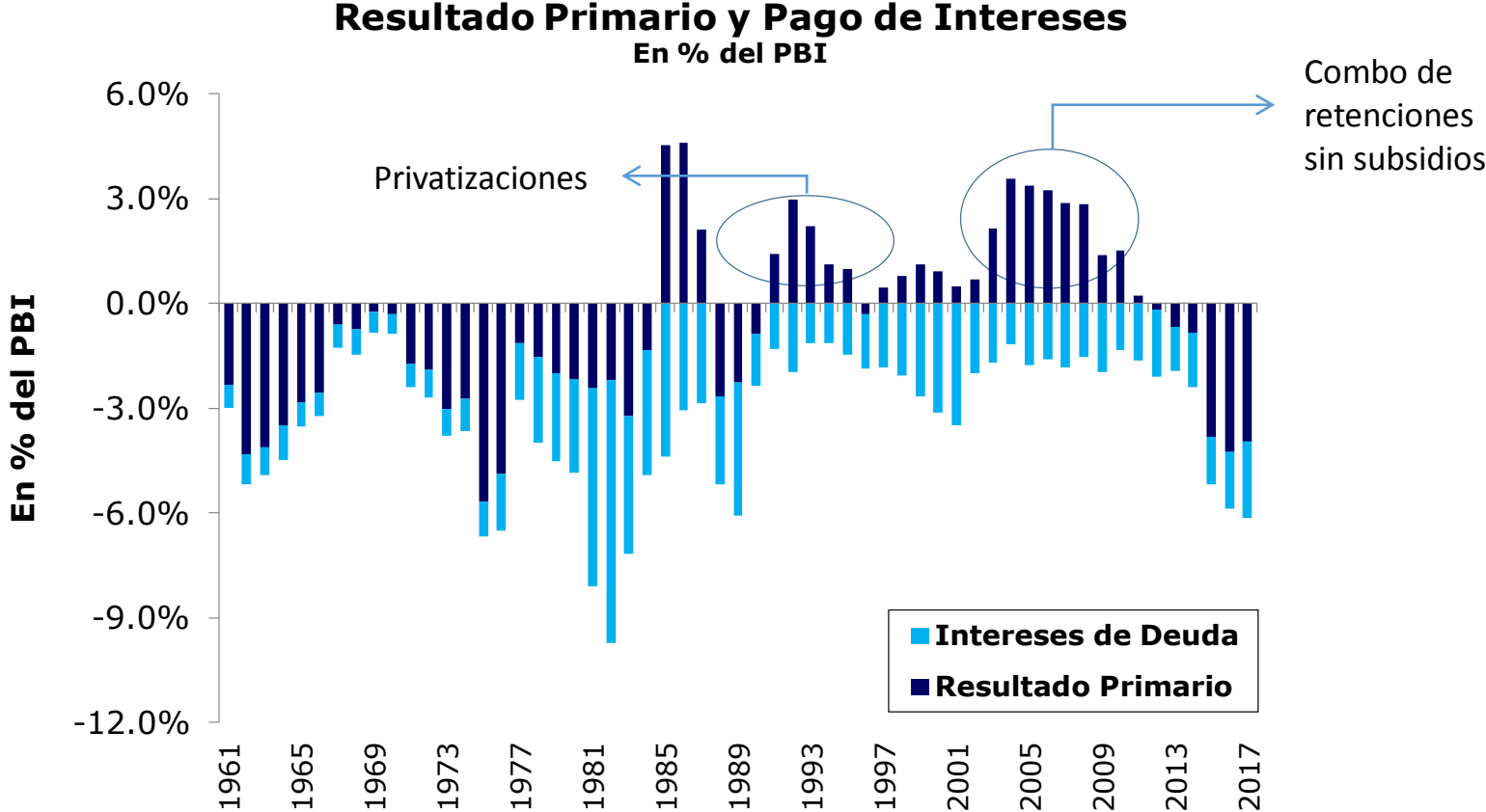
(Federico Sturzenegger, presidente del BCRA)

Inflación: Cuánto es lo normal? A qué podemos aspirar?

	1950 a 1959	1960 a 1969	1970 a 1979	1980 a 1991	1992 a 2001	2002 a 2009	2010 a 2016
Inflación Promedio Anual (%)	30	23	133	679	4	15	29
Cantidad de Años con Inflación							
Menor a 10%	2	2			6	3	
Entre 10% y 50%	7	8	4		1	5	7
Entre 50% y 100%	1		1	3			
Arriba de 100%			5	7			
Hiperinflación				2 (1989 - 1990)			
Cantidad de Años con Deflación					3 (1999 - 2001)		

Fuente: Macroview

Probamos de todo, salvo no tener déficit



Fuente: Perspectiv@s en base a Ministerio de Hacienda y O.J. Ferreres y Asociados

El déficit fiscal ha sido endémico: o por el déficit primario o por el pago de intereses (o ambos a la vez). Esporádicamente Argentina tuvo equilibrio o superávit primario.

2. Por qué pasó lo que pasó?

- 1) **LOS MERCADOS GLOBALES NO EXPLICAN LO SUCEDIDO**
- 2) **LA CONVERGENCIA FISCAL GRADUAL ERA RIESGOSA:
MÁS FINANCIAMIENTO DURANTE MÁS TIEMPO**
- 3) **ALGO (TODO?) CAMBIÓ EL 28/12**
- 4) **CANSANCIO Y FATIGA EN EL AJUSTE**
- 5) **SE COMETIERON ERRORES DE COMUNICACIÓN Y MANEJO DE
EXPECTATIVAS**

El gradualismo demanda más crédito durante más tiempo

**LA CONVERGENCIA FISCAL GRADUAL ES RIESGOSA:
MÁS FINANCIAMIENTO DURANTE MÁS TIEMPO**

EL DÉFICIT FISCAL SE FINANCIA CON ENDEUDAMIENTO



ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Y/O

ENDEUDAMIENTO INTERNO → CON EL BCRA

→ MERCADOS LOCALES

DEPENDENCIA DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO = VULNERABILIDAD A SHOCKS
EXTERNOS (SUDDEN STTOPS)

DEPENDENCIA DEL FINANCIAMIENTO CON EL BCRA = INFLACIÓN

La historia de defaults recurrentes nos condena

ARGENTINA Default deuda externa		BRASIL Default deuda externa	
Reestructuración	Período	Reestructuración	Período
1827 - 1857	31	1828 - 1834	7
1890 - 1893	4	1898 - 1901	4
1951	1	1902 - 1910	9
1956 - 1965	10	1914 - 1919	6
1982 - 1993	12	1931 - 1933	3
1989	--	1937 - 1943	7
2001 - 2015	14	1961	1
		1964	1
		1983 - 1990	8
Desde la Independencia		Desde la Independencia	
Años en Default	72	Años en Default	46
% de años en Default	36%	% de años en Default	24%
Desde la Segunda Guerra Mundial		Desde la Segunda Guerra Mundial	
Años en Default	37	Años en Default	10
% de años en Default	51%	% de años en Default	14%

Fuente: En base a "This time is different", Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart

Y Argentina abusó de la reapertura del mercado de deuda

Emisiones 2015 - 2018 de Países Emergentes

País Emisor	Ranking	Volumen Emitido (MM USD)	% Total
Argentina	1	81,328	7.3%
Corea del Sur (Banco de Desarrollo)	2	69,574	6.2%
México	3	58,531	5.2%
China	4	56,465	5.1%
Corea del Sur	5	47,049	4.2%
Indonesia	6	40,066	3.6%
Corea del Sur (Eximbank)	7	34,976	3.1%
Arabia Saudita	8	30,000	2.7%
Rusia	9	23,802	2.1%
República Dominicana	10	22,104	2.0%
Subtotal Primeros 10		463,893	41.6%
Otros Países Emisores LatAm		83,047	7.4%
Chile	13	18,678	1.7%
Perú	15	18,499	1.7%
Costa Rica	18	16,910	1.5%
Venezuela	19	15,596	1.4%
Ecuador	22	13,363	1.2%
Resto de Emergentes		568,657	51.0%
Total Emisiones Emergentes		1,115,597	

Fuente: Bloomberg

Emisiones 2018 de Países Emergentes

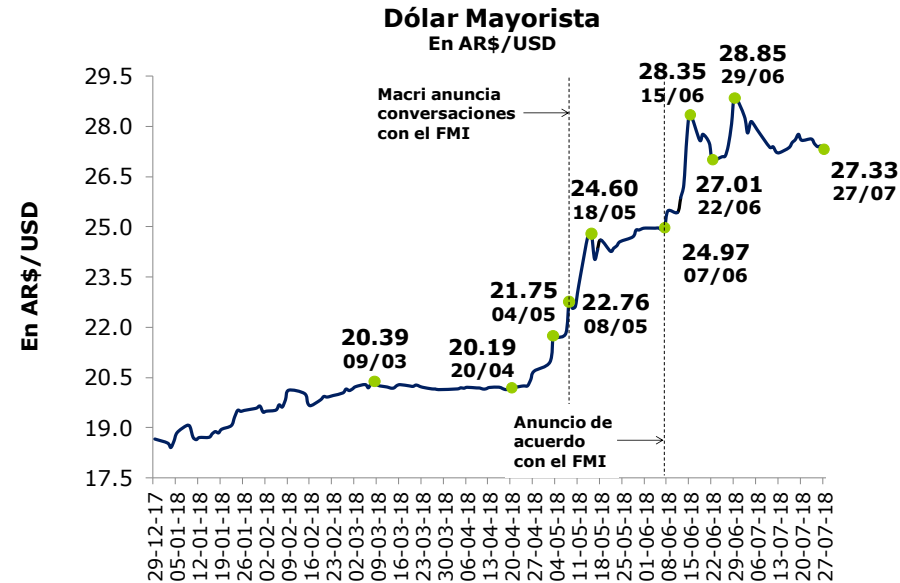
País Emisor	Ranking	Volumen Emitido (MM USD)	% Total
Argentina	1	9,000	8.8%
Corea (Banco de Desarrollo)	2	8,987	8.8%
Omán	3	6,500	6.4%
México	4	5,593	5.5%
Costa de Marfil	5	4,186	4.1%
Egipto	6	4,000	3.9%
Rusia	6	4,000	3.9%
Indonesia	8	3,362	3.3%
Eslovenia	9	3,337	3.3%
Chile	10	3,037	3.0%
Subtotal Primeros 10		52,002	51.0%
Resto de Emergentes		49,882	49.0%
Total Emisiones Emergentes		101,885	

Fuente: Bloomberg

Desde 2016, el tesoro de Argentina ocupa el 1er lugar entre los emisores de deuda de países emergentes

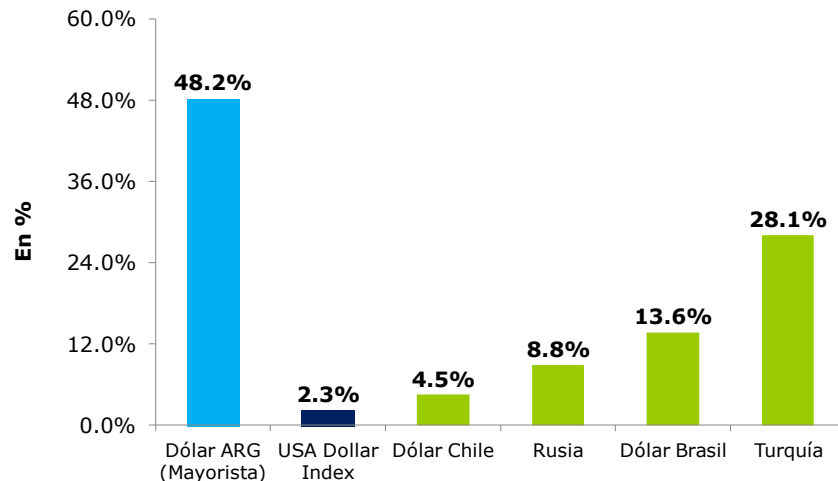
3. Cómo estamos?

Los indicadores de la crisis de confianza muestran leves mejoras

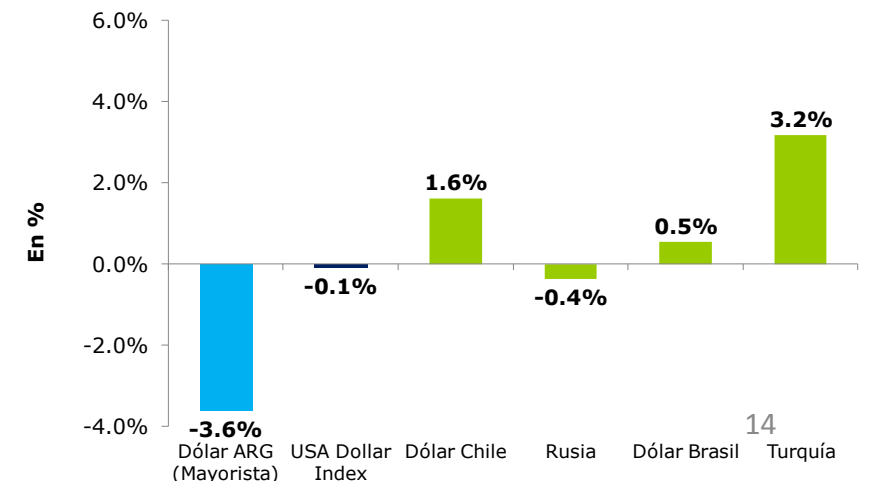


Fuente: Perspectiv@s Económicas en base a BCRA

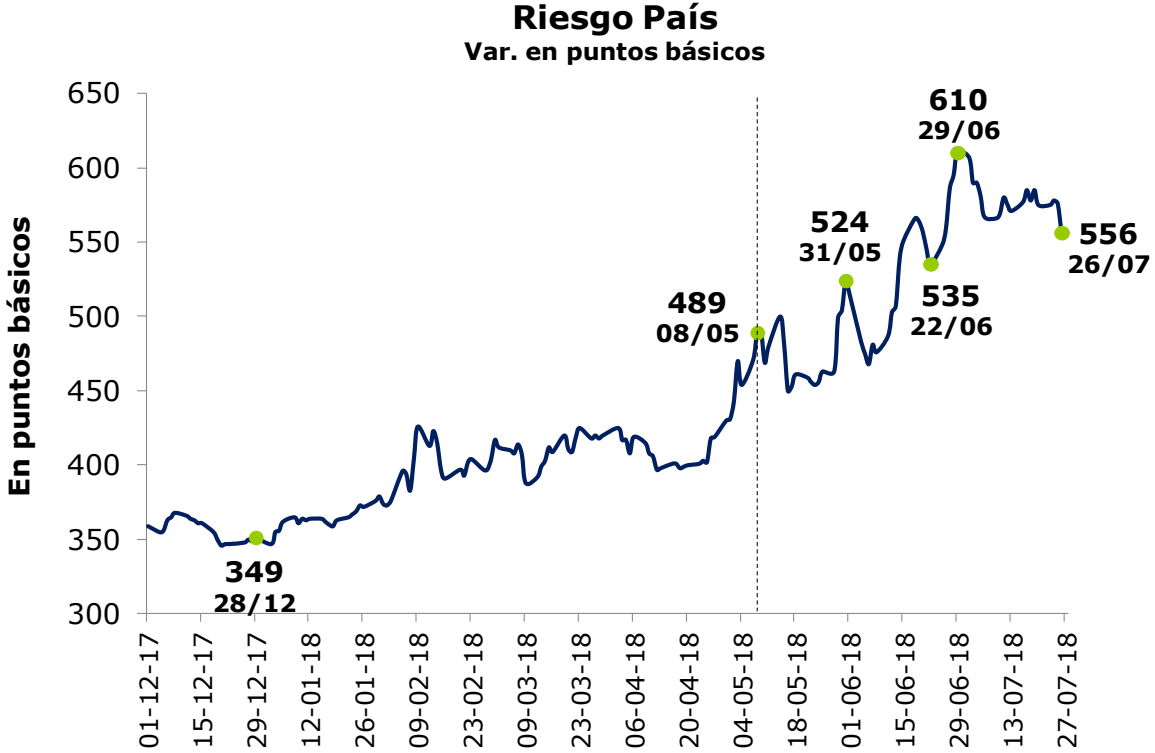
Devaluación de las Monedas Emergentes
Var. % de la moneda local vs USD - Entre 27/12/17 y 27/07/18



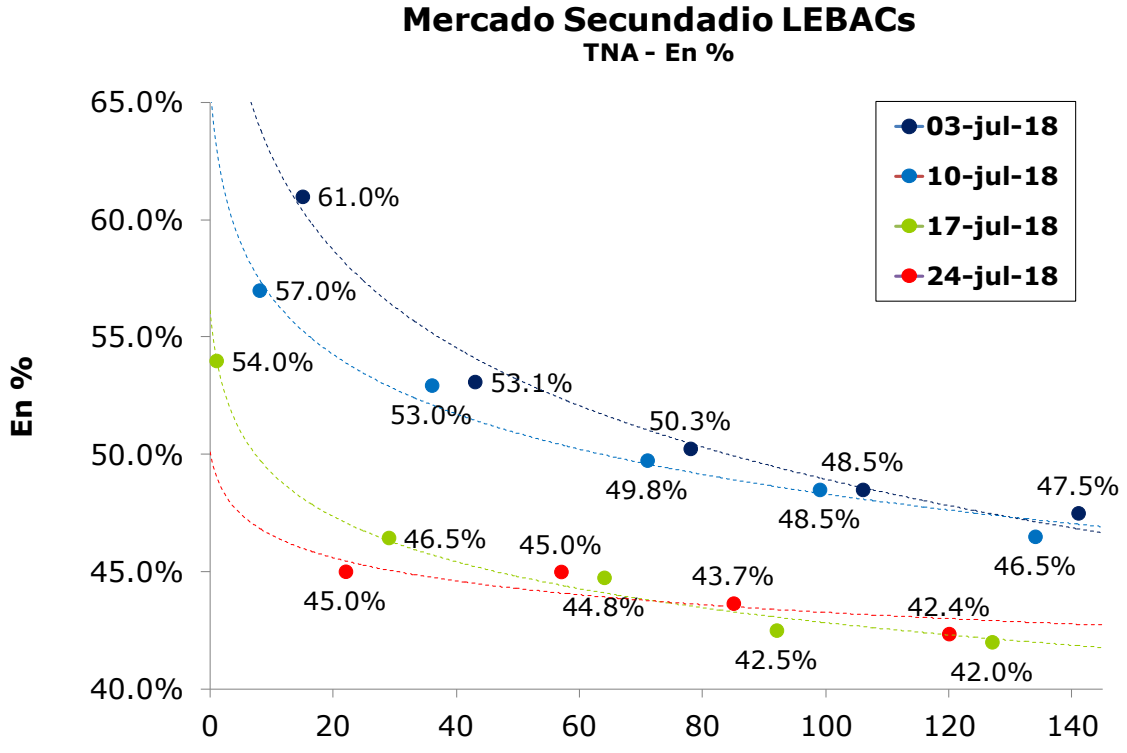
Devaluación de las Monedas Emergentes
Var. % de la moneda local vs USD - Entre 15/06/18 y 27/07/18



Los indicadores de la crisis de confianza muestran leves mejoras

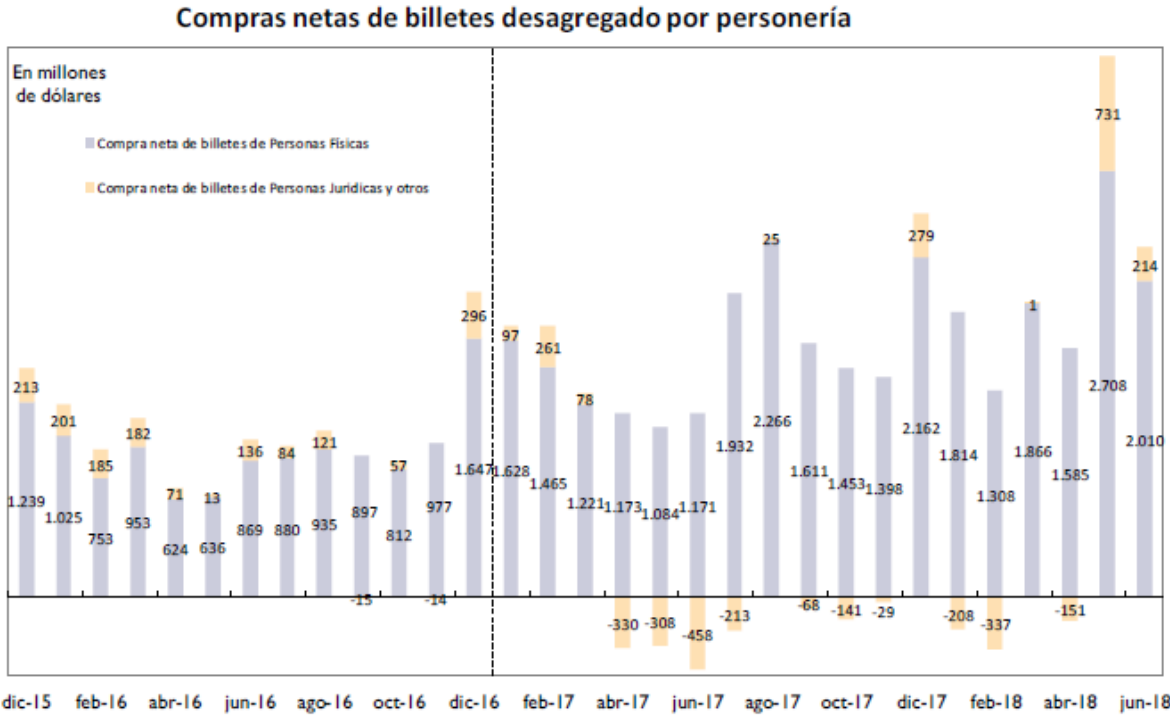
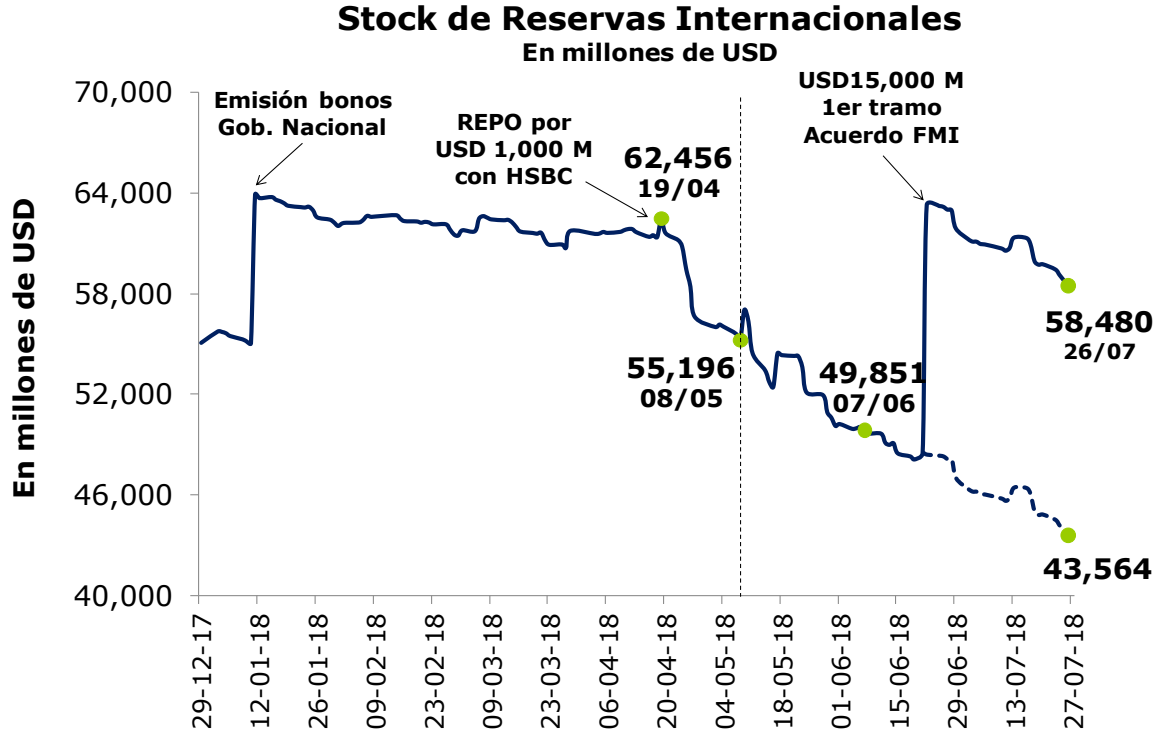


Fuente: JP Morgan



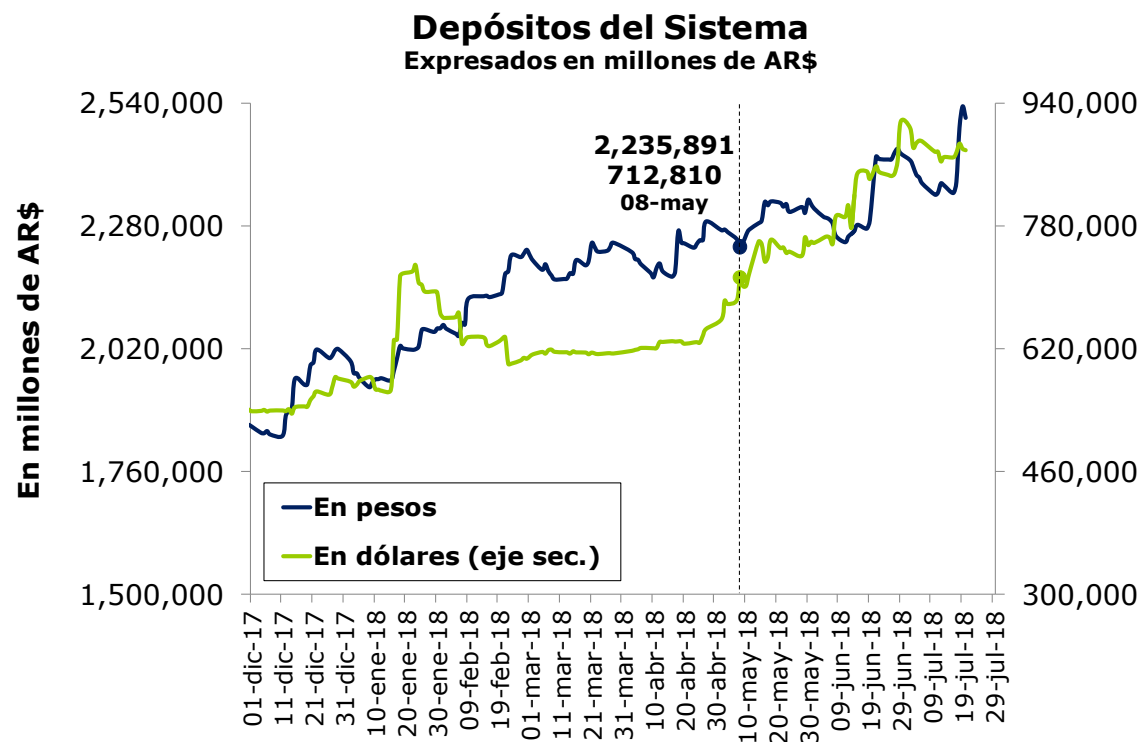
Fuente: MAE y Consultora Ledesma

Los indicadores de la crisis de confianza muestran leves mejoras

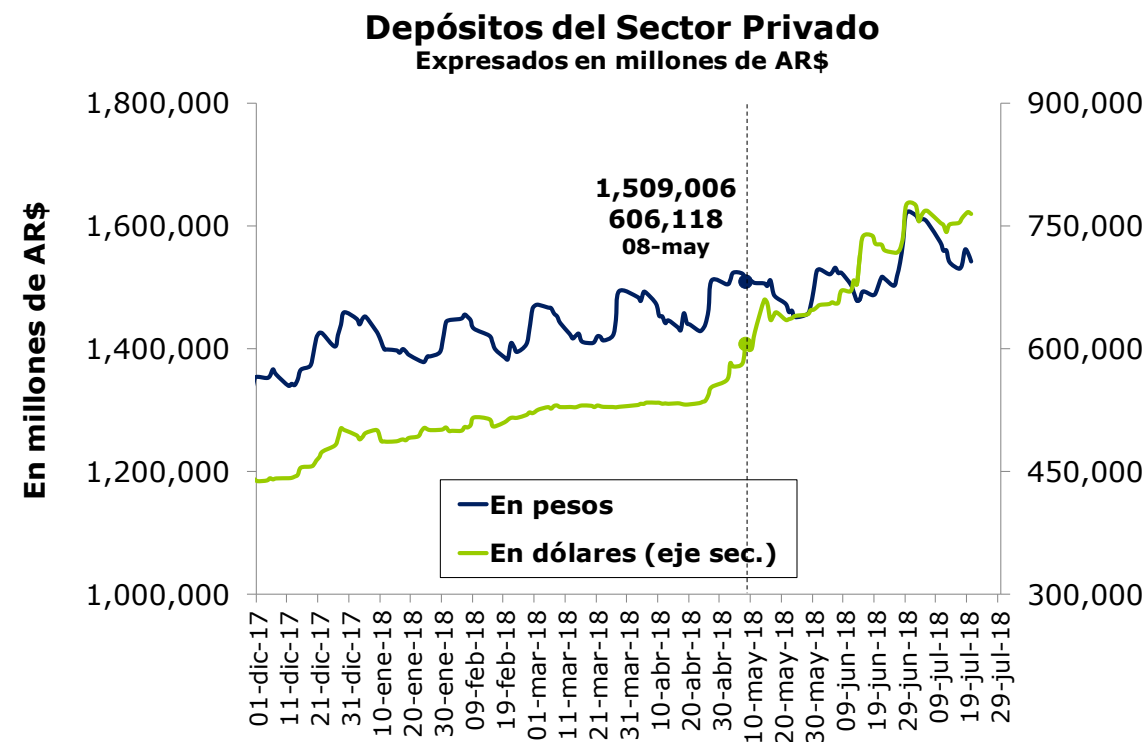


Fuente: Perspectiv@s Económicas en base a BCRA

La mejor noticia: los depósitos del sistema financiero no sufrieron salidas



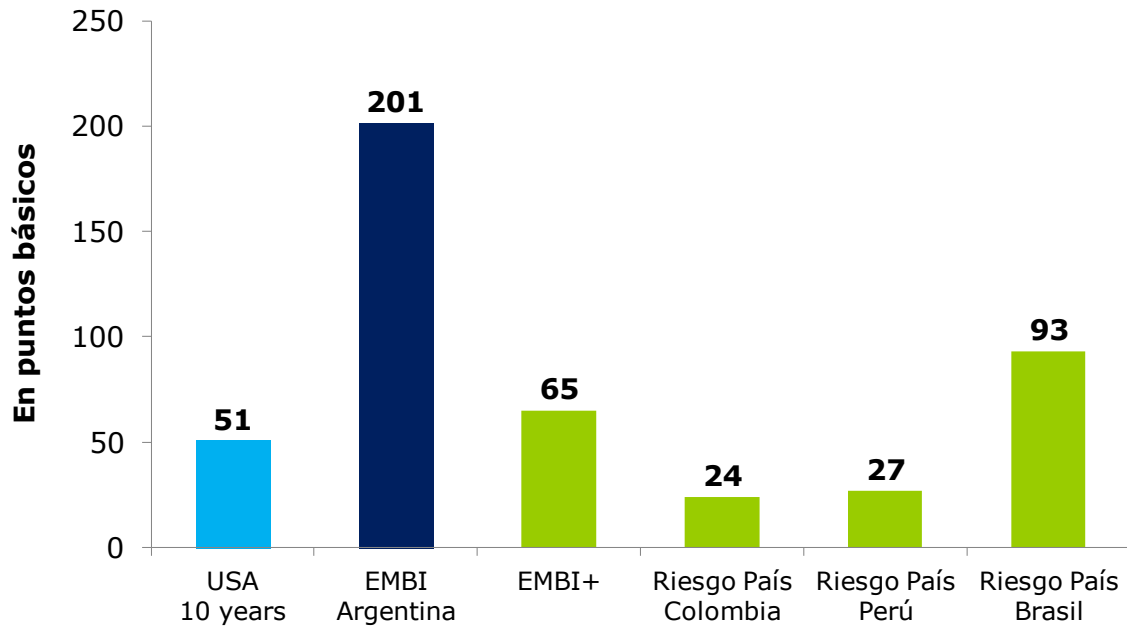
Fuente: Perspectiv@s en base a BCRA



Fuente: Perspectiv@s en base a BCRA

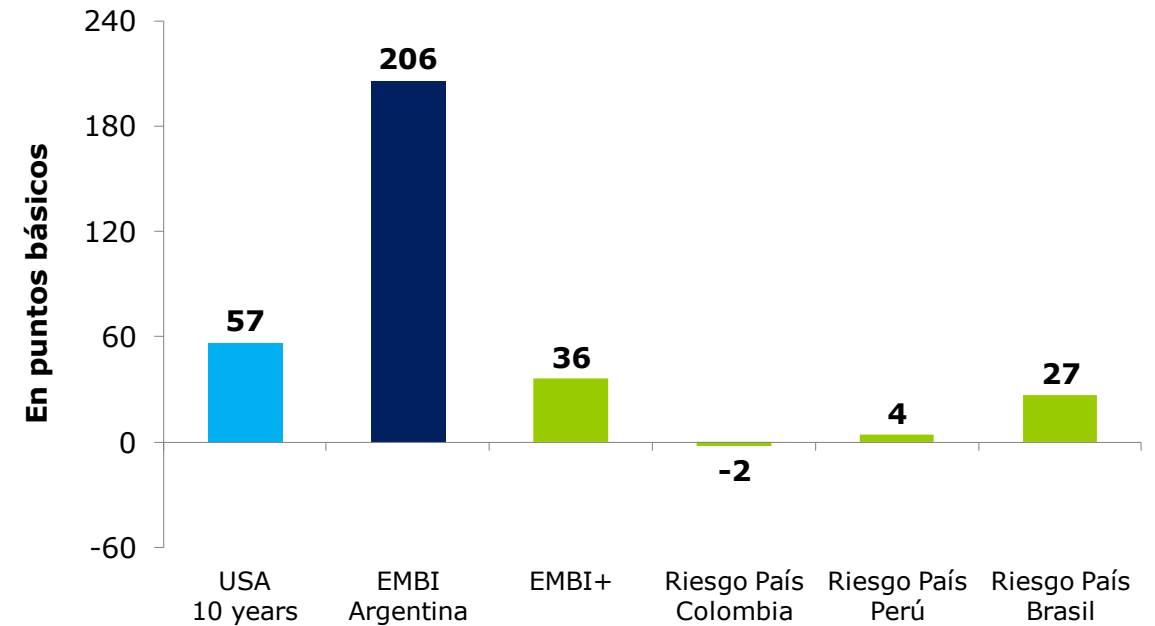
De todas maneras, las consecuencias de la crisis de confianza son importantes y perdurables

**EMBI (JP Morgan) vs
Tasa de Interés USA (10 años)**
Var. en puntos básicos - Entre 27/12/17 y 15/06/18



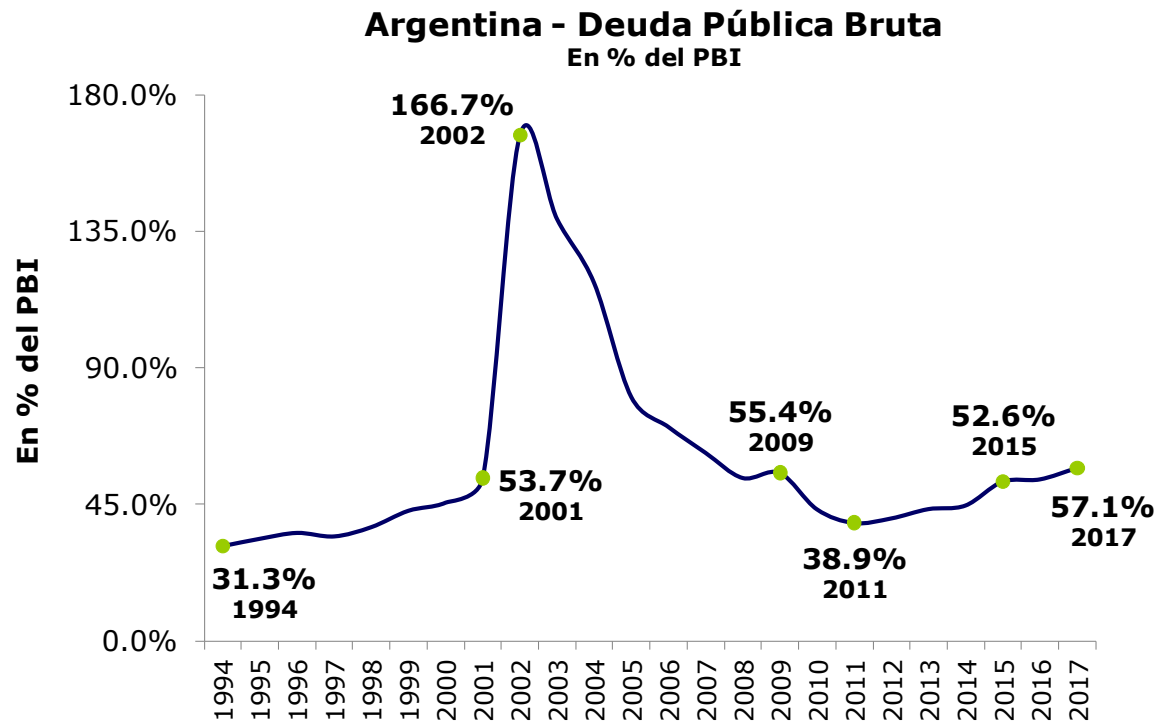
Fuente: En base a JP Morgan y Bloomberg

**EMBI (JP Morgan) vs
Tasa de Interés USA (10 años)**
Var. en puntos básicos - Entre 27/12/17 y 26/07/18



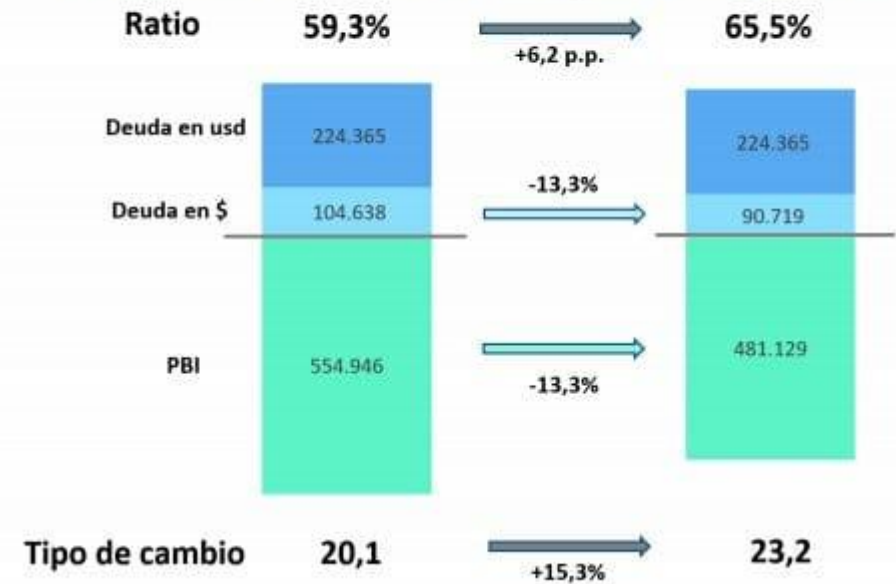
Fuente: En base a JP Morgan y Bloomberg

(Post devaluación) La deuda bruta del tesoro ya no luce tan baja

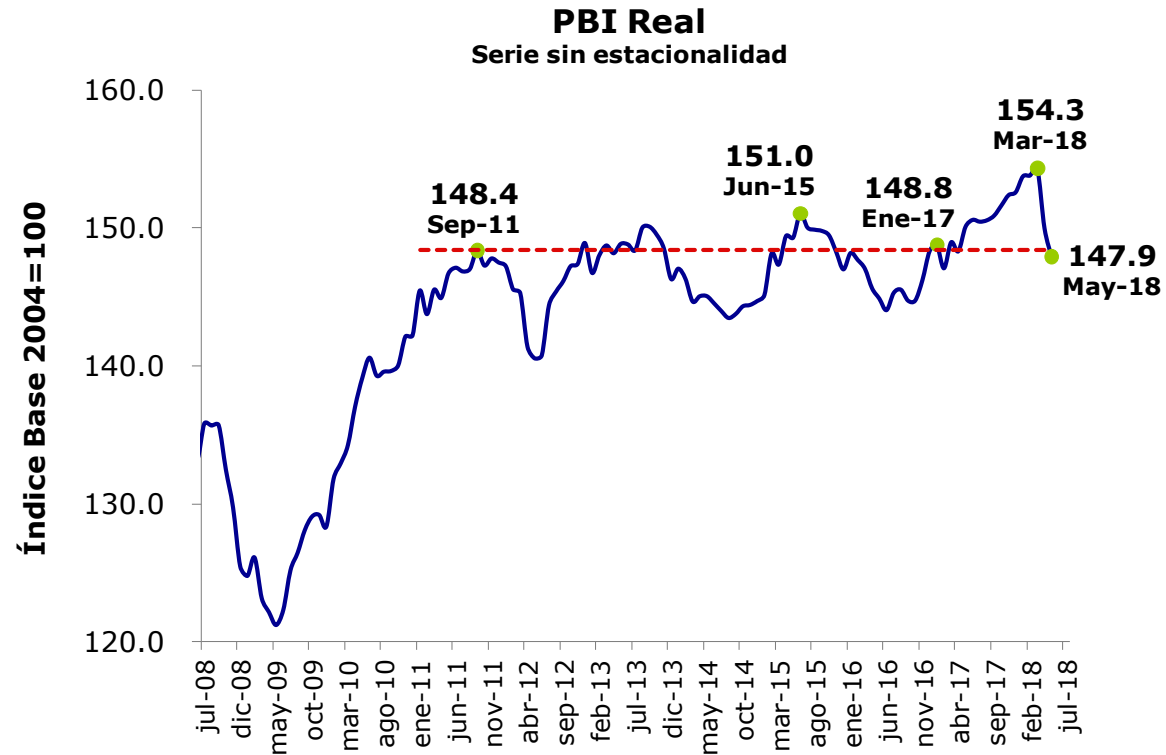


El impacto del aumento del tipo de cambio en la deuda pública

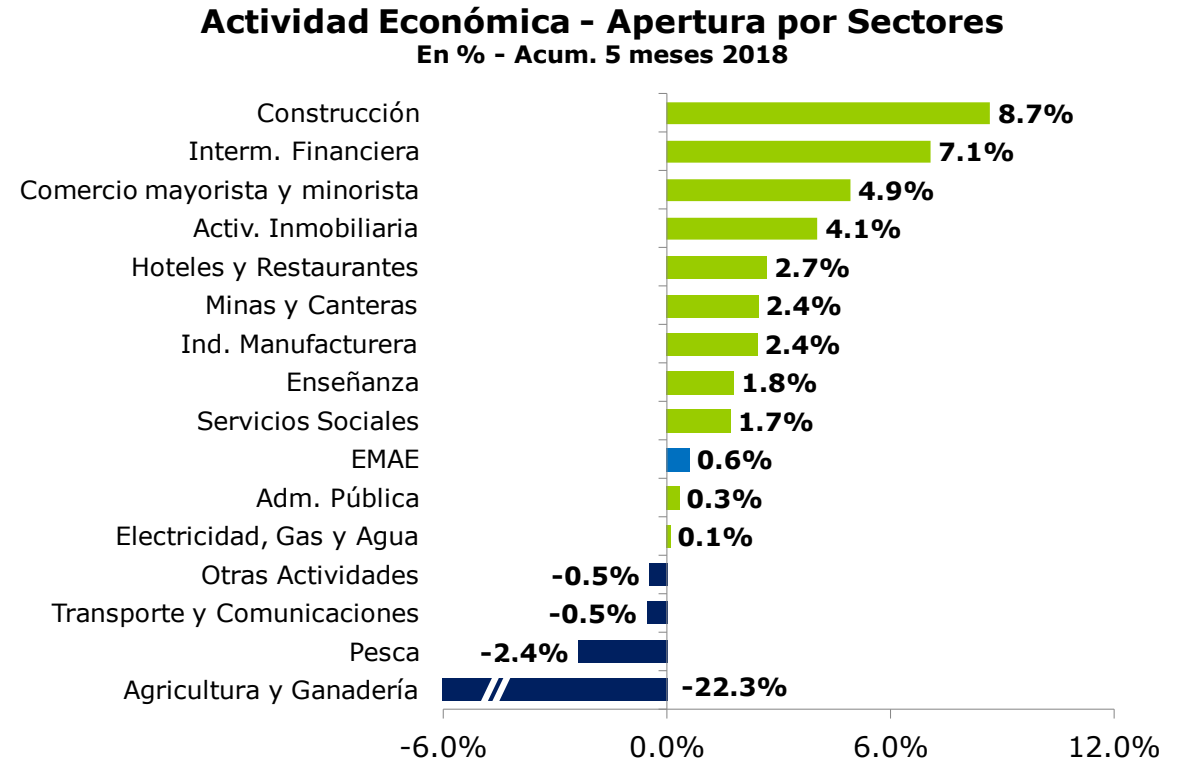
Componentes del ratio de la deuda pública total para el 1.18



La actividad económica crecía a muy buen ritmo, pero el frenazo es notable



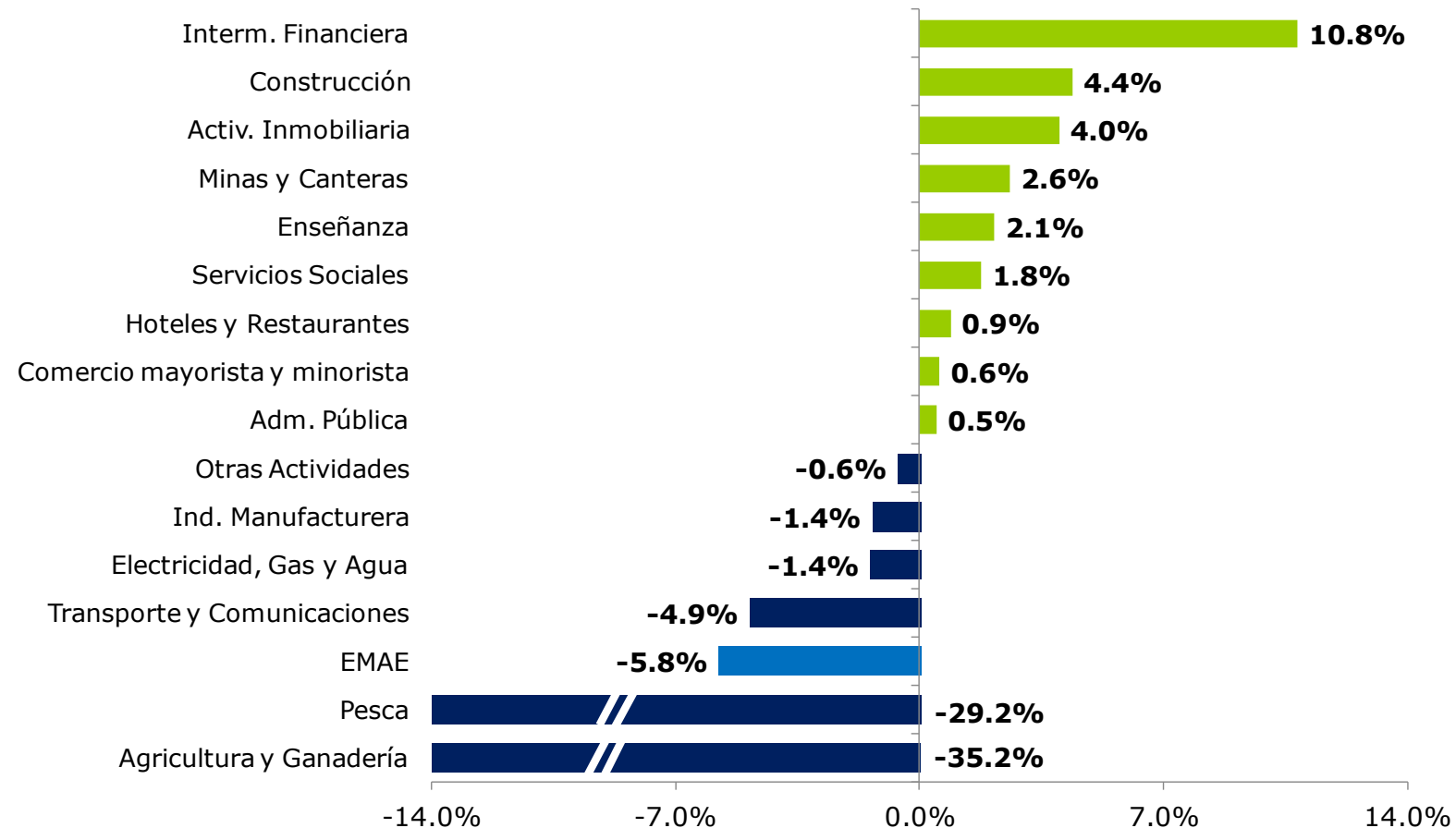
Fuente: INDEC



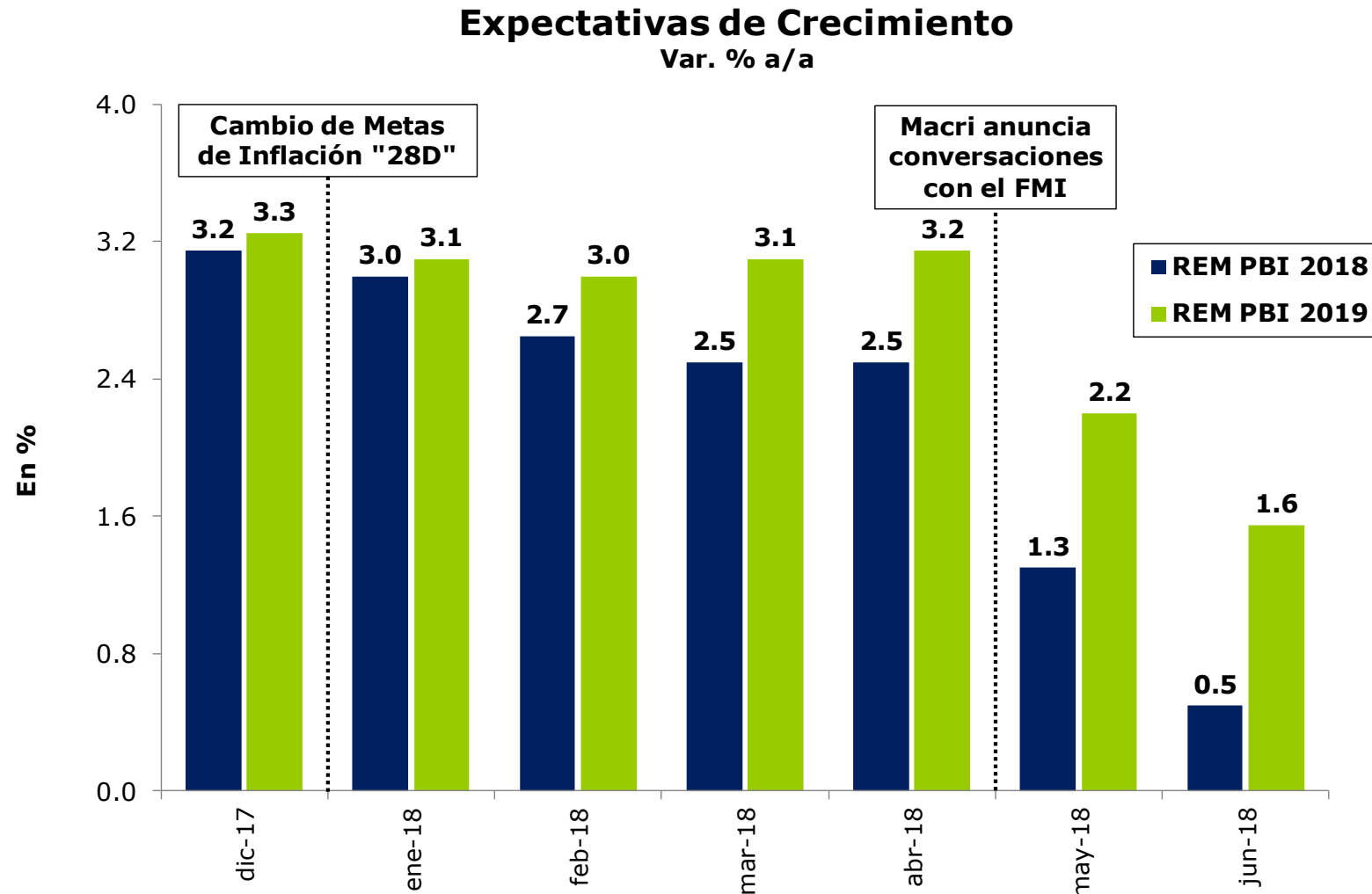
Fuente: Perspectiv@s Económicas en base a INDEC

...El frenazo es notable

Actividad Económica - Apertura por Sectores En % - May-18/May-17

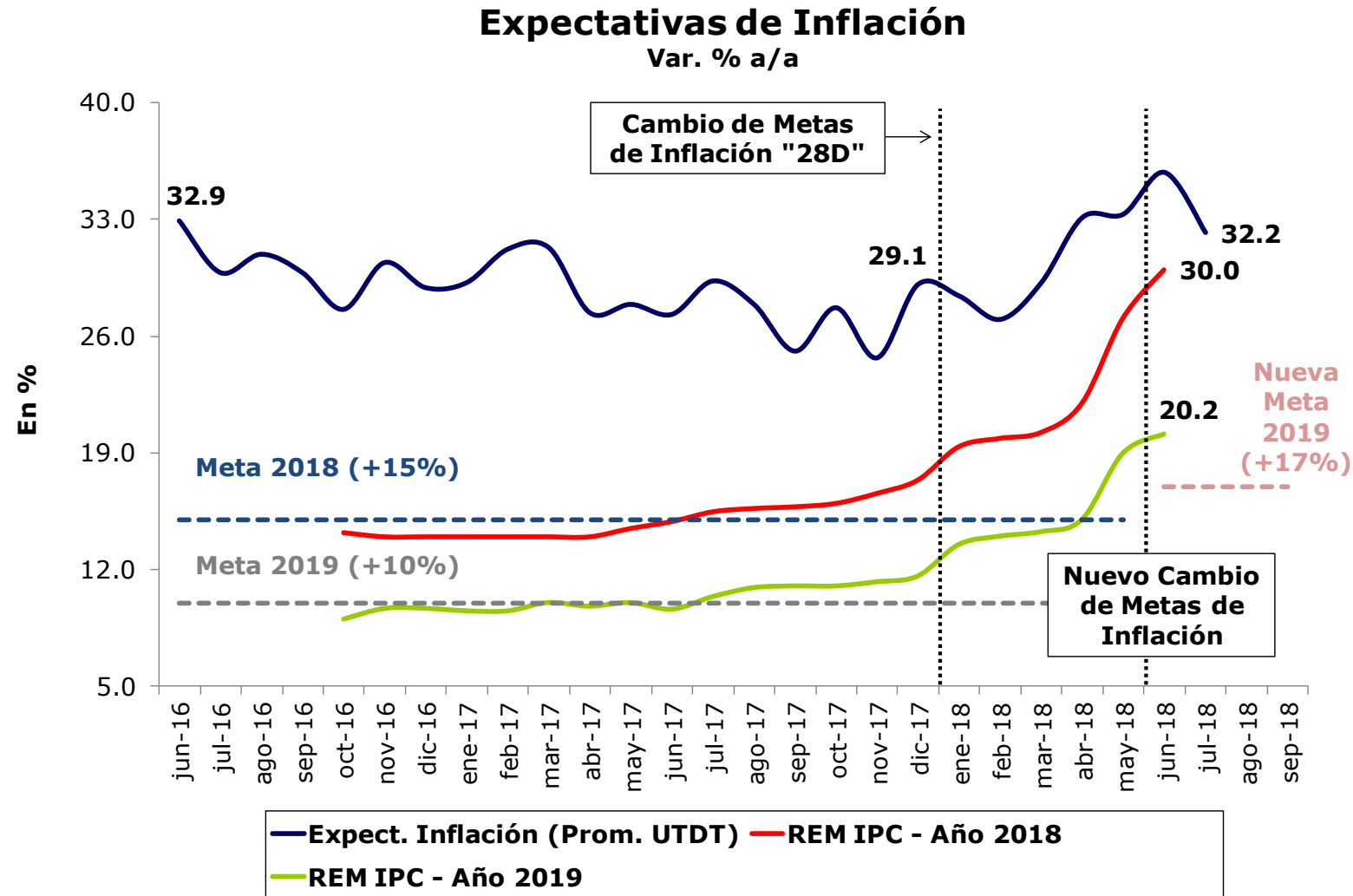


Las previsiones de crecimiento ya venían para abajo por la sequía, pero ahora volvieron a ajustarse



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Las expectativas de inflación reflejaron el cambio de metas de fines de 2017 y ahora se dispararon de nuevo



Fuente: BCRA y UTDT

El cansancio y la fatiga en el ajuste se agravará con la inflación en un escalón cercano al 30%

	Indices			Var. % m/m			Var % a/a		
	IPC Total	IPC Núcleo	Regulados	IPC Total	IPC Núcleo	Regulados	IPC Total	IPC Núcleo	Regulados
dic-15	71.8	74.8	53.6						
dic-16	100.0	100.0	100.0	1.2%	1.7%	1.0%	39.4%	33.6%	86.7%
ene-17	101.6	101.5	101.8	1.6%	1.5%	1.8%	35.9%	30.3%	86.9%
feb-17	103.7	103.2	105.9	2.1%	1.7%	4.0%	33.5%	28.6%	72.3%
mar-17	106.1	105.2	110.0	2.4%	1.9%	3.8%	32.2%	26.7%	73.4%
abr-17	109.0	107.4	114.5	2.7%	2.1%	4.1%	27.4%	25.8%	36.3%
may-17	110.5	109.2	115.7	1.4%	1.7%	1.0%	24.0%	24.6%	26.6%
jun-17	111.8	110.7	116.7	1.2%	1.3%	0.9%	21.8%	22.6%	23.5%
jul-17	113.8	112.6	119.4	1.7%	1.8%	2.3%	21.4%	22.4%	24.0%
ago-17	115.4	114.2	121.1	1.4%	1.4%	1.5%	22.8%	22.2%	28.1%
sep-17	117.6	116.1	123.2	1.9%	1.6%	1.7%	23.8%	22.3%	32.1%
oct-17	119.4	117.6	125.3	1.5%	1.3%	1.7%	22.7%	21.7%	28.9%
nov-17	121.0	119.1	127.1	1.4%	1.3%	1.5%	22.4%	21.2%	28.4%
dic-17	124.8	121.1	138.7	3.1%	1.7%	9.1%	24.8%	21.1%	38.7%
ene-18	127.0	122.9	141.7	1.8%	1.5%	2.1%	25.0%	21.1%	39.1%
feb-18	130.1	125.5	148.5	2.4%	2.1%	4.8%	25.4%	21.6%	40.2%
mar-18	133.1	128.7	151.5	2.3%	2.6%	2.0%	25.4%	22.4%	37.7%
abr-18	136.8	131.5	159.5	2.7%	2.1%	5.3%	25.5%	22.4%	39.3%
may-18	139.6	135.0	160.0	2.1%	2.7%	0.4%	26.3%	23.6%	38.4%
jun-18	144.8	140.5	164.7	3.7%	4.1%	2.9%	29.5%	26.9%	41.2%
jul-18	149.1			3.0%			31.1%		
ago-18	152.3			2.1%			32.0%		
sep-18	155.0			1.8%			31.9%		
oct-18	158.1			2.0%			32.5%		
nov-18	160.8			1.7%			32.9%		
dic-18	163.7			1.8%			31.2%		

Problema: la normalización tarifaria tiene que continuar



Luis Secco
@luissecco



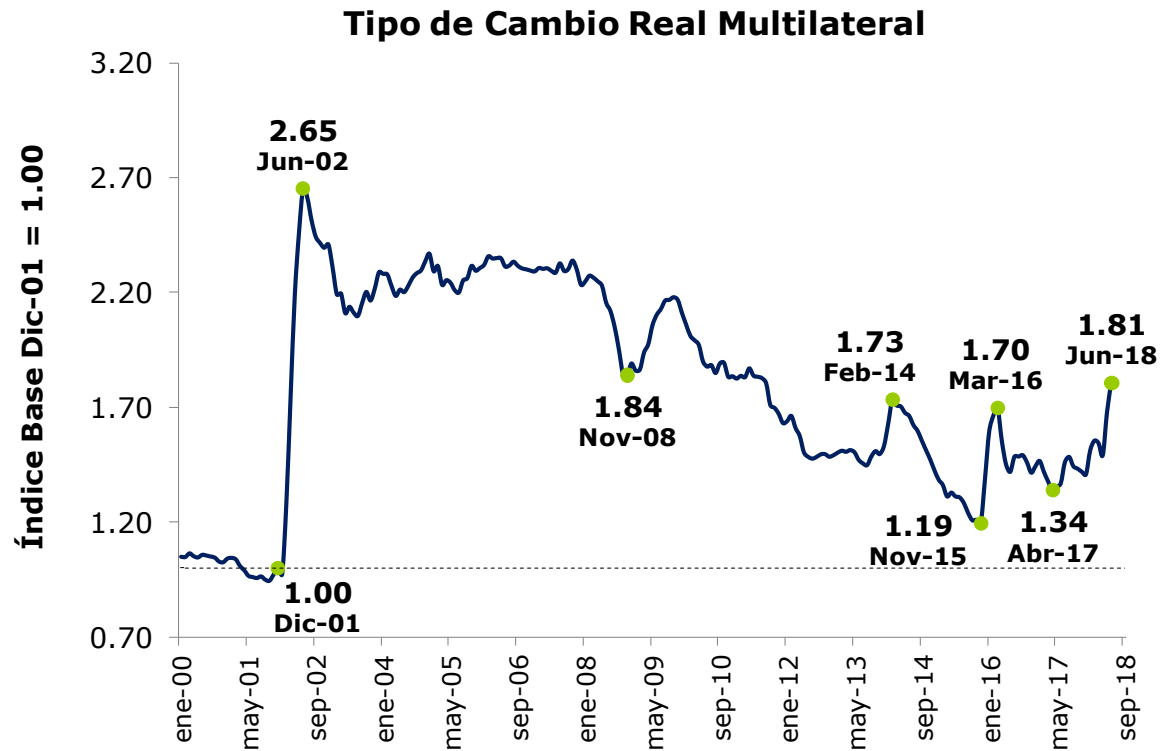
Sin comentarios...

La factura promedio mensual que pagan los 2 millones de clientes de EDENOR es de 446 pesos (6 veces menos que en EEUU, 4 veces menos que en UK, 3 veces menos que en Chile)

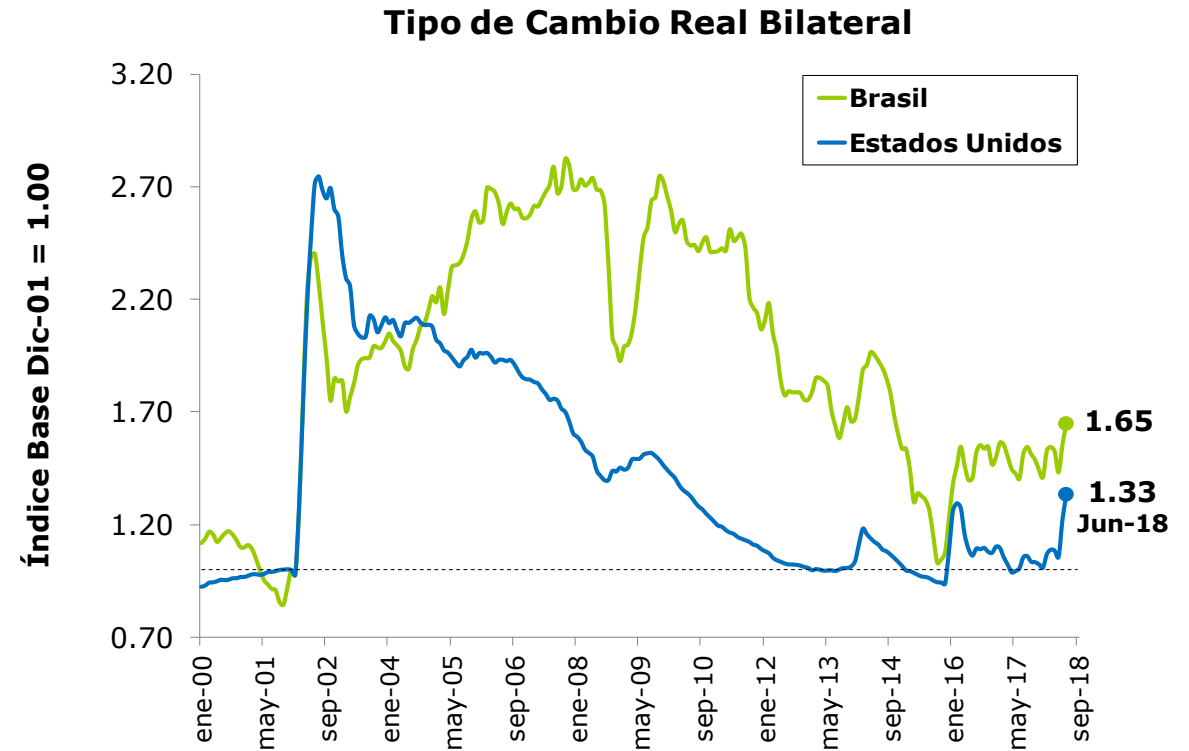
Edenor Clientes @EdenorClientes
Te mostramos los valores de facturas por segmentos de consumo para nuestros clientes residenciales.



Y EL TIPO DE CAMBIO? HACE FALTA MÁS DEPRECIACIÓN?

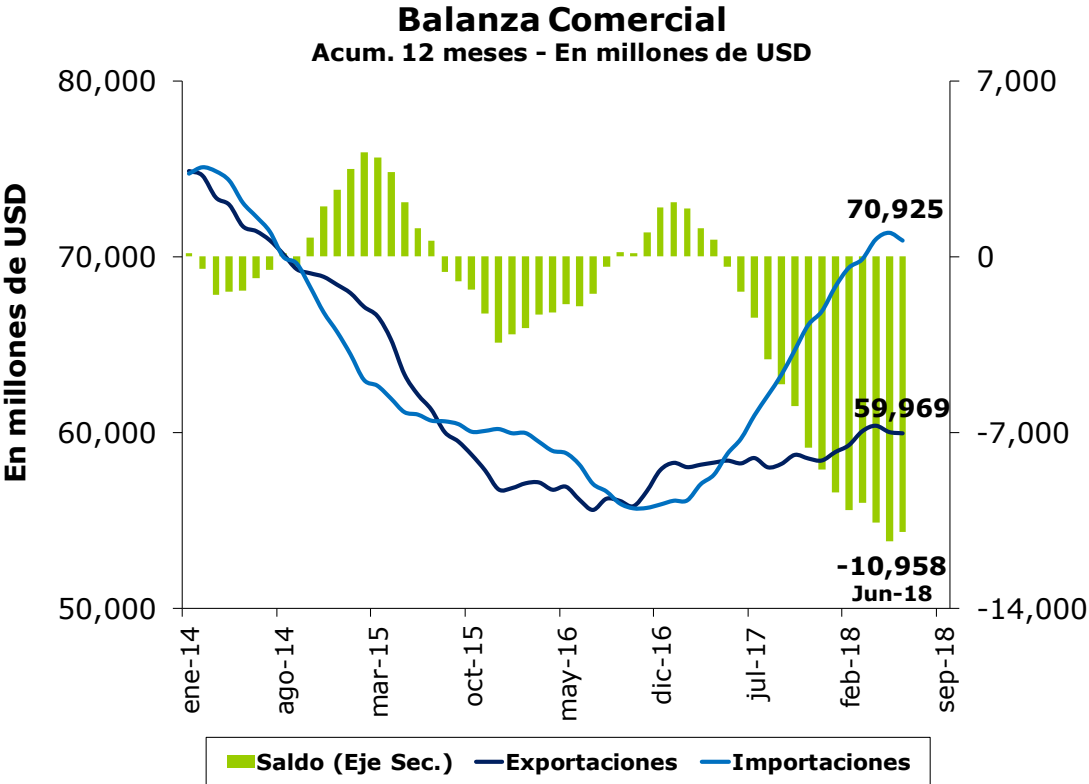


Fuente: Perspectiv@s Económicas en base a BCRA, INDEC y Bloomberg

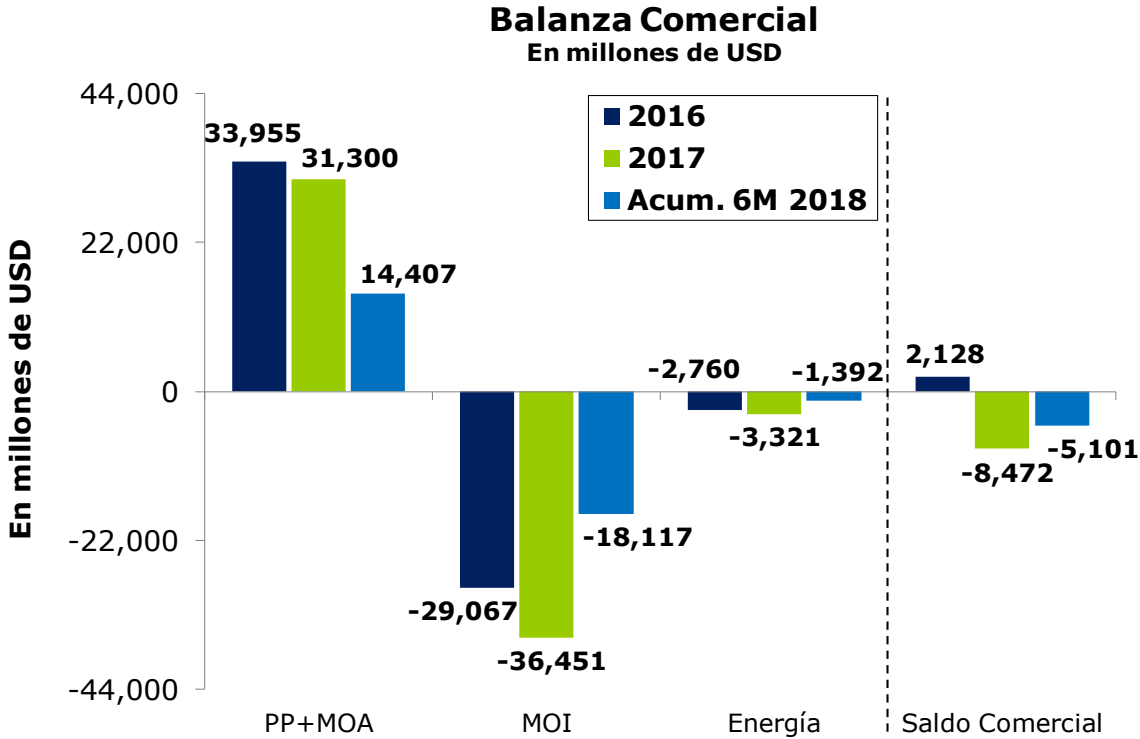


Fuente: Perspectiv@s Económicas en base a BCRA, INDEC y Bloomberg

El desequilibrio externo sigue siendo elevado...



Fuente: INDEC



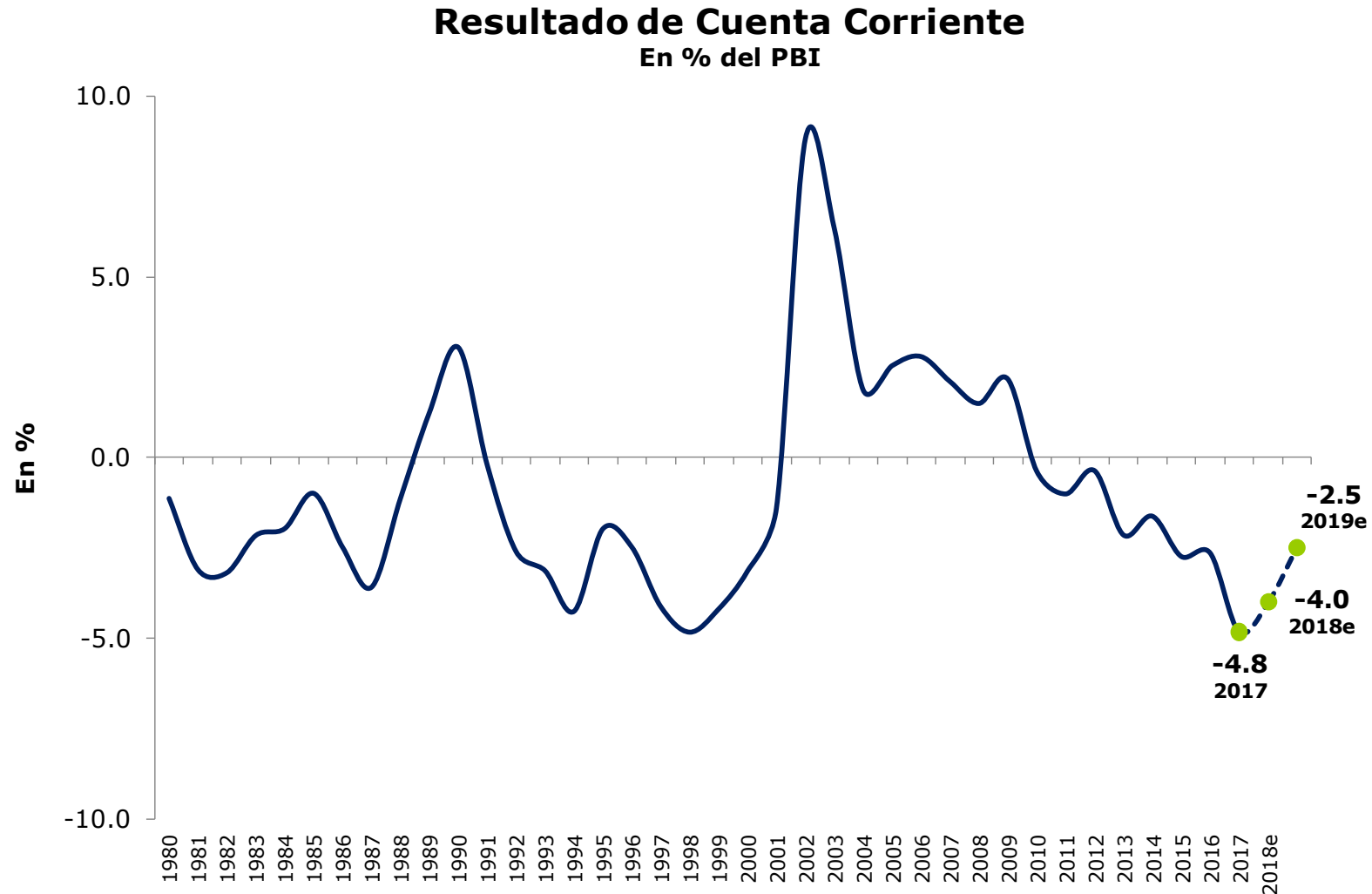
Fuente: INDEC

Pero ya se ven los primeros efectos de la depreciación del peso y la restricción externa

	2016	2017	Junio-18			Primeros 6 meses 2018				
	Millones de USD	Millones de USD	Millones de USD	Var. % a/a			Millones de USD	Var. % a/a		
				Valor	Precio	Cantidad		Valor	Precio	Cantidad
Exportación	57,880	58,428	5,076	-1.4	9.8	-10.2	29,797	5.5	8.3	-2.7
Productos primarios	15,692	14,815	1,148	-25.7	7.7	-31.1	7,116	-5.7	5.6	-10.7
MOA	23,349	22,513	1,934	3.0	15.4	-10.6	11,226	0.7	11.4	-9.5
MOI	16,804	18,685	1,791	10.4	3.6	6.6	9,573	12.5	5.1	7.0
Combustibles y energía	2,035	2,415	204	96.2	19.9	62.3	1,882	78.1	21.8	46.0
Importación	55,911	66,900	5,458	-7.5	4.7	-11.7	34,898	13.0	2.4	10.4
Bs de capital	12,123	14,908	947	-16.9	-6.2	-11.5	6,836	2.7	-4.9	7.9
Bs intermedios	15,484	17,838	1,619	4.1	8.3	-3.9	10,137	21.3	6.2	14.3
Combustibles y lubricantes	4,912	5,687	738	-6.2	27.6	-26.7	3,218	16.4	22.6	-5.1
Piezas y acc. para bs de capital	11,308	12,923	1,041	-10.3	2.7	-12.6	6,787	13.1	-	13.2
Bs de consumo	7,400	8,947	632	-8.8	1.3	-10.1	4,444	11.6	0.5	11.0
Vehic. automotores de pasajeros	4,468	6,297	458	-15.0	6.5	-20.3	3,326	12.0	2.9	8.9
Resto	216	300	23	-11.5	.	.	150	4.2	.	.
Saldo Comercial	1,969	-8,472	-382				-5,101			

Fuente: INDEC

El déficit de la cuenta corriente se reduce: la otra cara de la moneda del ajuste interno y externo



Fuente: OJ Ferreres y Asociados, INDEC y FMI

4. Claves del acuerdo con el FMI

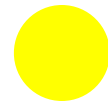
CONSEJO DE LOS
AÑOS 90:

LAS CRISIS HAY
QUE
PREVENIRLAS,
PERO CUANDO SE
DESATAN HAY
QUE
FINANCIARLAS

EL FMI ERA LA
OPCIÓN MÁS
LÓGICA



Al solicitarle un préstamo al FMI, el Presidente Macri estuvo dispuesto por primera vez a **comprometer su capital político**. Se anima una vez más a conjugar una palabra tabú (como ajuste o reforma)



Lo que es **bueno para los mercados y el círculo rojo**, no lo es para la opinión pública y **genera una dinámica política negativa**



No tuvo la contundencia que hubiese tenido si se hubiera anunciado en el marco de un **cambio más integral de enfoque y equipos**

Para qué sirve el acuerdo con el FMI?

OBJETIVOS:

- 1) REDUCIR LA RESTRICCIÓN DE DIVISAS (**SUAVIZAR AJUSTE**)
- 2) **REDUCIR** DOMINANCIA FISCAL SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA
- 3) **DESARMAR** PAULATINAMENTE EL DESAFÍO DE LAS **LEBAC**
- 4) **ACELERAR AJUSTE FISCAL**

Hasta ahora, Un ajuste fiscal demasiado gradual

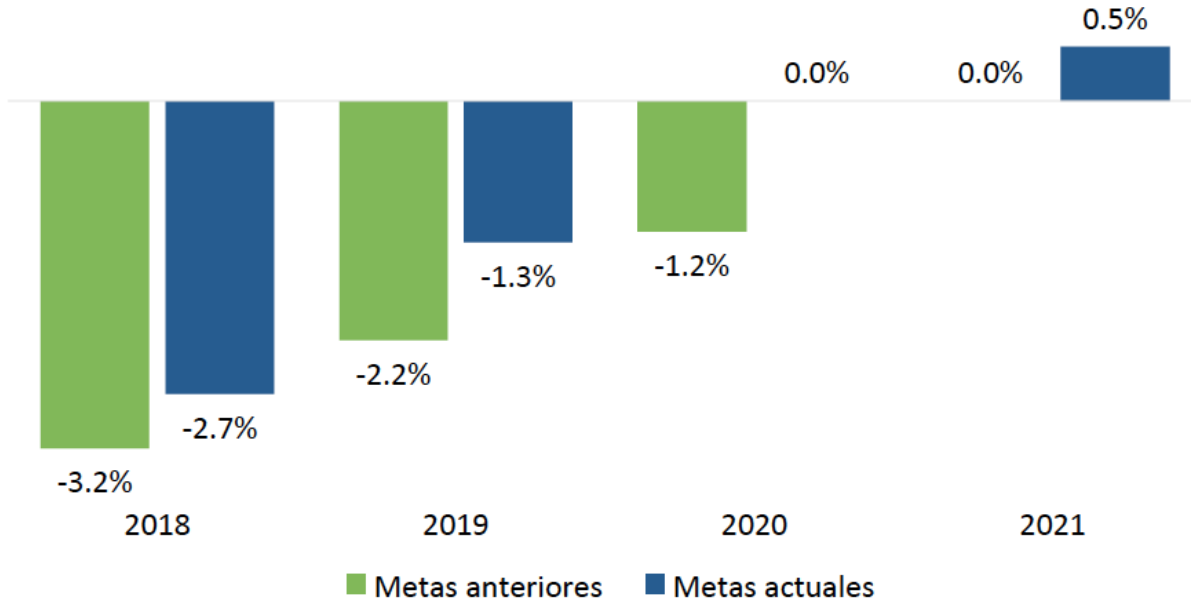
Déficit, Subsidios e Intereses

	2015	2017	2018e
En % del PBI			
Subsidios Económicos	4.2%	2.4%	1.8%
Déficit Primario	3.8%	3.9%	2.7%
Intereses	1.3%	2.2%	2.4%
Déficit Financiero	5.1%	6.0%	5.1%

Fuente: Perspectiv@s Económicas en base a Ministerio de Hacienda

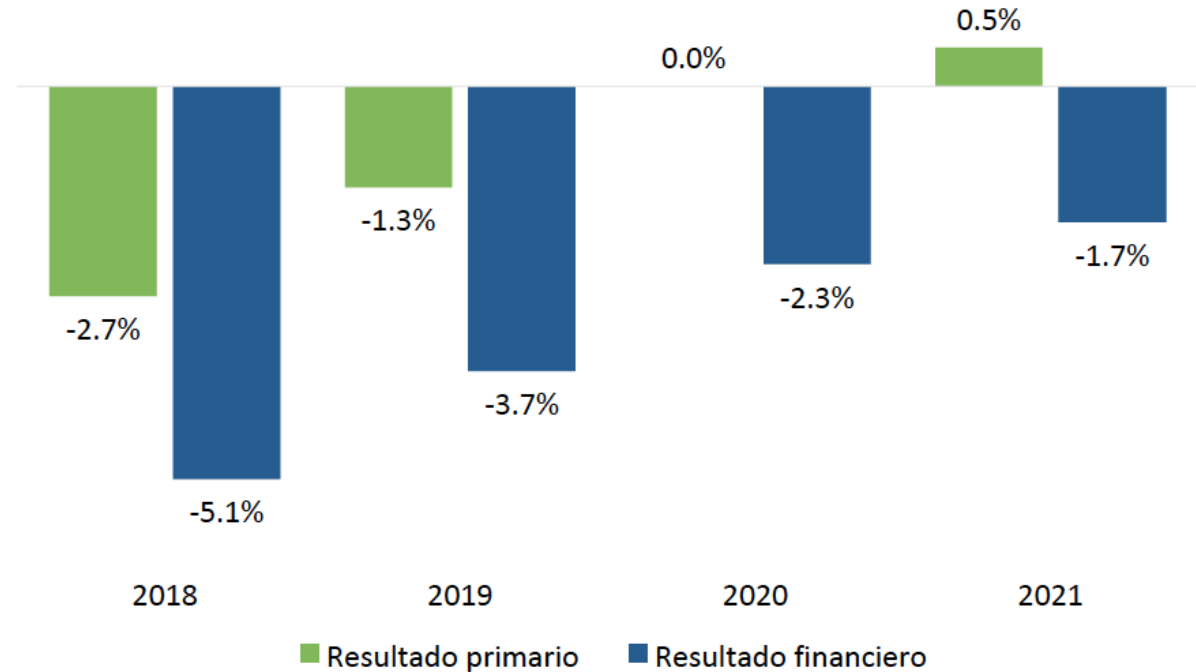
A partir de ahora, Un ajuste más fuerte...

Metas de resultado primario (% del PBI)



Ahorro de 3,1% del PBI en el acumulado 2018-2021

Resultados primario y financiero proyectados (% del PBI)



Un ajuste más fuerte...

Algunos rubros más que otros

Gasto primario

Como % del PBI

	2018	2019	2020	2020 / 2017	
				% PBI	Términos reales
Gasto primario	-1,5	-1,0	-1,2	-3,7	-13%
- Jubilaciones y otro gasto social	0,1	0,5	-0,2	0,4	7%
- Subsidios (energía y transporte)	-0,3	-0,4	-0,4	-1,1	-48%
- Salarios y bienes y servicios	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-13%
- Transferencias corrientes a provs.	-0,2	-0,3	-0,1	-0,6	-74%
- Otro gasto corriente	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-5%
- Gasto de capital	-0,7	-0,6	-0,3	-1,6	-81%
Gasto ex. jubilaciones	-1,6	-1,5	-1,0	-4,5	-30%

La política fiscal ya se puso a tono con la necesidad de cumplir el acuerdo con el FMI

Sector Público No Financiero

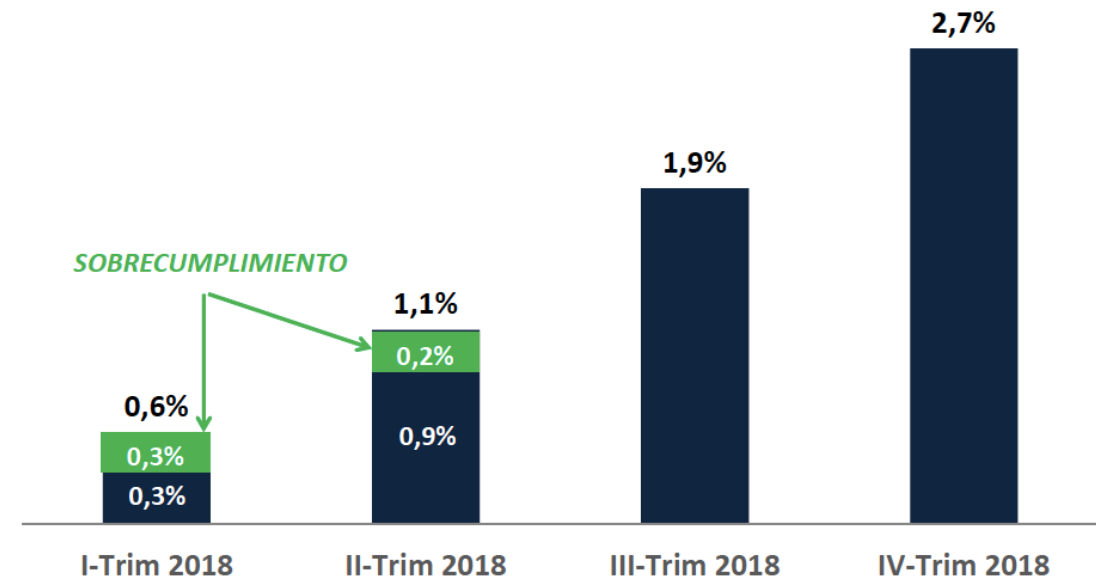
En millones de \$

	I Sem -2017	I Sem- 2018	var. %
INGRESOS TOTALES	945.828	1.195.000	26,3%
Ingresos tributarios	878.580	1.073.821	22,2%
Resto	67.248	121.179	80,2%
GASTOS PRIMARIOS	1.090.114	1.300.825	19,3%
Prestaciones sociales	603.123	779.200	29,2%
Otros gastos corrientes	382.204	437.695	14,5%
Gasto de capital	104.787	83.930	-19,9%
RESULTADO PRIMARIO	-144.286	-105.825	-26,7%
% del PBI	-1,4%	-0,8%	+ 0,6%
Intereses	111.261	145.362	30,6%
% del PBI	1,1%	1,1%	0,0%
RESULTADO FINANCIERO	-255.547	-251.187	-1,7%
% del PBI	-2,4%	-1,9%	+ 0,5%

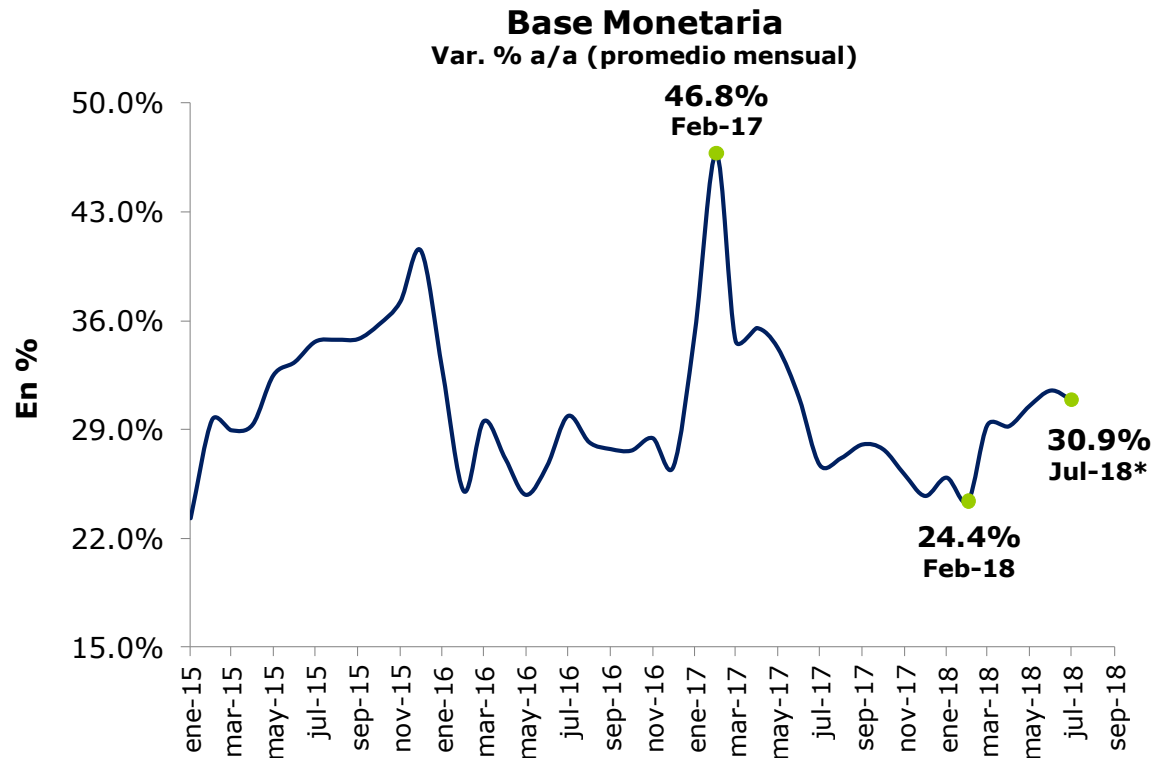
7 p.p.

Cumplimiento meta fiscal primer semestre 2018

Déficit primario SPNF (Base caja metas fiscales)
% del PBI

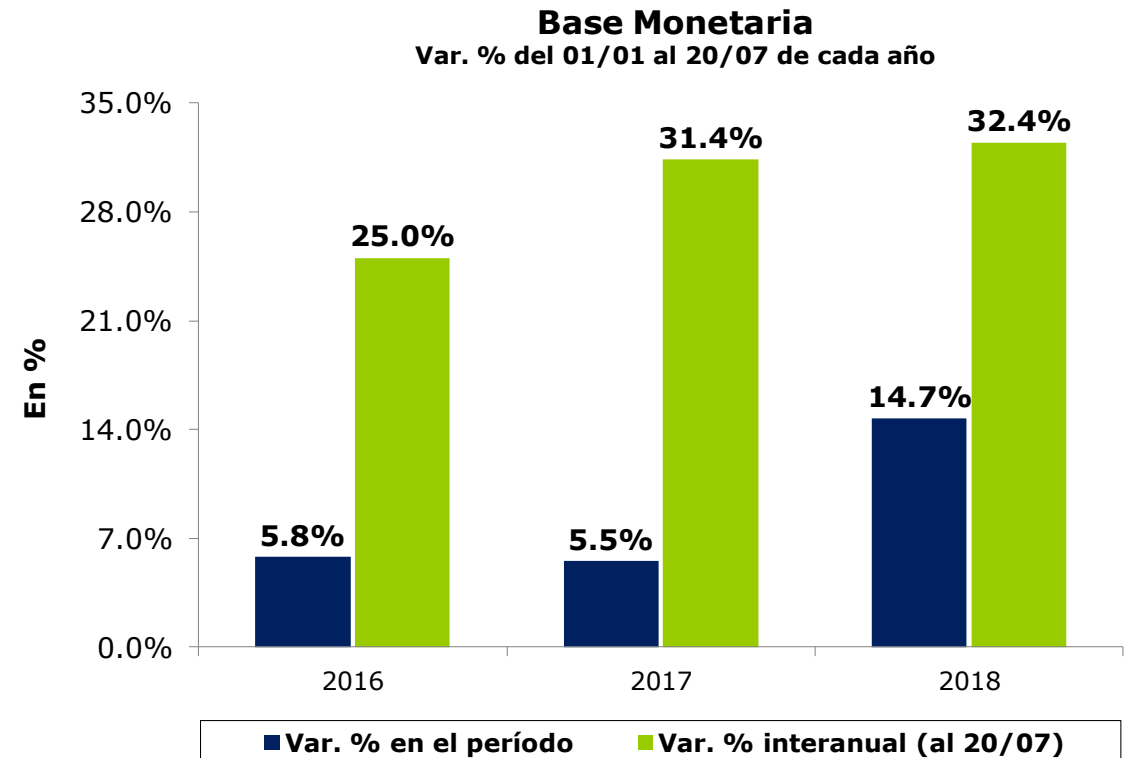


Pero por el momento, la política monetaria sigue sin estar en línea con la necesidad de desinflar



Fuente: BCRA

*Datos al 20/07



Fuente: BCRA

A partir de ahora, lo más importante es desinflar expectativas de inflación y reducir dudas e incertidumbre

UN CORRECTO MANEJO DE LAS EXPECTATIVAS ES FUNDAMENTAL

**HASTA DICIEMBRE, LA MARCHA DE LOS FUNDAMENTALS NO PERMITÍA
SER OPTIMISTA,
PERO LOS TITULARES VENDÍAN OTRA COSA (“LO PEOR YA PASÓ”)**

**A PARTIR DE AHORA, ES PROBABLE UNA MEJORA PAULATINA DE LOS
FUNDAMENTALS,
PERO LOS TITULARES SERÁN MALOS**

**PODRÁ EL GOBIERNO MANEJAR EXPECTATIVAS
Y ARMAR UN RELATO ATRACTIVO EN CONDICIONES DE ADVERSIDAD?**

Lo que hay que evitar: “Ya sabemos cómo termina esto”



USTED →
ESTA AQUI

5. Síntesis y conclusiones.

La gobernabilidad será puesta a prueba

- LA RESPUESTA DEL GOBIERNO FRENTE A LA CRISIS DE CONFIANZA FUE ERRÁTICA, PERO HA SIDO LA CORRECTA.
- PARA TENER EN CUENTA: EL QUE FRENÓ LA CRISIS FUE EL PRESIDENTE. COMPROMETIÓ MUCHO DE SU CAPITAL POLITICO Y ESO ES RIESGOSO
- EL EFECTO SOBRE LA CREDIBILIDAD SERÁ DURADERO.
- LA COMBINACIÓN FMI-AJUSTE-INFLACIÓN ALTA-CAÍDA DEL PODER ADQUISITIVO DEL SALARIO, AFECTARÁ LA PERCEPCIÓN DE GOBERNABILIDAD
- LA INCERTIDUMBRE POLÍTICA SERÁ ELEVADA. PUEDE HABER UN “IN-CRESCENDO” A MEDIDA QUE SE APROXIME EL AÑO ELECTORAL
- EL PROGRAMA SEGUIRÁ EXPUESTO A ESTE TIPO DE COYUNTURAS CRÍTICAS