

30° DESAYUNO PROPYMES

MacroView S.A.

Buenos Aires, 21 de marzo de 2019

HOJA DE RUTA

- A. Doble objetivo del plan de emergencia con el FMI: modestos pero fundamentales**
- B. El Plan Picapiedras Reforzado**
- C. La elección presidencial**

A. DOBLE OBJETIVO DEL PLAN DE EMERGENCIA CON EL FMI: MODESTOS PERO FUNDAMENTALES

*Transitar el año que queda hasta la elección presidencial sin nuevas
disrupciones cambiarias y financieras;*

- Es un **esquema de emergencia** que apuesta a una **restricción monetaria extrema** y a llegar como sea a **cero déficit fiscal primario** en pos de **abortar** cualquier **espiral** tipo de cambio-precios-salarios y **evitar** un evento de **default**. **Tipo de cambio flotante con bandas "psicológicas"**.
- **No está hecho para terminar o resolver problemas abiertos heredados en 2015** (a pesar que en la letra chica del Acuerdo hay intenciones a futuro).

Mantener a Cambiemos en la carrera electoral por la reelección.

- El ajuste del punto A tiene el **desafío de no sacar al oficialismo de la posibilidad de reelección** (más allá que su único mecanismo es evitar una disrupción financiera).

Clave: el financiamiento del paquete con el FMI para no defaultear

B. EL PLAN PICAPIEDRAS REFORZADO

I) Para tomar sentido de ubicación (bajo el paraguas del FMI)

	Devenir del Programa económico	OBJETIVOS		
		Mercado cambiario y dólar	Deuda y fisco	Inflación
✓	EN LA EMERGENCIA Plan Picapiedras bombero puro	Frenar la hemorragia	Evitar el default	Parar la espiral inflacionaria
?	UN POCO MÁS ALLÁ (durante 2019) Plan Picapiedras reforzado	Flotación "libre" sin saltos pronunciados	Tender a cero déficit fiscal primario Armar colchón financiero para la caja fiscal 2020	Bajar la inflación. Que empiecen a aparecer algunos meses de 1 y pico% mensual
Lejos	Desafíos 2020.... El Plan Picapiedras a secas es "incontinuable" ¿Cuál será el próximo Plan?	"Acostumbrarse" a flotar de la mano del FMI (con bajo "pass-through" a precios).	Tender a superávit primario para los intereses para hacer sostenible lo que parece insostenible (la deuda)	Primero bajar a 20 para luego tender a un dígito anual (aunque sea alto) de inflación (a la uruguaya)
			¿O qué?	
		¿Controles?	¿Patear el tablero?	¿Tirar la toalla?

LA PARADOJA: el Plan Picapiedras del FMI 2020-... es **tan incontinuable como imprescindible seguir con el apoyo financiero del FMI. Plan superador o retroceso.**

ESTABILIZACIÓN FINANCIERA VERSUS REANIMACIÓN ECONÓMICA

- El Plan Picapiedras está concebido **para estabilizar** la macro financiera, **no para reanimar** la actividad.

El modelo del FMI

Cronología de mediano plazo del “Manual del FMI” (2018-2021): 1) estabilizar; **2)** emprender reformas estructurales y resolver la cuestión de la (¿in?) sostenibilidad de la deuda; **3)** iniciar un lento proceso de crecimiento económico sustentable

- **El Plan Picapiedras Reforzado** (un BCRA súper duro con emisión “ahora sí cero”, sin estacionalidades permitidas) **refuerza** el intento estabilizador y **aleja** la reanimación de la economía.
- Este año estará el rebote de la **cosecha** pero seguirá la mochila de la **pesadísima actividad “en las ciudades”**.
 - Los **pulmones urbanos (industria, construcción, comercio)** están cayendo a un ritmo porcentual de dos dígitos anuales y pueden no repuntar a lo largo de todo el año.

El mejor escenario para 2019 era que el PBI dibuje una especie de **letra “J”** invertida. Pero no puede descartarse que la actividad no termine de arrancar y se quede (y se vote) en una **letra “L”**.

II) LOS TRES MANDAMIENTOS DEL PLAN PICAPIEDRAS

1. No malgastarás las reservas del BCRA (que tiene pocas) (flotación cambiaria casi pura)

- ⇒ Si sube la **demanda** de dólares, **que suba el tipo de cambio**.
- ⇒ El BCRA no cuenta con reservas para "intervenir en serio". El Tesoro venderá dólares ("sobrantes" del paquete con el Fondo) para "fines presupuestarios" (no cambiarios).
- ⇒ El tipo de cambio **no es ancla** nominal del programa.

2. No emitirás: anulando el financiamiento del BCRA al Tesoro

- ⇒ Los intereses de las Leliq se pagarán con más Leliq.
- ⇒ **Única fuente de emisión "permitida"**: las compras de dólares en el mercado (acotadas) si el tipo de cambio perfora el piso de la banda.
- ⇒ Regla de emisión "casi cero" como principal freno antiinflacionario de corto plazo.

3. No gastarás más de lo que se recauda

- ⇒ El FMI puede ser algo permisivo frente a problemas en la recaudación o antes subas transitorias de gasto público. **Cero tolerancia a subas permanentes de gasto.**

PRIMER MANDAMIENTO: NO MALGASTARÁS RESERVAS

Cuantificando las reservas de un BCRA con bajo poder de intervención

STOCK DE RESERVAS

US\$ M	dic-17	feb-19
1) RESERVAS BRUTAS	55.055	68.015
2) Pasivos en dólares del BCRA contabilizados como reservas	27.050	50.919
Depósitos de las entidades financieras	12.905	13.734
Operaciones de pases pasivos	12.032	22.982
<i>Banco de China</i>	10.753	19.400
<i>BIS</i>	0	2.500
<i>Otras operaciones de pase</i>	1.279	1.082
Depósitos del gobierno por desembolsos del FMI	0	11.193
<i>Para el fortalecimiento de las reservas</i>		7.346
<i>Remanente del desembolso al Tesoro</i>		3.847
Otros depósitos del Gobierno	1.949	2.500
Otras obligaciones en moneda extranjera	164	510
3) RESERVAS NETAS (1-2)	28.005	17.096

(*): Hasta febrero 2019 el FMI desembolsó US\$ 28.500 M. De este total quedan US\$ 11,2 MM de los cuales US\$ 7,3 MM son para el fortalecimiento de las reservas (no se pueden usar para pagar deuda salvo al momento de devolver los fondos al FMI).

FACTORES DE VARIACIÓN DE LAS RESERVAS BRUTAS

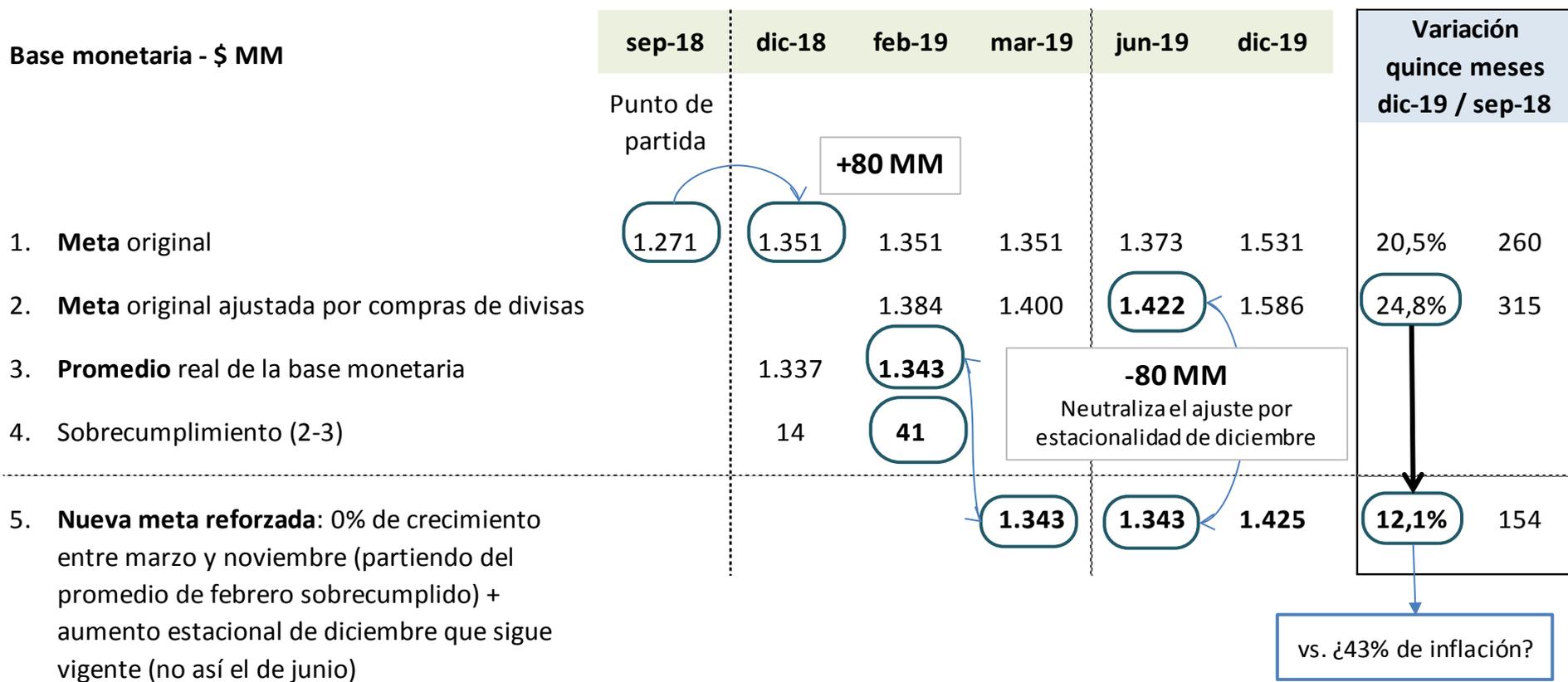
(feb-19 / dic-17) US\$ M	
Variación total	12.960
Por aumento de pasivos:	23.869
✓ Operaciones de pase (BIS y China)	10.950
✓ Desembolsos del FMI	11.193
<i>Total desembolsado</i>	28.500
<i>Usos para pagos de deuda</i>	-17.307
✓ Depósitos de las entidades financieras	829
✓ Otros neto	897
Por operaciones propias del BCRA	-10.909
✓ Ventas de dólares en el mercado cambiario	-14.990
<i>Compras (ene-feb 19)</i>	978
<i>Ventas (mar-sep 18)</i>	-15.968
✓ Compras netas de dólares al Tesoro (provenientes de colocaciones en ME)	1.707
✓ Cobro intereses Bonar*	1.575
✓ Diferencias de cotización y otros neto	799

(*): Bonos recibidos por canje parcial de letras intransferibles

Con este bajo nivel de reservas propias (netas), es inviable que el BCRA se lance a influir en el valor del dólar.

SEGUNDO MANDAMIENTO: UN NO EMITIRÁS REFORZADO

Base monetaria - \$ MM



En caso en que el tipo de cambio perforase el piso móvil de la banda y el BCRA optara por comprar dólares la meta se ajustaría al alza por el equivalente de los pesos emitidos.

A partir del apretón monetario reforzado, la expansión monetaria que iba camino a crecer por lo menos 25% anual, lo terminará haciendo a la mitad: 12%.

Para volver a la expansión monetaria original (ajustada por compra de divisas), el BCRA debería comprar entre abril y junio US\$ 2 mil M y US\$ 2 mil M adicionales en el segundo semestre.

TERCER MANDAMIENTO: NO GASTARÁS MÁS DE LO QUE SE RECAUDA

2018 como punto de partida de 2019: lo licuado, licuado está (y no se puede recuperar)

\$ MM	Acumulado anual		Variación anual
	2017	2018	%
Ingresos	1.998	2.601	30%
Tributarios + Seguridad Social	1.845	2.317	26%
Rentas de la propiedad	71	175	146%
Otros	82	109	33%
Gasto primario	2.402	2.940	22%
Prestaciones sociales **	1.305	1.665	28%
<i>Jubilaciones y pensiones</i>	1.023	1.292	26%
<i>Asignaciones y planes sociales</i>	282	373	32%
Subsidios	226	281	24%
<i>Energía</i>	126	178	42%
<i>Transporte</i>	90	102	13%
<i>Otros</i>	10	1	-90%
Sueldos	333	401	20%
Bienes y servicios	105	135	29%
Transferencias corrientes a provincias	83	79	-4%
Gastos de capital	208	210	1%
Otros	144	168	17%
Déficit primario	404	339	-16%
% PBI	-3,8	-2,4	
Programa de Inversiones Prioritarias (PIP)		35	
Déficit primario META FMI		374	-2,7% PBI

**Versus inflación
2018: 47,5%**

(*) La recaudación del AFIP (previo a la coparticipación con las provincias) da una variación acumulada de 31% anual

(**) Jubilaciones y pensiones, asignaciones familiares (incluyendo AUH), PAMI y otros planes sociales

Fuente: MacroView S.A. en base a Ministerio de Hacienda

C. LA ELECCIÓN PRESIDENCIAL

BALANCE ECONÓMICO PURO, A SECAS, DEL CUATRIENIO 2016-2019 Y DESAFÍO ELECTORAL PARA 2019 "SIN UNA DISRUPCIÓN FINANCIERA FATAL EN EL MEDIO"

- Cuatrienio Cambiemos versus cuatrienio Cristina Fernández: peores resultados

	2012-2015					2016-2019						
	2012	2013	2014	2015	Acumulación cuatrienio	2016	2017	2018	2019 (p)	Acumulación cuatrienio		
											Realidad	Planillas CEOs*
PBI (Var %)	-1,0	2,4	-2,5	2,7	1,5	-1,8	2,9	-2,6	-1,5	-3,0	11,4	
Inflación (%)	25,2	26,7	40,5	26,3	182	37,7	24,8	47,6	29,0	227	68,9	

Fuente: Macroview S.A. en base a INDEC

* 2016	2017	2018	2019	Acumulado	
PBI (Var %)	0,5	3,5	3,5	3,5	11,4
Inflación (%)	25,0	17,0	10,0	5,0	68,9

El flojo balance macroeconómico **VERSUS** el acierto en el rumbo de largo plazo (inserción en el mundo, G-20, salida de los cepos, arreglo con holdouts, desregulaciones en los mercados, correcciones de precios relativos, etc.), **deja abierto un enorme desafío respecto a la contienda presidencial 2019.**