

## Se va la segunda

El anuncio de un nuevo acuerdo con el FMI realizado en la Embajada Argentina en Washington con la presencia de Christine Lagarde demostró el compromiso personal asumido para que el *Stand-By* reforzado (desembolsos de USD 57.100 M durante tres años) llegue a buen puerto.

La perla de su presencia en la conferencia de prensa fue cuando respondió dos preguntas de periodistas. La primera fue sobre el margen de intervención del BCRA en el mercado cambiario. La Presidenta del FMI defendió la postura clásica del Fondo de un régimen de flotación cambiaria sin intervención, aclarando que sólo en caso de un "*extreme overshooting*" del tipo de cambio el BCRA podría vender reservas (y en forma limitada).

La segunda pregunta fue sobre las diferencias entre este acuerdo y el anterior, que no logró recomponer la confianza de los mercados (inversores). La respuesta enfatizó que este es el mayor *Stand-By* acordado con Argentina, que se adelantaron para lo que resta de este año y para 2019 casi USD 19.000 M y que los desembolsos no serán precautorios sino que se harán efectivos (aprobadas las revisiones del programa los fondos se acreditarán automáticamente). Además, aclaró que como contrapartida nuestro país se compromete a acelerar el ajuste (equilibrio primario en 2019) para reducir rápidamente las necesidades fiscales.

Si las autoridades económicas argentinas logran cumplir las metas fiscales comprometidas, las dudas sobre el repago de los bonos soberanos se van a reducir considerablemente. El *Stand-By* garantiza hasta fines de 2019 los fondos para cancelar los servicios de la deuda pública sin necesidad de colocar nuevos títulos en el mercado financiero internacional. Asimismo, reduce considerablemente las necesidades fiscales de 2020, ya que ese año el Sector Público Nacional alcanzaría un superávit primario de 1% del PBI, compensando los menores fondos a acreditarse en los últimos 18 meses del acuerdo *Stand-By*.

Por el lado cambiario, se confirmó un esquema de bandas anchas y móviles de libre flotación. El piso de la banda para septiembre es 34 ARS/USD y el techo 44 ARS/USD y estos límites se ajustarán al 3% mensual hasta fin de 2018 (en línea con la inflación prevista) para no perder la competitividad externa ganada. La sorpresa fue que el compromiso a la hora de defender los extremos de las bandas no ha sido totalmente contundente. En caso de que el tipo de cambio superase el techo, el BCRA podría vender hasta USD 150 M diarios (contrayendo la base monetaria en el camino). Mientras que si el dólar perforase el piso establecido, la autoridad monetaria podría comprar reservas y no estaría forzado a esterilizar completamente la emisión correspondiente a dicha operación.

Pese a que en Argentina es clave mostrar poder de fuego (intervención) para frenar dinámicas disruptivas en el mercado cambiario (el ex presidente del BCRA Luis Caputo lo demostró en las últimas semanas de septiembre), el FMI apenas flexibilizó su doctrina. En la práctica se terminó aprobando un esquema llamativamente híbrido, que acota la posibilidad de vender reservas y anula cualquier tipo de intervención discrecional. Lamentablemente, esto debilita la fuerza del Central a la hora de frenar una corrida cambiaria.

Sin embargo, lo más novedoso de los anuncios provino por el lado de la política monetaria y la lucha contra la inflación: las autoridades sustituyeron el esquema de metas por un compromiso de estabilidad nominal de la base monetaria hasta junio de 2019. Esto significa que el BCRA va a convalidar la tasa de interés que demande el mercado local para esterilizar (vía LELIQ) los Pesos necesarios para contener la base monetaria.

En la práctica, esto significa profundizar el *shock* monetario que implementó el Banco Central a fines de agosto producto del abrupto salto cambiario. De hecho, el flamante Presidente del BCRA, Guido Sandleris, ratificó que la tasa de LELIQ no podrá bajar del 60% anual antes de fin de año, señalando que el sesgo contractivo de la política monetaria será mayor o igual al previamente existente.

Apelar a esta ancla nominal va a ayudar a contener las expectativas de inflación y los reclamos salariales (por la recesión y el miedo a perder el empleo). Sin embargo, implica asumir un mayor riesgo de ruptura de cadena de pagos e incobrabilidad de los préstamos bancarios. De hecho, este "apretón monetario" intensifica los problemas del sistema financiero local, dejando a las empresas muy endeudadas (especialmente PyMEs) al borde de la quiebra.

Justamente, el talón de Aquiles del nuevo programa con el FMI es el impacto del shock (ajuste) fiscal y monetario sobre el nivel de actividad. En lo inmediato, la recesión se va a profundizar y extender, lo cual incrementará la pérdida de recaudación por menor actividad y mayor evasión (antes de cerrar, las firmas buscarán financiarse con el fisco y en el extremo, eludirlo).

Además, la creciente tensión social demandará mayores recursos políticos de un gobierno con menor apoyo de la ciudadanía. El Ejecutivo puede aumentar partidas presupuestarias para garantizar la gobernabilidad, pero esto complicaría el cumplimiento del acuerdo con el FMI entrando en un círculo vicioso.

En síntesis, el nuevo acuerdo diluye las dudas de los acreedores externos, brinda mayor estabilidad cambiaria (incrementa la disponibilidad de divisas y busca preservar un tipo de cambio real competitivo) a costa de un mayor deterioro del frente interno: más recesión y desempleo, y creciente riesgo de ruptura de la cadena de pagos e incobrabilidad de préstamos en el corto plazo.

Si el Ejecutivo logra atravesar los próximos meses, que estarán signados por un fuerte deterioro de los indicadores socioeconómicos, a mediados de 2019 podrá afirmar que lo peor ya pasó. No hay que menospreciar el desafío político: la caída del salario formal será superior a un dígito si no hay reapertura de paritarias antes de fin de año.

## Salario Real Histórico

-Var. Interanual-



Fuente: Ecolatina en base a INDEC y estimaciones propias