



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

***“Plan B: Hacia un
Acuerdo con un “FMI
Progresista” para evitar
un nuevo default”***

Por Mario Brodersohn

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Noviembre
2008**

38 1970 - 2008
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 - 9443

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso IV Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

PLAN B: HACIA UN ACUERDO CON UN “FMI PROGRESISTA” PARA EVITAR UN NUEVO DEFAULT

Por Mario Brodersohn¹

La estatización de las jubilaciones está concentrando la atención pública y política del país, pero también está soslayando, entendemos momentáneamente, el debate sobre otro tema que será mucho más inquietante en un futuro inmediato: ¿el Gobierno podrá pagar los vencimientos de deuda en el 2009? Plantear este interrogante conduce a evaluar si la Argentina va en camino hacia un nuevo default de su deuda.

La probabilidad de un default de la deuda ya forma parte del comportamiento actual del mercado de capitales doméstico e internacional, tal como lo refleja la significativa caída en la cotización de los títulos públicos argentinos en el mes de octubre. Esos títulos tienen precios que suponen el default de la deuda.

El caso más elocuente y representativo de esta realidad es el BONAR V. Este título es en dólares a cinco años, emitidos hace poco más de dos años por el Gobierno nacional (28 de marzo del 2006), por 1.500 millones de dólares con una tasa de interés fija del 7% anual. A su vencimiento el 28 de marzo del 2011 se cancela en un sólo pago la deuda total. La tasa interna de retorno de este título, o sea la tasa de interés que surge luego de la caída en sus precios, es del 80% anual, es decir, el que ahora compra este bono tendrá una rentabilidad del 80% anual en dólares

hasta 28 de marzo del 2011. Sin embargo, los compradores brillan por su ausencia.

Hasta ahora el Gobierno ha insistido que la crisis internacional no afectó al país. La caída en los precios internacionales de nuestros productos de exportación puso de relieve que no nos podemos hacer los distraídos con lo que sucede en el resto del mundo. Es importante recalcar que los errores cometidos por el Gobierno en los últimos años han multiplicado el impacto de la crisis internacional sobre el comportamiento futuro de la economía argentina.

EN EL 2008 AL GOBIERNO LE SOBРАН PESOS

El superávit fiscal primario proyectado para el 2008 se estima en 36.500 millones de pesos y hay vencimientos de servicios de deuda en pesos por 16.500 millones de pesos (Cuadro N1). En consecuencia le sobran 20.000 millones de pesos, que convertidos a dólares ascienden a 6.500 millones de dólares. Los servicios de la deuda en dólares suman 8.600 millones de dólares. Al gobierno no le quedó otra alternativa que colocar títulos públicos en Venezuela por 2.000 millones de dólares. De esta forma, el gobierno logró cerrar sus cuentas en pesos y en dólares en el 2008.

¹ E-mail: mbrodersohn@econometrica.com.ar

Pero los pesos que tiene a su disposición el Gobierno no terminan en el superávit fiscal. El Gobierno cuenta, además, con pesos depositados en el Sistema Financiero que al 30 de septiembre suman 62.400 millones de pesos, de los cuales 40.000 millones de pesos son del Gobierno Nacional y entidades oficiales como el ANSES. El saldo restante es de los gobiernos provinciales.

¿HACE FALTA ESTATIZAR LAS JUBILACIONES PARA TENER MÁS CAJA EN EL 2009?

Para el 2009 estimamos un superávit fiscal primario de 54.000 millones de pesos, magnitud que incluye los 15.000 millones de las AFJP, y tiene que pagar servicios de intereses y capital en pesos por 30.700 millones de pesos. Por lo tanto, la suma del superávit primario más los depósitos en el Banco Nación claramente exceden los vencimientos de intereses y de capital en pesos en el 2009.

Frente a esta realidad, nos preguntamos cuál fue el propósito y la urgencia de Néstor Kirchner para adoptar una medida tan extrema como estatizar el sistema jubilatorio para tener más pesos. ¿Para qué quiere el Gobierno apropiarse de los 15.000 millones de pesos anuales de aportes a las AFJP cuando lo que le sobran son pesos?

Los números presentados hasta aquí no toman en cuenta que en el 2009 la mitad de los servicios de la deuda están en pesos y la otra mitad en dólares. El problema de fondo en el 2009 no son los pesos sino cómo conseguir los dólares necesarios para hacer frente a los servicios de deuda en dólares.

Tener pesos en el 2009 para comprar dólares no alcanza por los siguientes motivos:

- En el 2009 desaparece por completo el superávit comercial externo, que en el 2008 sería de 14.600 millones de dólares, debido a la caída en los precios internacionales de los productos de exportación. Para obtener los dólares el gobierno tiene dos alternativas:
- conseguir que le presten dólares, o
- utilizar los pesos sobrantes para comprarle al Banco Central los dólares necesarios, lo cual implica reducir las reservas internacionales

Respecto a la primera alternativa, lamentablemente, la Argentina tiene cerrado el acceso a colocar deuda en los mercados financieros internacionales.

Tampoco podemos recurrir a Venezuela como lo hemos hecho desde el 2005 por 7.300 millones de dólares. La última operación con Venezuela fue un BODEN 2015 por u\$s1.000 millones. Esta operación provocó delicadas controversias políticas porque se hizo a una tasa de interés levemente superior al 15% anual. En la actualidad si quisiera repetir la misma operación la tasa de interés de ese mismo título público ascendería al 44 % anual. Claramente, desde el punto de vista político y económico la opción con Venezuela es inviable.

La última alternativa es tratar de “raspar en la olla” para encontrar dólares. Es lo que efectivamente está haciendo Kirchner con las AFJP. Les

esta pidiendo que en tres días vendan sus tenencias de acciones en el exterior. Las AFJP venden los dólares recibidos al Banco Central y luego invierten los pesos obtenidos a plazo fijo en el sistema bancario. Este operativo empezó meses atrás y ahora sólo queda un remanente en las AFJP de 450 millones de dólares. La reciente decisión Griesa “congeló” esta alternativa.

En consecuencia, desaparecido el superávit comercial externo y sin acceso al mercado financiero internacional, la única alternativa que le queda al gobierno en el 2009 es utilizar el exceso de pesos para comprarle dólares al Banco Central. Esta alternativa implica, obviamente, achicar las reservas internacionales.

En suma, los gobiernos siempre tienen acceso a pesos para pagar su deuda en pesos. Pueden hacerlo con prudencia cuando tienen superávit fiscal o con más inflación cuando recurren a la emisión monetaria. La crisis sobreviene cuando tiene pesos pero no tiene forma de acceder a los dólares necesarios para pagar la deuda en dólares.

Este fue el caso con el final de la tablita cambiaria de Martínez de Hoz que nos condujo al default de la deuda en 1982 luego que Sigaut declarase que “*el que apuesta al dólar pierde*” o con la convertibilidad que terminó con el default en el 2002 a pesar de los anuncios de Cavallo de un déficit fiscal cero. En todos estos casos había pesos pero no dólares.

EN EL 2009 VAN A FALTAR DÓLARES

¿Por qué sostenemos que en el 2009 van a faltar dólares? Como ya lo señalamos más arriba, en el 2009 la caída en los precios internacionales de nuestros productos de exportación conduce a que desaparezca en su totalidad el superávit comercial externo de 14.600 millones alcanzado en el 2008. Además, y volvemos a reiterar, la Argentina tiene cerrado el acceso al mercado financiero internacional.

Por lo tanto, sin superávit externo y sin acceso al mercado financiero, el Banco Central pasa a ser la única fuente proveedora de dólares para pagar los vencimientos de deuda en el 2009 y la demanda de dólares de los que prefieren atesorar dólares en lugar de pesos.

En el 2009 los vencimientos de deuda por intereses y capital suman 8.200 millones de dólares. Si suponemos, con un criterio optimista, que la fuga de capitales en el 2009 se contrae a la mitad de la del 2008, esto es, alrededor de 8.000 millones, la caída en las reservas del Banco Central sería de 16.200 millones de dólares.

Esta es la realidad que se prevé para el 2009. Frente a ella, tarde o temprano, el Banco Central va a tener que optar entre estas las dos siguientes opciones que los gobiernos jamás quieren enfrentar.

- Una alternativa es seguir devaluando gradualmente el dólar, defendiendo esta política con la venta de dólares por el Banco Central. Es la que está implementando en la actualidad el Banco Central. Esta alternativa no se sostiene en el tiempo porque corremos el riesgo que rápidamente el Banco Central se quede sin un sólo dólar. La historia argentina nos enseña que el gradualismo en la devaluación en un

contexto de pérdida total de credibilidad acelera la fuga de capitales. Además, en cuanto los operadores económicos vean que se registró una caída importante en las reservas del Banco Central aceleran sus decisiones de comprar más dólares. La otra consecuencia grave de este gradualismo es que conduce a una profunda recesión económica. En efecto, la gente para comprar dólares tiene que retirar sus depósitos en pesos de los bancos. Ello conduce a una contracción en los préstamos bancarios y a un fuerte aumento en la tasa de interés.

- La otra alternativa es que en algún momento Kirchner, viendo que desaparecen las reservas del Banco Central, se atrinchere en los pocos dólares que le quedan, decida no vender más dólares y dejar que el dólar se escape. Esta es una opción de shock devaluatorio con todas sus consecuencias sobre inflación, recesión, desocupación, déficit fiscal.

Vale advertir que tanto la alternativa de gradualismo como de shock en la política cambiaría no cambia la realidad de enfrentarse a la restricción externa que genera la falta de un flujo positivo de dólares a la economía. Ambos caminos buscan restablecer el equilibrio externo a costa de desequilibrar el mercado doméstico en términos de recesión, desempleo, etc.

Este dilema no es más que el clásico modelo histórico argentino de “*stop and go*” en el que los gobiernos caen cuando no tienen otra alternativa que enfrentar las consecuencias de una restricción externa. El “*go*” fue la expansión sostenida en torno al 9% anual de los últimos cinco años con

elevado superávit externo y el “*stop*” es el que se anticipa empieza a jugar en el 2009 con la caída en las reservas internacionales.

También el gobierno puede intentar un camino intermedio. Podría comenzar con imponer controles no sólo sobre las importaciones, sino también sobre el mercado de cambios para frenar la salida de capitales al exterior y luego complementarla con la creación de un doble mercado: un dólar comercial más bajo para las exportaciones e importaciones y un dólar financiero que flote libremente para la salida de capitales financieros. Esta alternativa ya se intentó varias veces en nuestro país y siempre tuvo una vigencia efímera porque estimula la subfacturación exportadora y la sobre facturación importadora y a través de estos mecanismos el Banco Central termina financiando con sus reservas salidas de capital encubiertas.

En algún momento no lejano se vuelven a unificar estos dos mercados, sobre todo si partimos con retenciones del 35% a las exportaciones de soja. La distancia entre el dólar financiero y el dólar exportador sería tan grande que desencadenaría serios conflictos políticos. Pero, aún con todas estas falencias, no descartamos que el Gobierno intente esta alternativa porque le permitiría desarrollar un discurso atractivo contra la especulación financiera.

EL TRIUNFO ELECTORAL DE OBAMA LE PERMITE A LA ARGENTINA ARGUMENTAR QUE HABRÁ UN “FMI PROGRESISTA”

En el pasado cuando la Argentina enfrentaba estas crueles opciones optaba por acordar con el FMI para obtener financiamiento externo. Esta posibilidad ya fue sugerida por Juan Sommer en nuestro informe mensual de octubre².

Frente a estos desafíos futuros el Gobierno tratará de encontrar aquellos argumentos políticos que le permitan justificar un acuerdo con el FMI. La aparición de una figura tan atractiva en los Estados Unidos, como es la de Obama, le va a permitir a los Kirchner sostener que está negociando con un organismo “*progresista*” que difiere claramente de sus políticas del pasado.

Más aún, la decisión de los centros financieros internacionales de intervenir y regular los mercados financieros permite asociar esos cambios con una nueva visión del FMI.

No descartamos que el gobierno se auto asigne el merito que su conducta frente al FMI, también, contribuyo a definir su “nuevo” rol en el concierto internacional.

Todo ello facilitaría el discurso progresista del gobierno para hacer más digerible un nuevo acuerdo con el FMI.

Pero se trata sólo de un “*discurso progresista*” para justificar un paso tan contradictorio con su historia pasada. Desde el punto de vista económico-político un acuerdo con el FMI no será una tarea nada fácil de digerir porque habrá que corregir las distorsiones que se fueron acumulando en los últimos años.

² Ver Informe Mensual: “*El Impacto de la Crisis Económica Financiera Actual*” por Juan Sommer. Econométrica S.A, Octubre 2008

Es muy posible que el FMI frente a un país con importantes fugas de capitales plantee medidas orientadas a mejorar la credibilidad en el gobierno argentino. Así planteara medidas como solucionar la deuda todavía en default, que el Banco Central no siga defendiendo con sus reservas el tipo de cambio y deje flotar libremente el peso en relación con el dólar, mejorar la credibilidad del INDEC y del Índice de Costo de Vida, eliminar los subsidios que se dan en energía y transporte.

Estas medidas conducirían en una primera etapa a más inflación, más recesión, más desempleo, caída del salario real, regresividad distributiva. El FMI simplemente argumentaría que es el precio que hay que pagar en el corto plazo para salir de la crisis y corregir las distorsiones acumuladas pero tendrían la ventaja que en el largo plazo estaríamos creando las condiciones para un crecimiento sólido y sostenido sin inflación.

Obviamente, son temas nada fáciles de digerir en plena campaña electoral. ¿Se animara el gobierno a negociar con el FMI antes de las elecciones? Se suele afirmar que en un contexto de crisis financiera desaparecen las ideologías. El ejemplo mas reciente es Bush. Una parte de los 700.000 millones aprobados por el Congreso se canalizaron como aportes de capital a bancos comerciales.

CONCLUSION: EVALUACIÓN DE LA GESTIÓN DE NÉSTOR KIRCHNER COMO MINISTRO DE ECONOMÍA

- Néstor Kirchner entiende que ha sido un Ministro de Economía exitoso.

Crecimiento del 9% anual, superávit gemelos no observados por largos periodos de nuestra historia, emancipación del FMI son sus trofeos. Sin embargo, la crisis actual y la que se anticipa para el 2009 constituyen una importante advertencia sobre las bondades de la estrategia seguida hasta ahora.

- Las críticas más fuertes a la gestión de Kirchner como Ministro de Economía giran en torno al proceso de toma de decisiones y actitudes sectarias o caprichosas que adquirieron su máxima expresión en el conflicto con el campo y más recientemente con la urgencia en estatizar las jubilaciones sin evaluar previamente los riesgos potenciales de una decisión del Juez Griesa.
- ***Pero si tuviésemos que elegir un tema en donde aflora en toda su magnitud las falencias de Kirchner como Ministro de Economía es su hipótesis macroeconómica que con el aumento en la caja que le da la estatización de las jubilaciones va a ser posible evitar el default de la deuda en el 2009. Este es un diagnostico equivocado.***
- ¿Que es lo que no toma en cuenta Kirchner en su análisis macroeconómico? Que para evitar el default de la deuda no alcanza con tener más pesos, se requiere además conseguir más dólares.
- En el 2009 la mitad de los vencimientos son en pesos y la otra mitad en dólares. Los pagos en dólares suman 8.200 millones.
- Además, la crisis internacional, el conflicto con el campo y la

estatización de las jubilaciones provocaron en estos últimos meses un notable cambio de expectativas: creció la demanda para atesorar dólares. Entre los seis meses que van de abril a setiembre del 2008 la fuga de capitales privados fue de 14.200 millones de dólares (Cuadro N° 2).

- Frente a esta demanda de dólares Kirchner ya no contara en el 2009 con el superávit comercial externo del 2008. Además, tiene cerrado todo acceso al mercado financiero internacional. Por lo tanto, la demanda de dólares en el 2009 va a tener que ser satisfecha con las reservas del Banco Central.
- Si sumamos a los servicios de deuda por 8.200 millones una salida de capitales en el 2009, que piadosamente suponemos sea la mitad del total estimado para el 2008, tendríamos una perdida en las reservas del Banco Central de 16.200 millones de dólares.
- ***Enfrentado con esta realidad Kirchner, en algún momento del 2009 va a tener que optar entre seguir perdiendo reservas defendiendo el ajuste gradual del tipo de cambio o dejar de vender dólares y que el peso flote libremente. En el pasado cuando los gobiernos enfrentaron esa difícil opción, comenzaron con el control de importaciones y de cambios. Finalmente, recurrieron a un acuerdo con el FMI a fin de obtener financiamiento externo y evitar el “default” de la deuda.***
- ***La elección de Obama como Presidente de los Estados Unidos puede facilitarle a Kirchner***

*argumentos para sostener que esta
negociando con un “FMI
progresista”*

- Pero la realidad se va a imponer sobre las fantasías. El FMI planteara temas difíciles de digerir políticamente.
- Nos esperan tiempos delicados. Ellos tendrán lugar en el 2009 antes de las elecciones.

Cuadro N 1

Programa Financiero 2007 2009

Necesidad financieras medidas en millones de dólares

en millones de dólares

en % del PBI

	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
1. Ingresos en Pesos*	6.192	11.691	14.345	6,2	11,7	14,3	2,4	3,4	4,0
Superavi Primario	5.732	11.423	14.345	5,7	11,4	14,3	2,2	3,4	3,9
Colocación deuda en \$	460	267	0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0
(-)									
2. Pagos en Pesos*	5.619	5.181	8.304	5,6	5,2	8,3	2,2	1,5	2,3
Inteses	1.581	1.990	2.364	1,6	2,0	2,4	0,6	0,6	0,7
Capital	4.038	3.191	5.939	4,0	3,2	5,9	1,5	0,9	1,6
(=)									
3. Resultado (3=1-2)	573	6.509	6.042	0,6	6,5	6,0	0,2	1,9	1,7
(+) Colocación deuda en u\$s	5.581	2.000	0	5,6	2,0	0,0	2,1	0,6	0,0
(+) Adelantos Transitorios	1.000	0	0	1,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
4. Total recursos en u\$s	7.154	8.509	6.042	7,2	8,5	6,0	2,7	2,5	1,7
(-)									
5. Pagos en u\$s	7.339	8.583	8.183	7,3	8,6	8,2	2,8	2,5	2,3
Inteses	3.352	3.756	4.922	3,4	3,8	4,9	1,3	1,1	1,4
Capital	3.987	4.827	3.261	4,0	4,8	3,3	1,5	1,4	0,9
(=)									
5. Aumento/Dis. de act. finan.	-185	-73	-2.141	-0,2	-0,1	-2,1	-0,1	0,0	-0,6

* La conversión de pesos a dólares se hizo con el tipo de cambio promedio del BCRA. Supuesto al 31/12/09: 4,20\$ por dólar

Fuente: Econométrica en base a Mecon

Cuadro N 2

Balance Cambiario del Sec. Privado

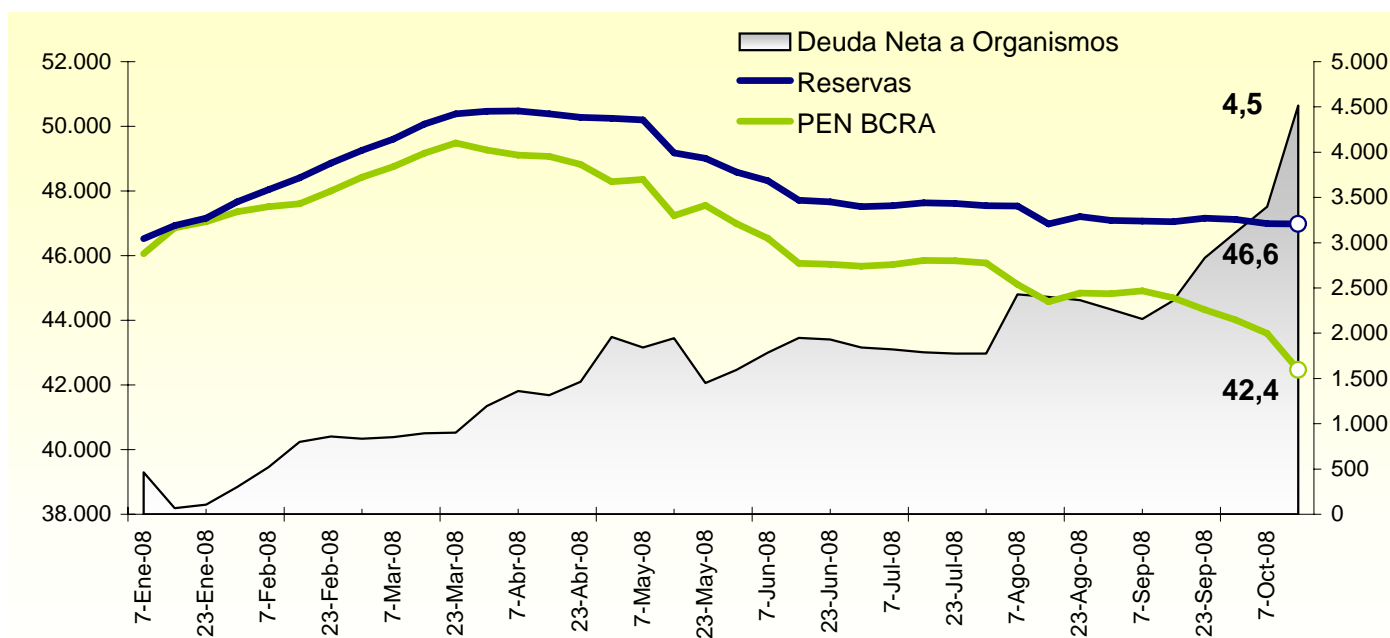
en millones de dólares

	2005					2006					2007					2008			
	I	II	III	IV	Acum	I	II	III	IV	Acum	I	II	III	IV	Acum	I	II	III	Acum.
1) Cuenta Corriente Sec. Priv.	2.647	4.408	2.370	1.679	11.104	2.591	3.902	2.683	2.923	12.099	3.013	4.469	2.916	3.509	13.908	3.853	4.697	5.167	13.718
a. Mercancía	3.037	4.804	2.745	2.103	12.689	2.746	4.625	3.064	2.868	13.303	3.268	5.182	3.057	3.937	15.444	4.040	5.826	5.494	15.360
Expo	8.103	10.963	9.209	8.646	36.921	8.905	11.753	10.590	11.084	42.332	11.206	13.930	13.749	14.573	53.457	14.570	17.915	19.143	51.628
Impo	5.066	6.159	6.464	6.543	24.232	6.159	7.128	7.526	8.216	29.029	7.938	8.748	10.692	10.636	38.014	10.529	12.089	13.649	36.268
b. Servicios	24	78	136	227	465	193	122	178	283	776	407	138	157	278	979	393	75	254	722
Ingresos	1.172	1.314	1.353	1.534	5.373	1.451	1.448	1.562	1.827	6.288	1.851	1.849	1.946	2.362	8.008	2.478	2.393	2.580	7.451
Egresos	1.147	1.236	1.217	1.307	4.908	1.258	1.326	1.384	1.543	5.512	1.444	1.711	1.789	2.084	7.029	2.085	2.318	2.326	6.729
c. Rentas	-504	-595	-646	-774	-2.519	-471	-980	-722	-388	-2.561	-841	-1.035	-618	-985	-3.479	-840	-1.476	-931	-3.247
Intereses	-219	-232	-514	-263	-1.228	-266	-430	-298	-427	-1.421	-341	-439	-298	-642	-1.720	-298	-543	-312	-1.152
Utilidades	-284	-363	-133	-511	-1.292	-205	-550	-424	39	-1.140	-500	-596	-320	-343	-1.759	-542	-933	-619	-2.094
d. Otras Operaciones Corrientes	89	121	136	123	470	123	135	162	159	580	180	185	321	279	965	259	272	351	882
2) Cta. Capital y Finan. Sec. Priv.	-157	766	1.888	194	2.691	403	-105	731	1.359	2.388	1.344	1.217	-3.118	-1.693	-2.251	252	-7.432	-6.491	-13.672
a. Formación Activos Externos	-159	386	1.335	-356	1.206	-692	-525	-810	-913	-2.939	0	-258	-5.246	-3.375	-8.880	-2.273	-8.374	-5.801	-16.449
Billetes	74	90	435	28	627	-93	-292	-409	-342	-1.136	-193	-882	-2999	-2245	-6.318	-816	-5312	-2780	-8.908
Otros activos ext.	-233	296	899	-383	579	-598	-233	-401	-571	-1.803	192	624	-2247	-1130	-2.562	-1458	-3062	-3021	-7.541
b. Préstamos financieros Netos	-663	-417	-473	311	-1.242	246	272	650	1.130	2.297	93	894	1.228	504	2.719	969	205	921	2.095
c. Inver. de no residentes en arg.	767	434	835	540	2.576	360	345	393	577	1.675	499	608	558	889	2.555	1.256	768	773	2.797
Real	206	292	422	532	1.451	286	345	399	473	1.504	462	598	547	886	2.494	1229	765	760	2.754
Portafolio	561	142	413	9	1.125	74	0	-6	104	171	37	10	11	3	60	27	3	13	43
d. Otros Neto (incluye PGC)	-102	363	192	-301	150	489	-197	498	565	1.354	752	-27	342	289	1.356	300	-31	-2.384	-2.115
3) Superávit Cambiario Sec. Priv. (1-2)	2.490	5.174	4.258	1.873	13.795	2.994	3.797	3.414	4.282	14.487	4.357	5.686	-202	1.816	11.657	4.105	-2.735	-1.324	46
En % del PBI					7,6%					6,8%					4,5%				
a. Compras Netas del BCRA	829	3.629	3.346	1.873	9.677	2.594	3.717	3.414	4.282	14.007	3.738	5.377	-202	1.561	10.474	2.596	-2.735	-1.324	-1.463
b. Compras Netas del Tesoro Nacional	1.661	1.545	912	0	4.118	400	80	0	0	480	619	309	0	255	1.183	1.509	0	0	1.509

Cuadro N 3

Reservas y Posición Externa Neta (PEN) del BCRA

en millones de u\$s - 2008 - Reservas y PEN (eje izquierdo), Deuda organismos (eje derecho)



Fuente: Estados Resumidos de Activo y Pasivo del BCRA, informe semanal. Ult. Información al 15/10/08