

INTENTANDO DOMAR LA TORMENTA PERFECTA

10 de MAYO de 2018

El gobierno se tuvo que enfrentar en los últimos días a los peores temores. Una crisis cambiaria afectó de manera plena a la economía argentina y debieron combinarse todas las herramientas posibles para tratar de atenuar el impacto. Los recientes anuncios deberán ir concretándose en las próximas semanas para tratar de recuperar la estabilidad cambiaria.

El gradualismo fiscal elegido implicaba un fuerte desafío, que consistía básicamente en lograr financiar el déficit necesario hasta lograr el equilibrio financiero (no primario). La decisión política fue clara, endeudamiento por sobre shock fiscal (ajuste de gasto o impuestos). El objetivo era evitar que las correcciones implicaran un efecto negativo directo sobre empleo y nivel de actividad. Esto generaba la mencionada dependencia de los mercados de capitales para financiar el déficit.

Los dos primeros años estos mercados respondieron sobre la base de conocer que el nivel de deuda pública en relación al PBI era (y sigue siendo) todavía bajo.

Pero en los últimos seis meses se fue formando la Tormenta Perfecta, que es una suma de factores internos y externos que terminaron llevando a la volatilidad cambiaria de los últimos días. Repasemos algunos de esos factores:

Factores Internos

- Dependencia de Mercados por Gradualismo Fiscal.
- Alta exposición estructural a las Lebacs de corto plazo por necesidad de absorber emisiones de pesos (fiscal y por intereses).
- Balanza de Cuenta Corriente fuertemente deficitaria.
- Recorte de tasas en momento de fuertes presiones inflacionarias (28D).
- Impuesto a la Renta Financiera sobre activos extranjeros.
- Demoras para intervenir en el mercado de cambios y en las tasas de interés.
- Presión política para aumentar déficit (Tarifas).

Factores Exógenos

- Efecto sequía sobre generación de divisas.
- Aumento del precio del petróleo.
- Aumento de Tasas en Estados Unidos.
- Decisión de inversores de achicar posiciones en países emergentes.
- Apreciación del dólar / Devaluación de otros países emergentes.

Esta combinación de factores fue suficiente para generar temor en inversores externos que terminaron desarmando posiciones en activos en pesos y demandando dólares. La magnitud de esa demanda no pudo ser contenida por ninguna de las herramientas que utilizó el BCRA y terminó en la fuerte devaluación del peso de los últimos días. Las herramientas utilizadas fueron la intervención en el mercado mediante venta de divisas (más de USD 5.000 millones), el aumento de la tasa de interés de política monetaria (llevando el promedio del corredor a 40%) y una mayor restricción sobre la posición de moneda extranjera de las entidades financieras.

Ante la evidencia de que estas decisiones no eran suficientes se anunció finalmente la decisión de recurrir al Fondo Monetario Internacional por una Línea de Asistencia Financiera.

El razonamiento detrás de esta decisión es sencillo. Hoy el mercado tiene temor que Argentina no logre conseguir en los mercados de capitales los dólares que necesita para cubrir su déficit. Eso podría implicar nuevos problemas y aumento de tasas. En ese marco lo que se buscó fue generar certezas sobre la disponibilidad de esos fondos y por lo tanto la prescindencia de esas operaciones por un período determinado de tiempo.

En la medida que se logre el acuerdo con el FMI, se podría aclarar el panorama financiero por determinado período de tiempo y con ello evitar algunos de los principales temores de los inversores.

Datos en USD Millones	2018	2019	2020	2021	2022
Vencimientos de Capital	26.792	17.264	16.564	13.994	15.559
Vencimientos de Intereses	14.614	12.414	10.631	8.825	7.522
Resultado Primario	15.617	12.725	6.941	2.892	0
TOTAL NECESIDADES	57.023	42.404	34.135	25.712	23.082
Asistencia BCRA	6.087	3.043	1.522	1.522	1.522
Captado 2018 (*)	43.000				
Resto	7.936	39.360	32.614	24.190	21.560

Un acuerdo con el FMI serviría, en línea con el monto que se acuerde, para asegurar las necesidades de dólares del Tesoro Nacional para parte de los próximos meses. Si se asume la renovación plena de vencimientos de capital (considerando que una parte importante de estos vencimientos son intra sector público), se necesitaría un acuerdo de USD 30.000 millones para asegurar las necesidades de lo que resta de 2018 y 2019.

De todas maneras eso no resuelve el principal problema estructural, que es el abultado déficit de cuenta corriente. Para ello será clave entender cuanto se tarda en lograr el equilibrio cambiario que ayude a corregir el saldo comercial, atenuar el atesoramiento y el gasto en turismo, y sobre todo generar las condiciones para que se reactive el financiamiento en dólares de las empresas.

Estas serán las claves para entender la dinámica esperada para los próximos meses. Inclusive más allá de los requisitos puntuales que

pueda plantear el FMI para acordar el desembolso, dado que las exigencias no deberían estar muy alejadas conceptualmente de los planes que ya tenía el gobierno. Solamente quedará por ver las implicancias que pueda tener sobre el gradualismo si los tiempos solicitados son más rápidos que los previstos.