



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 41 - Edición N° 993 – 26 de Agosto de 2019

Los riesgos a evitar para no comprometer el 2020

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Los riesgos a evitar para no comprometer el 2020¹

El caso de Brasil está fresco y es una referencia obligada para la dirigencia política argentina. Entre 2015 y 2016 el vecino país sufrió una fuerte recesión, acumulando una caída del PIB del orden de 7 % y el rebote posterior, entre 2017 y 2019, ha ocurrido a un mediocre 1 % anual. A este ritmo, el PIB de Brasil lograría recuperar el nivel pre crisis recién en 2024, y eso que el riesgo país es una octava parte del de la Argentina!! En nuestro país, la caída acumulada del PIB entre 2018 y 2019 apunta a superar el 4 %, con una recesión que está adquiriendo la forma de una W, tras la última devaluación y su impacto en la inflación, sumado al deterioro del precio de los activos financieros. Y nadie puede confiarse en que a partir de 2020 habrá un rebote “natural” del nivel de actividad.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 45596210. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 26 de Agosto de 2019

El caso de Brasil está fresco y es una referencia obligada para la dirigencia política argentina. Entre 2015 y 2016 el vecino país sufrió una fuerte recesión, acumulando una caída del PIB del orden de 7 % y el rebote posterior, entre 2017 y 2019, ha ocurrido a un mediocre 1 % anual. A este ritmo, el PIB de Brasil lograría recuperar el nivel pre crisis recién en 2024, y eso que el riesgo país es una octava parte del de la Argentina!! En nuestro país, la caída acumulada del PIB entre 2018 y 2019 apunta a superar el 4 %, con una recesión que está adquiriendo la forma de una W, tras la última devaluación y su impacto en la inflación, sumado al deterioro del precio de los activos financieros. Y nadie puede confiarse en que a partir de 2020 habrá un rebote “natural” del nivel de actividad.

Una de las contingencias que ha tomado relieve tras el resultado de las PASO ha sido la de un eventual incumplimiento futuro de los compromisos del Tesoro. Pero hay que tener en cuenta que los bonos de deuda argentina bajo la jurisdicción Nueva York están emitidos con cláusulas que permitirían que aproximadamente un 25 % de los tenedores de determinadas series puedan bloquear cualquier intento de reestructuración si las condiciones no los satisfacen. Mientras más caiga el precio de esos títulos, mayor será la tentación de los denominados “fondos buitres” para hacerse de una posición dominante en términos legales, haciendo que cualquier tipo de renegociación de la deuda quede muy lejos de ser un mero trámite. Si, por estos motivos, la calificación crediticia de la Argentina entrara en un “limbo”, el gobierno que haya asumido el 10 de diciembre carecerá de los instrumentos apropiados para comenzar a salir de la crisis.

Cierto es que en 2020 el grueso de los vencimientos, casi en una relación diez a uno, es de títulos emitidos bajo jurisdicción local, con reglas menos restrictivas para un eventual canje. Pero existen múltiples vasos comunicantes entre los mercados, tanto por arbitrajes como por la conformación de expectativas, como para que pueda pensarse en opciones diferenciadas según jurisdicción local o extranjera.

Con estas referencias, la dirigencia política argentina no debería permanecer indiferente (o, peor aún, especular) frente a un riesgo país que trepó por encima de los 1800 puntos, ni pensar que boicotear el acuerdo con el FMI pueda servir para dejar más dólares para el 2020. Del lado del gobierno, la “sintonía fina” que se necesita para que ninguna variable escape de control obliga a una gestión que salga del “modo electoral”.

Para los vencimientos de deuda de cortísimo plazo, de aquí a fin de año, el Tesoro necesita contar entre sus activos el desembolso de 5,4 mil millones de dólares del FMI previsto para mediados de setiembre, sujeto al cumplimiento de metas fiscales del segundo trimestre y al manejo cambiario y monetario hasta el presente. Pese a medidas que implicaron resignar recaudación, caso de los modificaciones en Ganancias

y en el IVA alimentos, los guarismos en danza no habrán de significar desvíos significativos en las metas fiscales del segundo semestre, por lo que el FMI no debería encontrar razones de peso para demorar aquella transferencia. Sin embargo, la resistencia de los gobiernos provinciales a compartir los costos fiscales de medidas que la administración nacional adoptó por decreto, sin previa consulta, ha abierto interrogantes en el plano institucional.

De cara a 2020, los fondos a obtener en el mercado nacional e internacional suman unos 20 mil millones de dólares, pero esto no computa una eventual ampliación del crédito del FMI. Con una tasa de los bonos estadounidenses por debajo de 2 % anual, la Argentina podría volver a ser atractiva, si fuera capaz de diseñar un sólido programa fiscal y financiero. Y un gobierno que pretenda arrancar con el pie derecho este 10 de diciembre no debería ignorarlo.

Tipo de cambio real multilateral



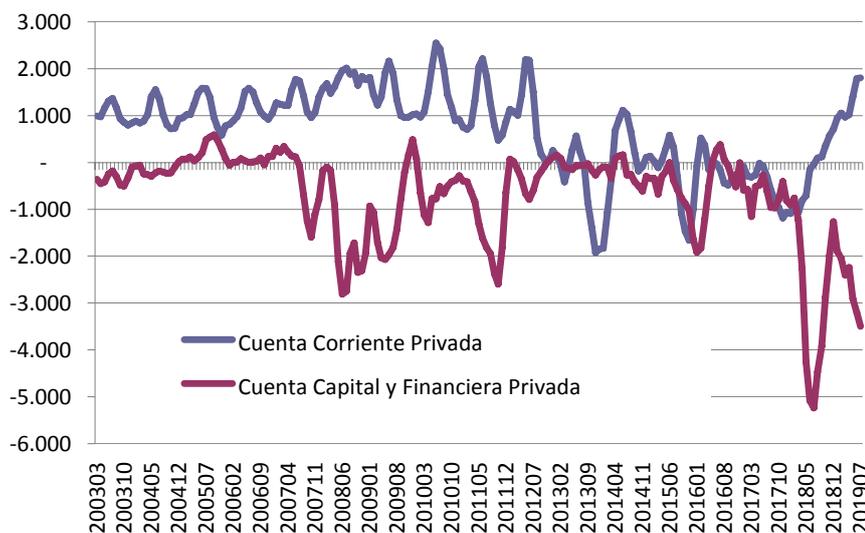
*promedio hasta 20 de Agosto

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Sin embargo, debe aceptarse que la tarjeta de presentación de la Argentina dista de lo intachable. Y que los antecedentes de la formación política que triunfó en las PASO incluyen la intervención al INDEC, el “cepo”, y un conflicto irresuelto con una fracción de acreedores (“holdouts”) que recién se cerró en 2016. No estamos exentos de ciclos de “profecía autocumplida”, en los que, si los acreedores suponen que el país habrá de incumplir, el financiamiento no aparece.

La caída acumulada del PIB, que apunta a superar el 4 % desde 2017, es la contracara de un ajuste que recuperó el equilibrio de las cuentas externas. El tipo de cambio actual se ubica en términos reales un 25 % por encima del vigente en dos momentos claves de la historia reciente: junio del año pasado, cuando la actual gestión debió recurrir al auxilio del FMI, y fin de 2011, cuando el anterior gobierno introdujo el “cepo”. La diferencia con aquellas referencias hace que resulte difícil justificar que se necesite más devaluación!

Mercado de cambios: Cuenta corriente y capital
Millones de dólares. Promedio móvil tres meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Es cierto que en las últimas semanas se acentuó la dolarización de portafolios, pero hay dos diferencias significativas en relación a los meses de mayo y junio del año pasado, aparte del hecho que hoy la divisa resulta menos “barata” que en aquella oportunidad. Por una lado, ahora la economía no muestra el “exceso de pesos” de tiempo atrás, con una base monetaria 3 puntos del PIB por debajo del ratio del año pasado. Por el otro, la cuenta corriente del balance de pagos (base caja) ha pasado a ser superavitaria, con un saldo promedio mensual de 1,8 mil millones de dólares para los datos más recientes, que compara con el déficit de 700 millones/mes que se registraba hasta mayo de 2018. Un cambio de signo por 2,5 mil millones de dólares en 14 meses.

El “dólar alto” es un disuasivo para que los pesos se vuelquen al mercado cambiario. Pero más importante es que esos pesos encuentren opciones atractivas.

Hay bonos emitidos por el gobierno que se ajustan por la inflación y ofrecen altísimos rendimientos. Pero para que se demanden hacen falta más garantías vinculadas con el INDEC del futuro. Existen instrumentos financieros que ofrecen elevadísimas tasas de

interés, y no sólo para los próximos siete días. Pero se necesita confirmar que el gobierno que asuma el 10 de diciembre habrá de ser capaz de bajar al menos 15 puntos la tasa de inflación anual de 2020, tras un 2019 en el que ese guarismo habrá de ubicarse en torno al 50 %.

Hay títulos en dólares con precios tan bajos como los de un país en guerra, pero sólo una fracción es explicada por los fundamentos de la economía. Hay un plus que es pura responsabilidad de la política. Las señales más recientes parecen reconocer este hecho y es clave que esta tendencia se consolide. Más que discursos moderados, se necesitan compromisos firmes.