

## Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

Por Julio de Brun



*“La administración del presidente Macri inició su gestión a fines de 2015 con desafíos importantes y optó por encararlos con un enfoque gradual. Sin embargo el gradualismo viene con el riesgo de que pase algo en la transición, y Argentina se vio ante una corrida contra el peso argentino.”*

### NO LLORES POR MÍ...

La reacción en los mercados ante la tendencia alcista en las tasas de interés de referencia para la política monetaria en Estados Unidos (junto con el gradual desmantelamiento de la expansión monetaria efectuada a comienzos de esta década) no sólo se tradujo en un fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas, sino que también tuvo víctimas colaterales en los mercados emergentes. Como suele ocurrir en estos casos, la intensidad de las reacciones fue variada. Entre los países que más sufrieron se destacan aquellos con déficits elevados de cuenta corriente (Turquía, India, Argentina), donde la reacción es esperable dada su dependencia del financiamiento externo, pero también los hay donde aún con una cuenta corriente equilibrada o superavitaria, distintos factores políticos han jugado de forma adversa (Rusia, Brasil).

En esta oportunidad nos interesa destacar, por su cercanía con la economía uruguaya, el caso de Argentina. La administración del presidente Macri inició su gestión a fines de 2015 con desafíos importantes: desmantelar el rocambolesco aparataje kirchnerista de regulación de la economía en materia de precios internos, comercio exterior y cambios, reinsertar al país en el circuito financiero internacional, frenar una inflación disimulada por fantasías estadísticas, reordenar las finanzas públicas, reponer una inversión en infraestructura deprimida por ese mismo marco distorsionado de funcionamiento de la economía y, por ser último no menos importante, comenzar el camino de restablecer un marco de separación de los poderes del Estado.

El nuevo gobierno optó por encarar estas tareas con un enfoque gradual. Más allá de una rápida resolución al problema de los *holdouts* remanentes tras la reestructura de la deuda y una audaz reunificación y liberalización del mercado de cambios, los demás problemas se encararon de una forma orientada a pisar la menor cantidad de callos



## Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

posible. Se intentó bajar la inflación de a poco, se bajaron algunos impuestos y eso se reemplazó con el *blanqueo*, se bajaron algunos subsidios... De alguna forma se confió en que con la reinserción de Argentina en los mercados financieros internacionales y en un contexto de alta liquidez, habría financiamiento para un déficit fiscal que la propia estrategia gradualista no hizo más que incrementar.

De esta forma, el resultado primario del sector público (antes de deducir intereses) se mantuvo deficitario en 4,7-4,8% del PBI. Como la deuda pública saltó casi 10 puntos del PBI en 2015, la carga de intereses también aumentó, con lo que el déficit total se duplicó como porcentaje del PBI respecto del año 2013, situándose el año pasado cerca del 7%. Con la deuda pública (bruta) situada por encima del 50% del PBI, su sostenibilidad a lo largo del tiempo depende del mantenimiento de un escenario de tasas de interés internacionales bajas, mientras que la recuperación económica hace su trabajo para mejorar las cuentas fiscales.

El riesgo del gradualismo es que algo pase en la transición... y algo pasó. Una corrida contra el peso argentino provocó que se devaluara en torno al 25% en los primeros días de mayo. La situación desnudó algunas falencias en el funcionamiento del equipo de gobierno argentino: la decisión adoptada tras el alejamiento de Alfonso Prat-Gay de dividir al Ministerio de Economía dejó al gobierno sin una figura visible en la conducción de la economía ante la situación de crisis. Ante la falta de liderazgo y con pocos logros para mostrar tras dos años y medio de gestión, la respuesta ante el vuelco desfavorable en el humor de los mercados se limitó inicialmente a las típicas respuestas del Banco Central ante una coyuntura de este tipo (suba de tasas de interés, intervenciones en el mercado de cambios).



## Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

*“El acuerdo negociado entre el gobierno Macri y el Fondo Monetario Internacional tenía la virtud de fortalecer las reservas del Banco Central, pero un nuevo ataque al peso argentino provocó un giro inesperado. La renovación de autoridades en el Banco Central, en el escenario actual, también se muestra difícil de digerir.”*

Pero la situación merecía un aporte más fundamental, por lo que el gobierno de Macri procedió rápidamente a negociar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. En esos momentos, el Directorio del organismo está próximo a aprobar un programa por el equivalente a USD 50 mil millones con la República Argentina. El gobierno haría uso de los primeros desembolsos, con la intención de utilizar el resto del programa como un “precautorio”.

La principal virtud del acuerdo, más allá del fortalecimiento de las reservas del Banco Central, está en que plasma una agenda para el gobierno argentino para los próximos años, poniéndole rumbo y sistematicidad a una estrategia que de gradualista había pasado a ser pánfila. Pero tras un nuevo ataque especulativo contra el peso, la situación tuvo un giro inesperado el último fin de semana. Junto con una bienvenida reunificación del Ministerio de Economía, se procedió a una extemporánea renovación de autoridades en el Banco Central. Más allá de las críticas que pudiera merecer la gestión de Federico Sturzenegger, es muy difícil digerir semejante cambio en medio de la concreción de un acuerdo con el FMI y en una pulseada con los mercados.

El novel presidente de la institución, Luis Caputo, estrenó su cargo con un conjunto de medidas destinadas a frenar la suba del dólar. En lugar de hacer un uso más convincente de las herramientas tradicionales que su antecesor, Caputo optó por la “creatividad”, que en Argentina significa repartir costos. Se introdujo un aumento en los encajes, que podría pensarse destinado a retirar liquidez, pero que en cambio se puede integrar con un bono en pesos argentinos a dos años con una tasa quince puntos porcentuales menor que las Lebacs (instrumentos de deuda del Banco Central de Argentina) emitidas días atrás. Más allá de la inconveniencia que significa tener la liquidez del sistema bancario inmovilizada en un título de deuda a dos años (que posiblemente tenga poco o ningún mercado secundario), la medida implica profundizar los vínculos de





## Acompañamos su crecimiento ... Cuidamos su futuro

*“Por último se buscó un acuerdo con productores agropecuarios. El principal inconveniente de estas medidas es que son propias de una situación terminal. Nos resta esperar que se trate de un paquete transitorio y que este paquete sea rápidamente sustituido.”*

Las opiniones aquí vertidas son de absoluta responsabilidad de su autor y lo que informamos no implica ninguna recomendación para comprar o vender ningún instrumento financiero, por lo que BECA Advisors no se hace responsable del uso de dicha información por parte del lector, ni por cualquier pérdida o pérdidas en las que se haya incurrido como consecuencia de utilizar el informe semanal. Le recomendamos que antes de realizar cualquier inversión consulte a su Asesor Financiero de confianza.

la epopeya de las finanzas públicas con el desempeño del sistema financiero.

Además de trasladar a los bancos parte del costo financiero del Estado mediante la colocación de estos títulos, las medidas reducen peligrosamente la cobertura del patrimonio de las instituciones bancarias mediante la posición en moneda extranjera, llevándola a tan sólo 5%. De aquí en más, cualquier devaluación reduce significativamente la relación entre el patrimonio y los activos de las instituciones bancarias lo que, de no mediar algún tipo de excepción, podría requerir capitalizaciones adicionales.

Por último, y con el afán de volcar dólares al mercado, se buscó un “acuerdo” con productores agropecuarios para la negociación de las divisas y se prevé volcar al mercado parte del desembolso del FMI, cosa que normalmente los acuerdos con este organismo no permiten.

Tras su primer día de puesta en práctica, la presión vendedora de pesos argentinos cedió algo, con un leve retroceso a \$ 28,40 tras la cotización de \$ 28,80 registrada el viernes. Más allá de los perjuicios y distorsiones que puedan provocar las medidas (que, dicho sin ambages, son un mamarracho) su principal inconveniente es que son propias de una situación terminal, un manotazo de ahogado. No se corresponden con un escenario en el que, más allá de errores pasados, responde a un cambio en los mercados internacionales que no ha afectado sólo a Argentina y en el que todavía se cuenta con respaldo internacional para salir airoso del asunto. Es de esperar, pues, que se trate de un paquete transitorio, que sea rápidamente sustituido por otro conjunto de medidas que ataque de un modo más fundamental los desequilibrios que hoy afectan a Argentina.