



IEM

06/2019

Informe Económico Mensual

ABECEB



ASÍ LO PENSAMOS...



JUNIO 2019

Soledad Pérez Duhalde

Directora de Operaciones

Dólar calmo y aceleración de los tiempos políticos marcan el pulso de la coyuntura en 2019. El tema de la deuda pública lo hará en 2020.

Sin dudas, lo más destacado de la coyuntura del último mes ha sido la dinámica favorable que vienen exhibiendo los mercados financieros domésticos pese a la incertidumbre procedente del proceso electoral. Así, el peso argentino fue la moneda de mejor comportamiento entre los emergentes, el BCRA pudo sobrecumplir su meta de base monetaria en junio reduciendo en casi 5 puntos la tasa de interés, lo que habla de una relativa recuperación de la demanda de dinero, y el riesgo país ha bajado aproximándose a los 800 puntos básicos desde los picos de casi 1000 registrados a comienzos de Junio.

Tres factores han sido claves en la reciente recuperación de los papeles con riesgo argentino: la liquidación de dólares por parte de los exportadores, la inclusión de Pichetto en la fórmula presidencial junto con Mauricio Macri y la política monetaria de Estados Unidos y Europa que han decidido tomar un sesgo que se aleja de las tasas de interés altas. También influyó positivamente en las expectativas el dato de inflación de mayo que, pese a mostrar un elevado 3.1%, marcó el segundo mes consecutivo de desaceleración.

Sin embargo, no todo son buenas noticias en la coyuntura. En cuanto a la inflación, y pese al descenso reciente, sigue instalada en niveles elevados y bajará sólo muy lentamente -aún con dólar calmo- producto de factores inerciales y aumentos de costos aún no trasladados. En relación a la actividad económica, la misma parece haber tocado un “piso” pero no se visualizan signos de rebote, mostrando por tanto una dinámica más compatible con una recuperación en

forma de “L” que de “U”. Mientras que la tasa de desocupación y subocupación subieron superando el 10% en el primer trimestre de este año con perspectivas de seguir en ascenso en las próximas mediciones. En cuanto al dólar, si bien hay chances de que la calma persista hasta las Paso, nada asegura que la misma se extienda más allá del 12 de agosto una vez que se reduzca la oferta de dólares de los exportadores.

Sin dudas, que en año electoral los indicadores referidos (buenos y malos) tienen una relevancia no sólo económica sino también política. La tranquilidad del dólar y el leve alivio inflacionario parecen estar ayudando a mejorar un poco las chances electorales del oficialismo, fuertemente deterioradas desde la crisis del gradualismo de 2018. La debilidad del consumo y la actividad, que probablemente persistirá hasta el momento de votar en un contexto de políticas fiscales y monetarias restrictivas, se erigen, en cambio, como el gran talón de Aquiles de sus perspectivas de triunfo. Pero nada aún en grado lo suficientemente determinante como para inclinar la balanza hacia una de las dos fórmulas conocidas este mes con chances de imponerse en la próxima compulsa: Fernández - Fernández y Macri-Pichetto.

En ese contexto, la historia de quien gobernará los destinos de la Argentina post 2019, y por ende, qué programa económico aplicará, sigue con final abierto. De lo que no hay dudas es que gane quien gane, no podrá evitar que las miradas de los mercados se posen en la cuestión la deuda pública y su sustentabilidad, considerando los desafíos que deberá afrontar la Argentina en los próximos años para poder honrar sus obligaciones.



Soledad Pérez Duhalde
Directora de Operaciones

ÍNDICE

01. En junio se terminaron de alinear los planetas, pero ¿Alcanza?

A nivel local la reconfiguración de la oferta electoral y la mayor afluencia de dólares y a nivel externo el fortalecimiento de todas las monedas emergentes han determinado un periodo de notable pax cambiaria. Ello ha permitido que la inflación comience a ceder y que la actividad deje de caer como lo hizo en marzo y, presuntamente, abril. Sin embargo, los desafíos por delante siguen siendo significativos.

Tiempo de lectura: 5' 00''



PÁG. 05

02. El tema en 2020 será la deuda pública

Independientemente de quien resulte victorioso en las elecciones presidenciales, en el año entrante se deberá discutir a fondo el programa fiscal del nuevo gobierno. ¿Es sostenible nuestra deuda? ¿Bajo qué condiciones? ¿Vamos camino a una reestructuración? ¿Qué alternativas quedan?

Tiempo de lectura: 5' 00''



PÁG. 09



01. En junio se terminaron de alinear los planetas, pero ¿Alcanza?

A contramano de lo sucedido en los primeros cuatro meses de 2019, el segundo trimestre del año apunta a cerrar con una extraordinaria estabilidad financiera tanto en el plano cambiario como en el de renta fija y variable. ¿Por qué extraordinario? Simplemente porque nos estamos adentrando al período más “caliente” en términos de incertidumbre política y las previsiones de todo el mercado avizoraban un junio, al menos, más volátil que mayo. En este informe explicaremos los determinantes de la estabilidad local lograda en este período y trataremos de indagar sobre su sostenibilidad en el corto plazo.

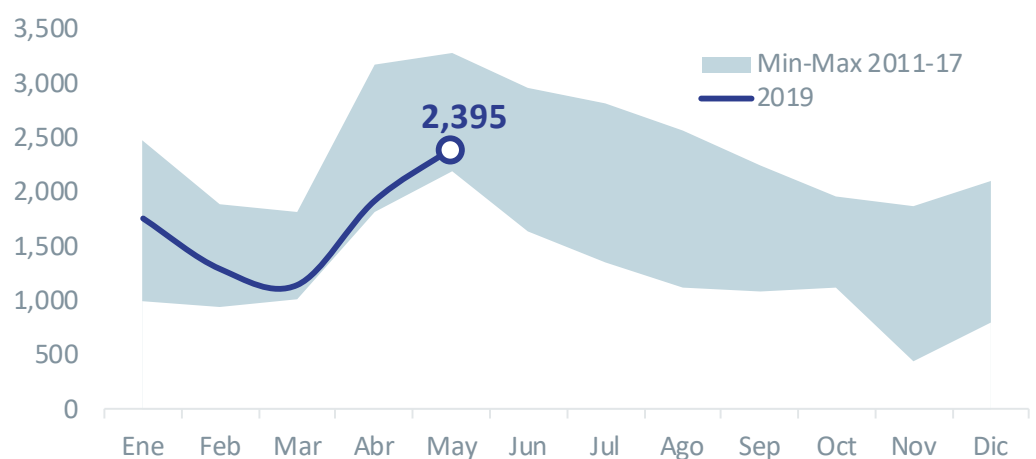
En términos de resultados, al día de la fecha el tipo de cambio retrocedió 6,2% desde fines de abril (-5,1% desde el 11 de junio), el S&P Merval en dólares avanzó 45,7% (11,2%), el riesgo país retrocedió 10,0% (5,4%) y la tasa de interés pasó de 73,9% (68,9%) a 63,8%.

Detrás de esta virtuosa dinámica encontramos tres factores de indudable relevancia: la mayor afluencia de dólares del sector privado no financiero, la carrera hacia el centro de todo el arco político con la incursión de Miguen Ángel Pichetto en Cambiemos como principal suceso y el detenimiento del proceso de normalización de la política monetaria tanto de Estados Unidos como de la Eurozona.

En cuanto al primero, de acuerdo a datos de CIARA el sector agroexportador liquidó exactamente USD 2.395 millones en mayo, registrando así un crecimiento del 25% respecto al mes anterior. Si bien el guarismo se encuentra muy cerca de los mínimos históricos para el quinto mes del año, no sólo se debe tener en cuenta que los precios internacionales lejos están de sus picos de 2013 sino que también que la cosecha se atrasó algunas semanas respecto a otros años y durante junio se volvió a observar una significativa aceleración en la liquidación de dólares.

Liquidación de divisas CIARA

Industriales Oleaginosos y exportadores de cereales. En USD millones.

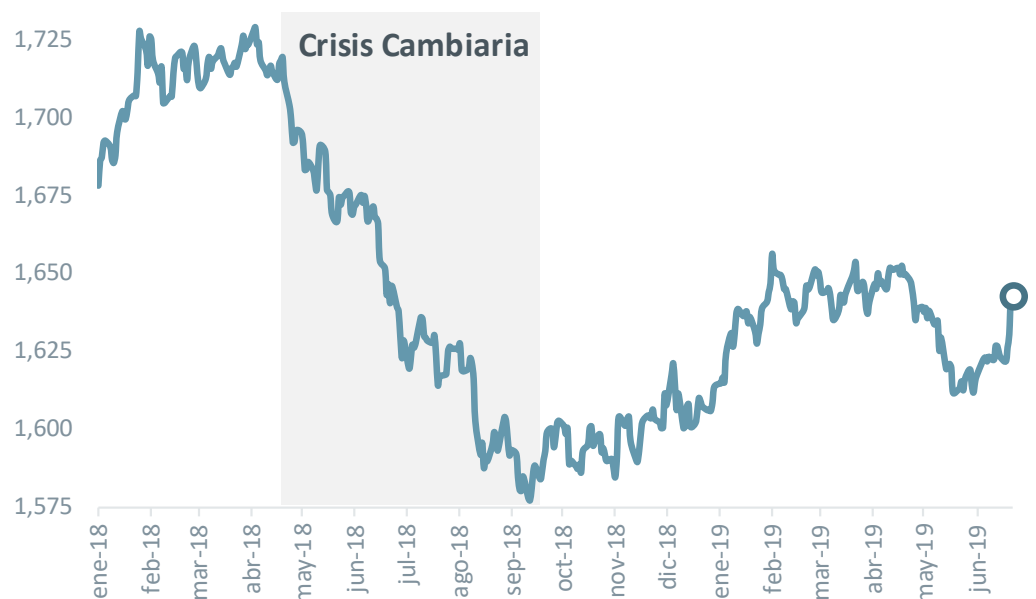


En cuanto al segundo factor, la implosión de esa “ancha avenida del medio” tras el desarme de Alternativa Federal (espacio que supo ambicionar con acercarse al segundo lugar en las elecciones generales hace tan sólo unas pocas semanas) dio lugar a una carrera hacia el centro tanto del kirchnerismo como del oficialismo en busca de un volumen de votos fundamental para ambos espacios. Sin dudas, el lanzamiento de la fórmula oficial Macri-Pichetto fue una decisión en ese sentido que, además, generó en el mercado la expectativa de un 2020 con mayores probabilidades de éxito por parte de un eventual gobierno reelegido habida cuenta de sus habilidades negociadoras y su fluida relación con casi la totalidad de gobernadores peronistas en un contexto en el que muchas de las reformas cajoneadas en 2018 necesitarán de una aprobación parlamentaria. En el otro extremo de la grieta, el corrimiento de Cristina Fernández de Kirchner a un segundo lugar en la fórmula Fernández-Fernández disminuyó en alguna medida el temor de una vuelta del populismo tal como se lo conoció en el periodo 2007-2015.

Por último, y no por ello menos importante, tanto la FED como el BCE (Banco Central Europeo) han anunciado una pausa en la suba de tasas que tenían pautadas para 2019-20 como respuesta a la ralentización de ambas economías. De hecho, la probabilidad implícita de un recorte de tasas en la próxima reunión de directorio de la FED (31 de julio próximo) en los mercados de futuros es de 100%. En consecuencia, la tasa de interés de un bono norteamericano a 10 años volvió a ubicarse en 2%, su nivel más bajo desde septiembre de 2017. En el siguiente gráfico puede verse cómo en los últimos días todas las monedas emergentes mostraron una tendencia alcista.

Índice de Monedas Emergentes MSCI

Promedio Ponderado entre 25 miembros según su participación en el Índice.



Conjuntamente, estos tres factores lograron disipar los efectos nocivos de un contexto político tan incierto como el que atraviesa Argentina aun cuando nuestra moneda arrastre un problema de raíz que es la falta de confianza de los mercados tras la crisis que atravesamos en 2018.

Dicho esto, cabe advertir que la batalla aun no está ganada ni por asomo. Los desafíos que la economía tiene por delante son verdaderamente complejos y requerirán no sólo de astucia por parte del gobierno para utilizar inteligentemente las pocas herramientas que tiene a su disposición, sino que también, y aquí está la mala noticia, de algo de suerte.

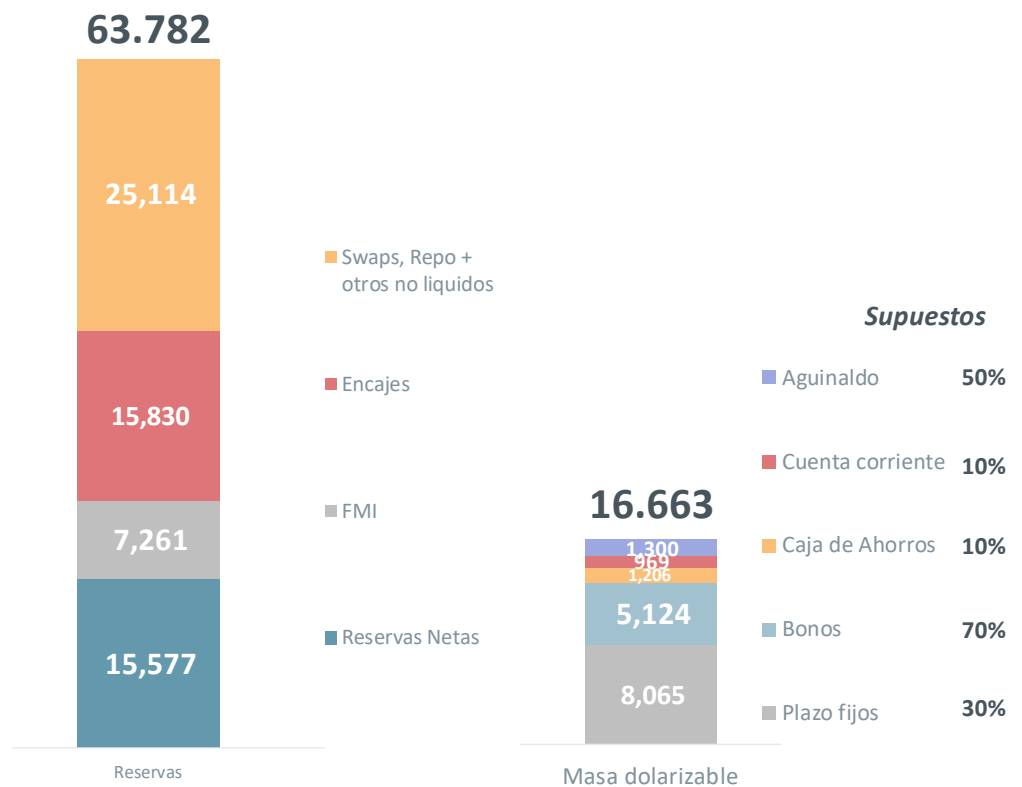
Lo que hoy es calma en el plano político puede transformarse en una fuente de volatilidad de la noche a la mañana si se tiene en cuenta la velocidad de los tiempos políticos. A la luz de los hechos, en la medida en la que el gobierno no vuelva a retroceder varios casilleros en las encuestas electorales podríamos continuar con esta situación de *pax* cambiaria hasta el 11 de agosto cuando se celebren las PASO y ya no quede más lugar para las especulaciones. Pero ni antes ni después de esa fecha puede garantizarse que la volatilidad no vuelva a emerger con fuerza:

- El dato de inflación de mayo (3,1%) fue alentador en la medida en que terminó de quebrar la tendencia alcista que venía mostrando en la primera parte del año, pero fue justamente allí cuando vimos con claridad que su motor no es la demanda (la economía está lejos de estar “recalentada”) sino que son presiones de costos y efectos inerciales en toda la estructura de contratos de la economía las que obstaculizarán una perforación del 2% en todo el segundo semestre.
- Si bien el cumplimiento del programa fiscal y monetario es fundamental para reestablecer la confianza de los mercados, las fuerzas recesivas del propio programa podrían jugarle una mala pasada al gobierno en el segundo semestre del año. Es que la tasa de interés real necesaria para mantener esta estabilidad seguirá ubicándose en estos niveles, sólo pudiendo bajar en términos nominales al ritmo de desaceleración de la inflación mensual. El escenario de recuperación en forma de “V” o de “U” parece tener muchas menos probabilidades de ocurrencia que hace unos meses y ya la salida de tipo “L” parece ganar fuerza. ¿Qué quiere decir esto? Que la economía dejó de caer pero que permanecerá estancada en un nivel de actividad bajo que difícilmente pueda aportar algo a la generación de empleo genuino en lo que resta del año y el que sigue.
- El contexto internacional nos ha favorecido desde el plano financiero con un nuevo ciclo de “capital barato” a la vuelta de la esquina, pero la línea divisoria entre este escenario y uno de recesión en el mundo desarrollado no es lo suficientemente gruesa. Una menor actividad en Estados Unidos y Europa es bienvenida pero una recesión global traería consigo un comportamiento “flight to safety” de los capitales financieros que revertirían las mejoras cambiarias de los últimos tiempos en el transcurso de pocas jornadas. El desenlace de la guerra comercial entre Estados Unidos y China será crucial para determinar la profundidad de la desaceleración. A esto hay que sumar la debilidad de Brasil que ya se espera crezca solamente 1% en 2019 frente al 2,5% esperado a principios de año.

De aquí en adelante será crucial que el gobierno logre manejar acertadamente cualquier inicio de algún evento de volatilidad cambiaria, ya sea tirado por la política interna o por el contexto externo. El combustible para un salto en la demanda de dólares sigue siendo considerable si se tienen en cuenta todos los activos líquidos y en moneda local que el sector privado tiene en su cartera: entre ingresos corrientes (aguinaldo por venir), cuentas corrientes y cajas de ahorro, plazos fijos y vencimientos de bonos, la masa dolarizable potencial podría alcanzar los USD16.665 millones cuando las reservas netas, propias del BCRA, ascienden hoy por hoy a USD15.577 millones. La paridad entre ambos guarismos marca que la herramienta más potente que tiene el BCRA para disuadir presiones cambiarias, venta de reservas, tiene un límite sensiblemente inferior al de 2018 y su utilización deberá ser para intervenciones puntuales y eficaces.

Composición de Reservas Internacionales vs Masa de Recursos Dolarizable.

En USD millones.



La estabilidad cambiaria es una condición necesaria (y el tiempo dirá si suficiente) que el gobierno deberá cumplir para llegar a octubre con chances de ser reelegido. En ese sentido, la *pax* cambiaria de los últimos meses es un paso fundamental hacia un escenario “positivo” en lo económico que nos aleja día a día del temor de un nuevo evento disruptivo como en 2018. Su sostenibilidad en el tiempo dependerá en buena medida de nosotros mismos pero también de la mano que nos de el mundo en materia financiera.

02. El tema en 2020 será la deuda pública

Así como en 2019 el dólar y la política marcan el pulso de las discusiones y el escenario, sin dudas en 2020 las miradas estarán nuevamente puestas en la cuestión fiscal, específicamente en la dinámica de la deuda pública y su sustentabilidad, o sea en la capacidad de la Argentina de honrar intertemporalmente sus obligaciones.

Es que el panorama fiscal a futuro se presenta sumamente desafiante. Un poco de aritmética sencilla resumida en ocho puntos ayuda a poner el desafío en perspectiva:

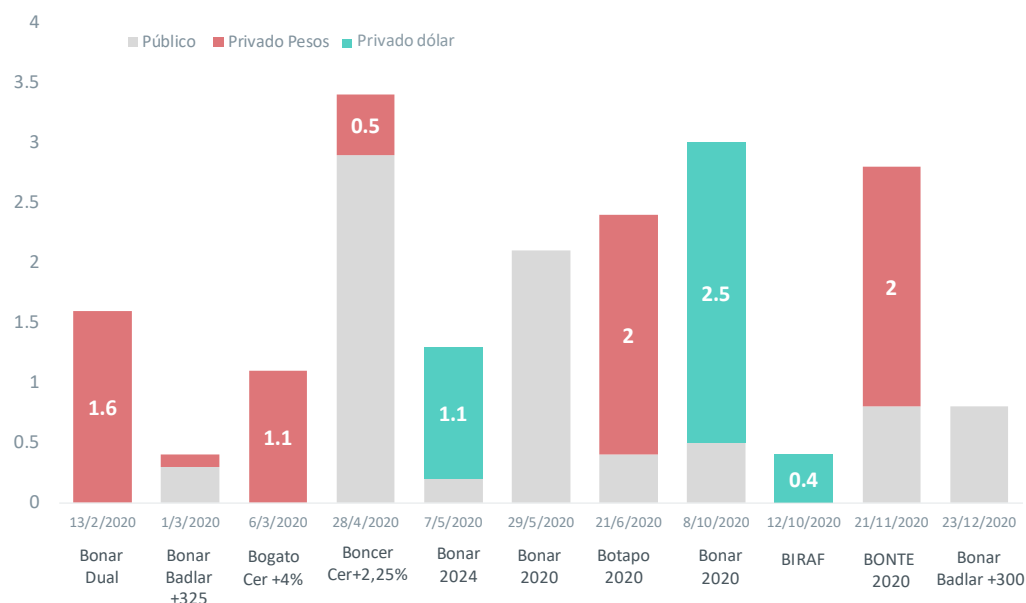
1. Con un riesgo país fluctuando entre 800 y 1000 puntos básicos en 2019, el punto de partida de 2020 es el de un **mercado global de crédito virtualmente cerrado para la Argentina**.
2. Los **vencimientos de deuda del sector nacional para el año próximo** (netos de pagos intra-sector público) **trepan a nada menos que U\$D 41,400 millones, un monto elevado para un país sin acceso al crédito**.

Programa financiero 2020

En USD millones	2020	
	A priori	Refinanciando 100% Bonos y Letes
Necesidades de financiamiento*	41,4	20,4
Intereses	15,2	15,2
Principal	26,2	5,2
• Bonos	11,5	0,0
• Letes	9,5	0,0
• Org. Internacionales	3,0	3,0
• Repo	2,2	2,2
Financiamiento "Casi Seguro"	9,1	9,1
FMI	3,9	3,9
Org. Internacionales	3,0	3,0
Repo	2,2	2,2
Brecha	31,0	11,3
Nuevas colocaciones		6,5
Superávit primario de 1% del PBI		4,8

3. **Ya no se contará con la asistencia financiera del FMI que jugó el papel de un seguro anti-default en 2019** (en rigor sólo quedará por ingresar un remanente de u\$D 3,900 millones del préstamo de 2018).
4. **El Tesoro Nacional deberá refinanciar en 2020 el 100% de los vencimientos de principal de bonos y Letras de corto plazo** (por un total de u\$D 21,000 millones) **en el mercado local**, además de conseguir desembolsos con organismos internacionales por un monto similar a los vencimientos (u\$D 3,000 millones) y la renovación del Repo (u\$D 2,200 millones).

Vencimientos bonos (capital) en función del tenedor y moneda de emisión USD MM.



5. Aún así, resta conseguir unos u\$**d 11,000 millones** para cerrar la caja fiscal.
6. Las autoridades (de ser relecto el Presidente Macri) piensan conseguir aproximadamente la mitad de esos u\$**d 11,000 millones** generando un superávit primario de **1% del PBI** (equivalente a u\$**d 4,800 millones**) y el resto, con nuevas emisiones de deuda por sobre los vencimientos.
7. Pero generar un superávit de casi u\$**d 5,000 millones** que actúe como fuente de financiamiento será complicado y requerirá que se “alineen todos los planetas”. Es que para aspirar a mejorar en un punto y medio del PBI el resultado primario (de -0.5% del PBI en 2019 a 1% en 2020) mínimamente se requerirá que los ingresos fiscales en relación al producto repunten y que el gasto primario siga cayendo. Ese escenario, en principio, sólo es compatible con una economía en expansión, una elasticidad recaudación -producto elevada bastante mayor que uno, un gasto en subsidios cayendo fuerte en términos reales - producto de tarifas creciendo muy por encima de la inflación-, y un gasto público “flexible”¹ creciendo menos que la inflación con salarios reales congelados en términos reales, lo que ayudaría a compensar el aumento en términos del PBI del gasto en prestaciones sociales asociado al ajuste de la fórmula de movilidad atada a una inflación pasada más alta. Con la “combinación de factores” indicada, podría lograrse una mejora del superávit casi 50% aportada por más recursos y otro 50% por menos gasto pero implicará no poder bajar derechos de exportación en 2020 ni “aflojar” con la austeridad fiscal extrema por el lado del gasto.

8. En cuanto a **las nuevas emisiones de deuda será crucial “seducir” a los mercados con un programa macroeconómico consistente y creíble y un equipo económico de elevada reputación.** En este sentido y aun cuando no se lograra alcanzar el tan mentado el 1% de superávit el año próximo, las autoridades deberán **mostrar al menos un compromiso creíble con la convergencia fiscal que supla en el corto plazo las eventuales trabas que podría suscitarse si alguno de todos los planetas no se logra alinear.**

En este sentido, atento a las exigencias que planteará el frente fiscal el año próximo (y subsiguientes) es que varios analistas plantean que no es baja la probabilidad de que Argentina deba enfrentar un evento de deuda o, dicho en otras palabras, que deba encarar un proceso de reestructuración de sus pasivos soberanos. Así, quienes especulan con la idea de una reestructuración de deuda para alcanzar la sustentabilidad, miran de reojo la reestructuración de la deuda de Ucrania de 2015 por algunas similitudes que presenta con la situación reciente de la Argentina (déficits gemelos, devaluación, aceleración inflacionaria y recesión) y fundamentalmente porque fue un proceso rápido, efectivo y novedoso de reestructuración con “final feliz” para las tres partes que participaron: los acreedores que, pese a la quita de deuda, lograron recuperar el capital y evitar un default desordenado, el país, que vio aliviada su carga de deuda y volvió a crecer post acuerdo y el FMI que logró cobrar sus acreencias.

¿Qué hizo Ucrania? La reestructuración se negoció entre el Ministerio de Finanzas y un comité integrado por los principales cuatro fondos privados tenedores de deuda ucraniana, con el FMI como facilitador. Las cláusulas de acción colectiva (class actions), llevaron a que no haya holdouts privados como los que padeció Argentina la década pasada. Los términos de la reestructuración incluyeron: i) una postergación de los vencimientos entre 2015 y 2023 a 2019 y 2027 a través de la colocación de nuevos bonos, ii) una quita de capital del 20% -monto considerado necesario para que el ratio deuda PBI baje de 80% a 71% nivel que se juzgó compatible con la sostenibilidad-, iii) una capitalización sin recorte de los intereses devengados. Todas las series de bonos fueron asignadas un cupón de 7,75% vs. un cupón promedio de 7,2% para los bonos previos, iv) entrega de GDP Warrant con pagos potenciales entre 2021-2040 en caso de superarse un umbral de PBI nominal y un crecimiento real del PBI de 3%. Además, debe destacarse que en ese proceso el FMI decidió convertir el préstamo stand by que le había otorgado a Ucrania por uno de Facilidades Extendidas (Extended Fund Facility -EFF-) que implicó extender los vencimientos con el organismo de 4 a 10 años.

La realidad es que hoy por hoy, en nuestra opinión, **un evento de reestructuración soberana no luce a priori necesario**, sobre todo considerando que si bien Argentina tiene un ratio deuda-PBI de 86% del PBI no muy distinto al Ucrania pre reestructuración, sólo el 60% es deuda con el sector privado. **Lo que sí probablemente sea necesario es encontrar un camino para renegociar con el FMI la postergación de los abultados vencimientos con el organismo que se concentran en 2022 (u\$s 22.400 millones) y 2023 (u\$s 23.520 millones).** No será tan sencillo que el FMI acepte otorgar un Préstamo de Facilidades Ampliadas >

IEM

Informe Económico Mensual

JUNIO 2019

“sin nada a cambio”. Si bien aquí no hay un conflicto bélico como el que tenía Ucrania con Rusia por el cual el FMI deba “extremar sus esfuerzos”, el hecho de que el 60% de la cartera activa de préstamos del Fondo esté concentrado en la Argentina sumado a un eventual triunfo oficialista en las urnas en las próximas elecciones y el apoyo internacional -sobre todo de EEUU- podrían allanar el camino también en nuestro caso para que el FMI se esfuerce por lograr una “salida elegante” de final feliz para el caso argentino.

[Volver al índice](#)

www.abeceb.com