

31 de agosto de 2018

¿Hacia dónde vamos?

El Gobierno cometió otro imperdonable error. En medio de la incertidumbre sobre el programa financiero del año próximo y el nerviosismo cambiario, brindó declaraciones tibias, escuetas y confusas. Anunció un acuerdo sin tenerlo cerrado. Lo que no aclara oscurece, inexplicable para gente que supuestamente entiende de “mercado”.

Cada vez son más notorios los (irresponsables) desequilibrios que dejó la gestión Kirchnerista o los errores de diagnóstico inicial y posterior mala praxis de los equipos de Cambiemos. Pero al mismo tiempo es muy complejo intentar explicar lo que viene cuando uno apenas entiende lo que está pasando. Remarcamos durante mucho tiempo los errores económicos de ambas gestiones, pero en ningún momento vaticinamos este final, ni siquiera uno cercano.

Durante los últimos años de la gestión anterior la economía comenzó nuevamente a sufrir escases de divisas. Se optó primero por comerse las reservas generadas en las épocas gloriosas de los términos de intercambio y el tipo de cambio alto. Cuando el tipo de cambio comenzó a quedar atrasado y ya no había reservas, en lugar de corregir el dólar, se implementó el cepo. Este contuvo a la fuerza el déficit de cuenta corriente, atrasando el tipo de cambio aún más y posponiendo el pago de dividendos e intereses (holdouts). Por unos cuantos años los números externos cerraban.

Cuando nos estábamos quedando sin un dólar para mantener el cepo, llegó el cambio de gobierno y los dólares volvieron a florecer. El shock de confianza permitió la entrada de divisas y evitar el colapso de la cuenta corriente. Los números externos volvieron a cerrar.

El déficit externo medido por el balance cambiario (lo que se cursa efectivamente en el mercado de cambios) llegó a U\$15.600 millones en 2016, U\$17.000 millones en 2017 y de continuar la tendencia de los primeros meses de este año seguramente superaría los U\$20.000 millones. Exorbitante déficit de turismo y gastos con tarjeta en el exterior (U\$10.662 en 2017),

mayor aún demanda de dólares para atesoramiento (U\$22.150 en 2017) y una industria automotriz insaciable de divisas (U\$8.350 millones en 2017). Todo esto financiado por el complejo agroexportador, las emisiones de deuda pública y en menor proporción por dólares financieros. El enorme déficit fiscal financiado con dólares de afuera venía como anillo al dedo para financiar la cuenta corriente. Los números externos cerraron nuevamente en los dos primeros años de Cambiemos.

En 2018 cambió el escenario. El Gobierno minimizó de forma sorprendente los efectos secundarios de la sequía y la posible reversión en los flujos hacia países emergentes. Los inversores privados comenzaron a desarmar posición y se cerró el mercado de crédito. El Banco Central enfrentó la corrida siempre de atrás y no pudo suavizarla.

Así llegamos al peor final. La fuerte sorpresa del mismo no le quita simpleza al problema, nos quedamos sin dólares. La simpleza en el diagnóstico de nuestro problema, la restricción externa, tampoco hace más fácil la solución.

El futuro es incierto, creo que las cuentas externas van a cerrar pero lamentablemente de otra forma. La devaluación provocará una fuerte recesión y una gran caída del PBI en dólares que ajustará las importaciones. La fuerte caída del salario en dólares hará el resto del ajuste sobre la demanda de dólares para turismo y seguramente, a partir del sobresalto en el tipo de cambio, también menguará la demanda para atesoramiento.

En el mejor de los casos, y gracias al buen primer trimestre de año, la caída del PBI tendrá este año la magnitud del 2016 (-1.8%). La inflación intuyó que lamentablemente estará incluso unos cuantos puntos por encima que en 2016 (rondó el 41%) y dependerá de lo que haga el Gobierno en materia tarifaria. La restricción fiscal y la exigencia del FMI, creo que dan por descontado una suba de retenciones y otra baja en los reintegros a las exportaciones. Seguramente primero para la soja y probablemente con una alícuota menor para otros productos. Las necesidades de corto plazo lamentablemente se imponen. Como parte del gasto en subsidios está

atado al dólar (generación), deberán aumentar las retenciones. El aumento en el costo de la generación provocado por la devaluación es intransferible a la tarifa.

Desde el lado positivo, el sector privado argentino (bancos, familias y empresas) tienen una posición acreedora en dólares, más activos que pasivos. Con lo cual, la devaluación no va a generar problemas de solvencia macroeconómica en el sector privado, a diferencia de la Argentina del 2001 o la Turquía actual. Sí va a generar fuertes efectos redistributivos. Por otra parte, afortunadamente durante la corrida cambiaría los plazos fijos en pesos y en dólares se mantuvieron firmes..

Creo que el tipo de cambio hizo una parte del trabajo, ayudará a comprimir el déficit externo drásticamente vía un gran costo social. El FMI hizo otra parte, terminar de cerrar el programa financiero. La flexibilidad en el programa del FMI pone en evidencia que el organismo necesita un caso de éxito y apuesta a que por nuestro país no sea otro fracaso. El que falta que ponga su parte es el Gobierno, tanto en términos fiscales como en términos políticos. Esperamos que reaccione de una vez.

En términos de deuda, dado la falta de comunicación del Gobierno, no tenemos certeza del monto a refinanciar en dólares. Pero haciendo una estimación, si el FMI pone a disposición los fondos previstos inicialmente para el 2020 y 2021 en 2019, el Gobierno ni siquiera tendría la necesidad de renovar las letes que van venciendo. Nos cree tan poco el mundo que debemos cerrar un programa financiero con un año y medio de anticipación. Los problemas de flujo de dólares se arreglan con buenas políticas ó, en este caso, con devaluación y recesión.

Dicho esto, considero que Argentina seguirá cumpliendo con sus compromisos. Pensemos el caso contrafáctico, ¿para que defaultear roles de deuda por U\$8.000 millones si el bache de la cuenta corriente y el atesoramiento es cinco veces mayor? Una vez un profesor me dijo que la solución fácil a un problema de atraso cambiario era no haberlo dejado apreciar en primer lugar.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia