

Estudio Bein & Asociados

Default no...¿Investment Grade?

Síntesis:

El día después del Canje, las condiciones financieras para Argentina no cambiaron a pesar de que la aceptación (67%) fue mejor a la esperada por el Gobierno (60%). El Global 17 rinde hoy en el mercado 12%, por encima del dígito que el Ministerio de Economía anunció está dispuesto a convalidar, de modo que aún cuando este era un paso necesario para avanzar hacia la normalización financiera del país, en términos estrictamente financieros el resultado directo de la operación es hasta ahora un aumento en las necesidades de caja equivalentes a US\$1.200 millones en los próximos dos años y un aumento en el stock de deuda en régimen de US\$6.520 millones.

También es cierto que el escenario de aversión al riesgo generado a partir de los eventos en Europa condicionó estas tasas y que el dígito no está tan lejos, por lo que de continuar la caída en la volatilidad observada en las últimas semanas frente a la reacción tardía de la política en Europa, sería posible acceder a algún financiamiento. Sin embargo, lo interesante de esta historia es que el acceso al crédito no es condición necesaria para evitar una crisis. Como venimos sosteniendo, es posible armar escenarios hasta fines 2011 sin crisis y sin crédito aún en un contexto donde la política fiscal del gobierno y la oposición sigue priorizando maximizar el corto plazo en lugar de recuperar el superávit fiscal una vez que la demanda privada arrancó con fuerza.

La utilización de cajas alternativas desde 2007, en conjunto con una decisión de política de licuar la deuda indexada (manejando el CER) y las compras de las agencias del gobierno a precios de default de títulos en 2008, generó una drástica caída en las tenencias de deuda pública por parte del mercado, aún en un contexto donde el superávit fiscal genuino se evaporó. Computando la nueva deuda originada en el canje y excluyendo las tenencias intra sector público (ANSES, BCRA y otros) y la deuda con organismos internacionales, el ratio deuda pública a PIB se reduce a 23,4% del PIB (luego del canje), en tanto los vencimientos de intereses y amortizaciones ascienden a 2,5% del PIB en lo que resta del año y a 3,7% del PIB el próximo. Paradójicamente, la ausencia de financiamiento es la que determina su baja calificación y convalida altas tasas de interés, aunque al mismo tiempo es la contrapartida de un aumento significativo en la solvencia.

Es evidente que la utilización de cajas alternativas no es inocua y no es sostenible para siempre. La utilización de los ahorros de la ANSES para financiar gasto corriente reduce la solvencia intertemporal del esquema previsional, más aún cuando parte del aumento en el gasto se originó en un aumento del número de prestaciones y en la caída de la relación activos-pasivos. En tanto la utilización del BCRA como prestamista del Gobierno acelera el achicamiento de los colchones vía una mayor inflación y un desplazamiento del tipo de cambio de equilibrio. Aunque en un contexto de superávit de dólares por la cuenta corriente y abundantes reservas en el BCRA, el desplazamiento cambiario se realiza por debajo del nivel actual y permite en el corto plazo seguir manejando la política cambiaria como ancla antiinflacionaria vía una devaluación anual del 7-9%.

Evidentemente, la inyección fiscal permanente como mecanismo para incentivar la demanda tiene sus límites, sobre todo cuando la economía se acerca al pleno empleo, aunque con un horizonte de 15 meses hasta las elecciones, este límite parece manejable. El nivel de gasto interno actual se condice con un nivel de importaciones que medido a precios constantes y en términos per cápita se ubica 33% por encima del de 1998, y con una oferta local que reacciona poco en el corto plazo, este número tiende a aumentar. Los dólares del sector primario y las manufacturas agropecuarias financian por ahora este ritmo, pero evidentemente, y a menos que el salto en la productividad del agro o en sus precios resulte de tal magnitud que permita extender esta situación en el tiempo, es razonable pensar que hay un nivel de gasto interno (público y privado) que elimina los superávit gemelos. Se acaba el "vivir con lo nuestro" y sin crédito va a ser necesario rearmar entonces los colchones moviendo el tipo de cambio con los costos inherentes a esta decisión en términos redistributivos y de inflación. La alternativa en una economía sin colchones, es abrir el crédito. Partiendo de un bajo apalancamiento y adoptando ciertas medidas pro mercado, esta trayectoria permitiría evitar una devaluación agresiva en el arranque de la próxima gestión. Si bien en el corto plazo, la política económica es predecible, la reacción del mercado respecto al rumbo a adoptar en la combinación de crédito-dólar (léase ingreso o salida de capitales) dependerá cada vez más del escenario electoral. Un acuerdo político que permita bajar la nominalidad del crecimiento del gasto y de la carrera entre precios y salarios será esencial en cualquiera de los dos escenarios.

6 de julio de 2010

El canje todavía no paga

- ✓ El programa Financiero después del Canje
- ✓ ¿Desendeudamiento sin superávit fiscal?...
- ✓ ...El impacto sobre los flujos
- ✓ La caja de la ANSES: flujo vs. stock
- ✓ BCRA y los tres mecanismos
- ✓ La discusión en torno al 82% móvil
- ✓ El Mundo: ¿Peligra la recuperación?
- ✓ La respuesta europea: "tarde pero insegura"

Directores:

Miguel R. Bein
mbein@estudiobein.com.ar

Marina Dal Poggetto
mdalpoggetto@estudiobein.com.ar

Analistas:

Martín Vauthier
mvauthier@estudiobein.com.ar

Federico Furiase
ffuriase@estudiobein.com.ar

Iñaki Alvarez
ialvarez@estudiobein.com.ar

Gestión administrativa:

Mariana Pascucci
mpascucci@estudiobein.com.ar

Estudio Bein & Asoc.

San Martín 296 - 6° Piso (C1004AAF) – Buenos Aires, Argentina

Tel. / Fax: (54 11) 4393-1689 / 93 / 94

infoestudio@estudiobein.com.ar, www.estudiobein.com.ar