

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

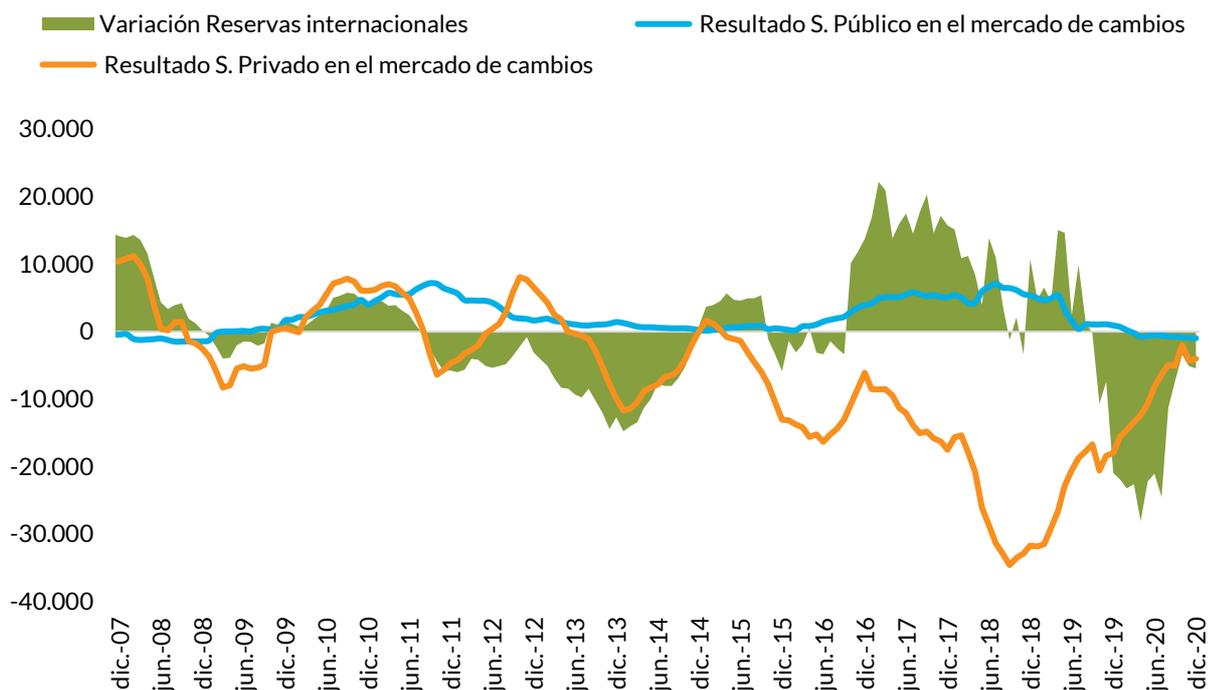
POR QUÉ EL FONDO EXIGE METAS DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS

Las negociaciones para un nuevo acuerdo con el FMI se centran en dos ejes: la reducción del déficit fiscal y la acumulación de reservas. Nuestro principal acreedor demanda políticas y metas explícitas para ambos con el fin de garantizarse que recuperará los usd 44.000 millones más intereses que prestó. El mayor desafío para la Argentina está en el frente externo, o puesto en otras palabras, cómo acumular dólares en el Banco Central no sólo para pagarle al Fondo sino a los acreedores privados reestructurados y también generar divisas suficientes para pagar importaciones, deuda del sector privado y la siempre presente dolarización de carteras. El dato relevante es que en los próximos 7 años sólo por vencimientos de deuda pública se requerirán usd 75.000 millones.

- De acuerdo con el INDEC, el stock de deuda externa se ubicó, a valor de mercado, en usd 217.000 millones en el tercer trimestre de 2020. En consecuencia, los compromisos del sector público y privado con el exterior representan 59% del PIB, 9 puntos más que un año atrás. El aumento se debe exclusivamente a la caída del producto en dólares (-16%), dado que en términos absolutos los pasivos se mantuvieron en el mismo nivel.
- El principal deudor es el sector público, con 65% del total, seguido por el privado no financiero, 32%, y finalmente por el sector privado financiero, 3%. A la hora de afrontar los pagos en divisas –más del 90% de la deuda externa- todos deben recurrir al mercado único y libre de cambios (MULC). Y ahí radica uno de los problemas centrales de la macro argentina; a pesar del cepo y el derrumbe del nivel de actividad, el MULC fue deficitario en aproximadamente usd 5.000 millones a diciembre. Por esa razón, en 2020 las reservas internacionales cayeron en usd 5.450 millones.
- En la última década, el resultado del sector privado en el mercado de cambios fue deficitario en 7 años, por nada menos que usd 99.100 millones. Y al igual que en 2020, lo financió el sector público vendiendo reservas o endeudándose en dólares. El problema es que en adelante ninguna de esas opciones es viable. El desafío de Alberto Fernández y los próximos gobiernos es garantizar las condiciones para que las familias y las empresas generen más dólares de los que utilizan.

UNA DINÁMICA INSOSTENIBLE

-acumulado 12 meses-



Fuente: Analytica en base a BCRA.

LAS DIFICULTADES SE ACELERAN DESDE 2024

- La estrategia planteada en las negociaciones con el FMI, y acordada antes con los acreedores privados, se basa principalmente en ganar tiempo para acumular los dólares suficientes al nuevo cronograma de compromisos externos. Con la reestructuración de la deuda privada, el gobierno se aseguró que sólo necesitará usd 3.600 millones para afrontar los pagos hasta 2023. A su vez, de alcanzarse un acuerdo razonable con el FMI, el esfuerzo por pago de intereses le demandaría otros usd 4.000 millones, dejando las cancelaciones de capital para el próximo gobierno. Hasta el cierre de la gestión Fernández el perfil de compromisos es muy asequible.
- Pero a partir de 2024 el escenario se vuelve mucho más complejo. Por caso, durante ese año vencen usd 13.000 millones (FMI + deuda con privados), casi el doble de la suma de los tres años anteriores. Y para el periodo 2025-2027 el perfil de vencimientos aumenta a usd 18.000 millones promedio por año. Es evidente entonces por qué tanto el FMI como el gobierno entienden que la acumulación de reservas tiene que empezar lo antes posible. En los próximos siete años el sector público necesita acumular dólares para cancelar deuda por usd 75.000 millones. Es el equivalente al volumen de déficit acumulado en el mercado de cambios en el mismo lapso.
- Ahora bien, a las necesidades financieras del sector público se suman las del sector privado. Entre 2016 y 2019, las empresas aumentaron considerablemente su endeudamiento en dólares con un perfil de vencimientos de muy corto plazo. Esa característica fue el principal motivo por el que el BCRA a mediados de setiembre las forzó a renegociar su deuda, comercial y financiera, en moneda extranjera.

- En un informe que verá la luz en las próximas semanas, Analytica estima la demanda estructural de dólares en base a cuatro pilares: deuda pública con privados, con organismos, deuda privada y demanda por atesoramiento. Estos vectores constituyen un piso y un techo para la oferta de dólares, conformada por las emisiones primarias de deuda pública y privada y el superávit en cuenta corriente. Esto es, dependiendo del nivel de credibilidad del gobierno y de la capacidad estimada de repago del sector privado, habrá más o menos presión sobre la cuenta corriente, la responsable de aportar los dólares para los pagos de deuda y el ahorro de las familias.
-
- Para lograr un saldo positivo de la cuenta corriente cambiaria, el gobierno no sólo depende de mejorar el saldo comercial sino también de controlar la nominalidad de la economía. Una inflación por encima del 40%, y tasas de interés reales negativas – ver Analytico #585- incentivan la dolarización, en detrimento de la cuenta corriente y del refinanciamiento voluntario de los vencimientos de deuda. Mientras los agregados monetarios sigan desalineados respecto de la demanda de pesos, la presión sobre los dólares financieros se mantendrá, lo que a su vez afecta las expectativas de devaluación; generando el adelantamiento de importaciones, la postergación de liquidación de exportaciones y la cancelación anticipada de deuda en moneda extranjera.
-
- El gobierno no debe perder el objetivo de reducir la brecha cambiaria, estabilizar la macro y aplicar un plan creíble y sostenible para reducir la inflación. Pero es claro que se necesita mucho más para evitar llegar a 2024 nuevamente a las puertas de un default. Hay que cambiar de raíz los incentivos que generan un mercado de cambios estructuralmente deficitario.