Argentina, vuelve el FMI: La crisis no tocó Fondo

Por: Esteban Mercatante and Paula Bach
Globalizacion, 10 de mayo 2018
La Izquierda Diario 9 May, 2018

Región: América Latina, Caribe
Tema: Economía

Después de 15 días de corrida, el gobierno apeló al FMI. ¿Cómo sigue la película? ¿Qué explica la persistencia de la corrida contra el peso?

La reaparición del FMI en el primer plano despierta la tentación de realizar comparaciones entre la situación actual y algunos de los episodios de descalabro económico del país que están grabados en la memoria colectiva, como es el caso del 2001. En ese entonces, la Argentina quedó expuesta como uno de los eslabones más débiles del sistema mundial en un contexto de crisis e inestabilidad internacional, por el nivel de endeudamiento, los desequilibrios de su cuenta corriente, y las dificultades que creaba el régimen de convertibilidad que los agravaron. Una síntesis de los momentos de esta crisis y del rol del FMI puede leerse acá. La responsabilidad del FMI en todos los sucesivos actos de la misma es innegable. Lo mismo ocurre si nos remontamos a la política económica de la dictadura que inició la vorágine de la deuda externa.

Las comparaciones resultan inevitablemente odiosas. Por eso, ayer el ministro Nicolás Dujovne buscó remarcar que la situación nada tendría que ver con la de ese entonces. Sería "financiamiento preventivo" lo que el gobierno de Mauricio Macri estaría buscando.

Pero, ¿qué nos dice esta repentina necesidad del respaldo del FMI ante una persistente corrida cambiaria sobre el Estado de la economía argentina? ¿Es hoy un eslabón débil en un contexto internacional como aquel?

Para el gobierno de Macri, la "culpa" de la corrida imparable estaría enteramente en la situación internacional. Lo mismo que decía el kirchnerismo cuando gobernaba Cristina, y el parate económico después de 2011 era porque "el mundo se nos cayó encima". En ambos casos, el panorama internacional actúa, pero no es todo.

"¡Que se vaya todos!", la consigna en la crisis económica de 2001

Lo que viene de la economía internacional

Un primer elemento que empezó a cambiar el panorama internacional en los últimos meses es que los Estados Unidos (EE UU) empiezan a atraer capitales que estaban invertidos en otros países. Los títulos del Estado de ese país (bonos del Tesoro) son la base de comparación para los rendimientos de los activos de los demás países. Cuanto mayor es la tasa que pagan los mismos, menos atractivos resultan para los inversores otros activos menos "seguros".

El episodio que muchos señalan como disparador de las turbulencias fue el aumento de las tasas de interés de los bonos del Tesoro norteamericano de 10 años. Si el rendimiento de esos bonos había llegado al 2,9% cuando se produjo la caída de Wall Street en febrero pasado, ahora su tasa superó el 3%, cuestión que se considera una "barrera psicológica" porque no alcanza ese valor desde el crítico año 2014.

Estos bonos a 10 años son uno de los tipos de títulos de deuda pública que emite el Estado norteamericano regularmente para financiarse -el Tesoro emite bonos de corto, mediano y largo plazo. Estos se venden en subastas públicas (mercado primario) y tienen un interés nominal fijo pero su precio varía según las oscilaciones de la oferta y la demanda. Por lo tanto el interés efectivo varía en términos reales en relación inversa al precio del bono. Dentro de los elementos que varían la demanda, como se trata de instrumentos de deuda de largo plazo, se encuentran las expectativas de inflación. Si los tenedores de bonos esperan un incremento de la inflación, como está sucediendo ahora, tienden a vender esos bonos ya que las acreencias se desvalorizan con el aumento de la inflación. Cuando esto ocurre significa que se pasan al dólar, por lo que este último se revaloriza. Se produce entonces una mayor demanda de dólares y el dólar aumenta su precio.

Son varios los motivos que explican esta suba. En primer lugar, la perspectiva de que la Reserva Federal (Fed), que es algo así como el banco central norteamericano, suba las tasas de los bonos de corto plazo, que son las que regulan la política monetaria. A pesar de que en su reunión de abril la Fed no subió las tasas, sus anuncios hicieron preveer una próxima suba en la reunión de junio. Si bien esta suba es parte de las tres programadas para este año que aún mantienen a las tasas en mínimos históricos, estos incrementos agregados a las tres subas del año pasado, implican un encarecimiento del dinero frente a casi una década de tasas cercanas a cero y esto sucede en un contexto de alto endeudamiento público y corporativo -como rasgo particular de estos últimos años.

Además se produjo una combinación de elementos en la economía norteamericana que hace temer a los "inversores" un cuarto incremento de tasas por parte de la Fed este año, pero sobre todo un sendero de conjunto más ascendente. Entre ellos se debe mencionar el aumento del déficit por la reforma impositiva de Trump que obliga al Estado a tomar más deuda, una solidez relativa de la economía norteamericana -aunque menor a la esperada- con aumentos salariales mínimos pero superiores al promedio de los últimos años, una decreciente tasa de desempleo y los anuncios de la Fed de que la economía se acerca a las metas inflacionarias.

De todas estas variables se desprende el temor tanto a una mayor inflación en EE UU como a un aumento más acelerado de las tasas de interés de la Reserva Federal. La combinación de estos elementos que muchos comparan con el temor que generó la amenaza del "tapering" en 2013 (reducción de compra de Bonos de largo plazo que había realizado la Fed con sus Quantitative Easing), indujo a una menor demanda de los bonos a 10 años, lo que se tradujo en una disminución de su precio y por lo tanto en un aumento de la tasa de interés.

A esto hay que agregar otros elementos críticos como la inestabilidad que dejó la caída de febrero -con valores bursátiles máximos que en general se consideran "techo"-, las amenazas comerciales permanentes de Trump -más allá de que cuanto haya de real y cuanto de discursivo- así como el retiro de los EE UU del Tratado con Irán que este anunció ayer, que entre otras cosas preanuncia que se acentuarán las presiones sobre el precio del petróleo -que ya viene en alza.

Se anticipan aumentos sucesivos aumentos de la tasa de interés de referencia de Estados Unidos

La combinación entonces de la venta de bonos del tesoro que revaluó automáticamente el dólar y la expectativa de que aumentos de tasas de interés de la Fed impulsen hacia arriba la divisa, son los dos factores claves que impulsan la revaluación del dólar en el mercado internacional. Este fortalecimiento de la moneda norteamericana es resultado de que los activos de este país atraen el capital dinerario, en detrimento de los activos de otros países. Esto significa que la Argentina, junto con el resto de los países dependientes que las finanzas internacionales rotulan como "economías emergentes", deja de recibir la significativa entrada de capitales de corto plazo que se venían volcando a activos en el país. Durante los dos años de gobierno de Macri, el país tuvo una entrada de capitales que de USD 30 mil millones, mayormente dirigidos a comprar Lebacs o invertir en el mercado bursátil y sólo minoritariamente destinados a inversión productiva, que compensaron en parte la fuerte salida de capitales.

Ahora, por el contrario, todo el panorama se mueve en el sentido de "inversores" más cautos, "vuelo hacia la calidad" (como dicen la jerga financiera cuando los especuladores se refugian en activos identificados como más seguros y confiables), menos abundancia de fondos para los países "emergentes" y mayores tasas.

Esta reversión de capitales es lo que empujó la devaluación de la moneda en países latinoamericanos como Brasil, Chile, Perú, Colombia, y un largo etcétera. El movimiento tuvo alcance global, y otro de los países donde pegó más fuerte junto con la Argentina es Turquía. El Banco Central de la República Argentina intentó resistir esta tendencia a que se depreciara el peso frente al dólar, que en los últimos 15 días tuvo como uno de sus disparadores esta reorientación global de los flujos de capitales.

El sendero marcado por la Fed para las tasas de corto plazo, y el mayor rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años, confirman ambos el panorama de un encarecimiento del financiamiento internacional. Esto significa que la tasa de base para endeudarse para países

como la Argentina, dada por las tasas de los bonos del tesoro, son más altas. Esto es una mala noticia para el gobierno de Macri, pero que ya estaba inscripta en la situación desde comienzos de año. Por eso el ministro de Finanzas Luis Caputo se apuró y emitió más de USD 10 mil millones en los primeros meses del año, con el objetivo de asegurarse el financiamiento a tasas de 6 %.

No está descartado que en una situación económica con pies de barro y elementos fuertes de inestabilidad y en el marco de una situación política con agudos rasgos de imprevisibilidad, estemos entrando en un nuevo episodio de crisis económica internacional que podría golpear agudamente a los llamados "países emergentes" tanto por la vía de un retorno masivo de capitales hacia el centro como por las consecuencias derivadas de la revaluación del dólar en los precios de las materias primas. Señales de que esto puede ocurrir hay varias, aunque aún no sea lo que da tónica a la situación.

En suma, podemos decir que el panorama financiero internacional no es el de la abundancia de liquidez creado hasta hace unos años por las políticas monetarias expansivas a tasa cero de los principales bancos del mundo.

Dólar dependencia

Bastó este estrechamiento de la situación internacional para exponer las fragilidades de la economía argentina. Estas no son una novedad de las últimas dos semanas. A pesar del entusiasmo que Macri afirmaba recibir en cada foro internacional que visitaba, ya en noviembre Standard & Poor había ubicado al país entre los cinco más vulnerables ante un deterioro de la situación internacional.

Esto es así no tanto por la magnitud de la deuda (aunque creció de manera formidable desde que asumió Cambiemos, la deuda pública emitida en moneda extranjera con el sector privado ronda el 30% del PBI, comparativamente baja) como por el ritmo de su crecimiento. Y sobre todo, por el déficit de cuenta corriente que esta debe financiar. Cuando hablamos de déficit de cuenta corriente, hablamos del saldo neto de comercio exterior, hoy deficitario, a lo que ese suma el peso de intereses de la deuda pública en dólares, etc. Todo esto suma hoy la friolera de 5 % del PBI, es decir USD 30 mil millones de dólares al año.

El gobierno de Cambiemos solventó esto con endeudamiento (las emisiones de deuda pública en dólares en dos años alcanzaron los USD 75 mil millones), y con la apelación a la entrada de capitales, que como señalamos más arriba no se quedó atrás.

Las fragilidades de la economía nacional se agravan por la liberalización total de capitales encarada por el gobierno de Macri cuando asumió, eliminando el cepo y los encajes que regían para los capitales que ingresaban al país hasta mediados de 2016. Además, por el endeudamiento del BCRA a través de las Lebac, que generó una vorágine cada vez más difícil de administrar, y en la cual también participaron inversores extranjeros, lo cual no hizo más que agravar una bola de nieve financiera que sólo la abundancia de capitales hizo parecer poco trascendente. Cada 35 días, se producen vencimientos de títulos a tasas que desde que preside la entidad Federico Sturzenegger fueron siempre superiores al 20% anual, con lo cual la cantidad de papeles a renovar es cada vez mayor. Si el BCRA no las renueva plenamente (lo cual significa emitir más, para absorber también lo que paga por intereses), quedan pesos en circulación que pueden volcarse a comprar dólares. Como la inflación no baja como prometía el gobierno, sino que se mantiene como resultado de medidas como los tarifazos, tampoco pudo el BCRA bajar las tasas que paga por colocar

Lebac. Con los inversores mirando siempre la competencia dólar/tasas, el BCRA está obligado a alimentar la bicicleta financiera para no afectar todavía más la situación del tipo de cambio. Pero los costos lo hacen cada vez más difícil de sostener.

A pesar de que el gobierno se apuró a cerrar en los primeros meses las necesidades de financiamiento del año en dólares, bastó que empezara a ralear esta segunda fuente de divisas, para desnudar el talón de Aquiles del "modelo M".

Buena parte de los analistas remontan la corrida a la pérdida de "credibilidad" del BCRA por el cambio de la meta de inflación anunciada el 28 de diciembre de 2017. Se trata de una falacia. Después del cambio de meta, y con las idas y vueltas de estos meses, se evidenciaron las dificultades que ya estaban latentes por la incapacidad de la economía local para asegurar la permanencia de los capitales de corto plazo en activos en pesos si no es asegurando tasas de interés exorbitantes. Ya desde el mes de marzo, el BCRA estuvo obligado a realizar intervenciones en el mercado cambiario, vendiendo dólares, para mantener estable su cotización alrededor de los 20 pesos.

En las últimas dos semanas esta intervención no fue suficiente, a pesar de que el gobierno llegó a volcar la friolera de USD 1.200 millones diarios y sacrificó el 12% de sus reservas en pocos días (hoy el nivel de reservas que tiene el BCRA es el mismo del primer día del año). Por eso, el viernes la autoridad monetaria estuvo obligada a subir la tasa de referencia de la política monetaria a 40%, y a reducir las tenencias de activos en moneda extranjera permitidas a los bancos, de 30% a 10%. Además, Hacienda anunció el mismo viernes su compromiso a profundizar el ahorro fiscal, reduciendo la meta de déficit primario (antes del pago de deuda), de 3,2% a 2,7%.

Todo esto, ya había mostrado la falta de herramientas para hacer frente a una corrida: se trató de medidas verdaderamente extremas, que sin embargo solo permitieron para ganar una calma cambiaria por menos de dos días. Esto explica que Macri debiera anunciar ayer la iniciativa de negociar un crédito con el FMI.

¿Y ahora?

El acuerdo con el FMI, que podría llegar a USD 30 mil millones, es una de las últimas grandes cartas del gobierno para buscar aplacar la corrida cambiaria. Ayer el dólar se desinfló durante la jornada, pero al final de la misma estaba de vuelta en alza.

Aunque con el respaldo del FMI, sumado a los casi USD 30 mil millones de reservas netas de poder de fuego que podemos estimar que tiene el BCRA para intervenir en el mercado (descontando de sus USD 55 mil millones los swaps con otros bancos y otros rubros), el gobierno apuesta a mostrar que tiene respaldo para ganar la pulseada por el tipo de cambio, lo cierto es que está jugando con fuego. El organismo financiero internacional, sumado a la reaparición televisiva de Cavallo la semana pasada, son fantasmas que pueden empujar a los ahorristas a buscar poner sus depósitos a buen resguardo, alimentando nuevamente la desconfianza en los bancos, algo que hasta ahora no venía ocurriendo.

Como elemento moderador que limita el agravamiento mayor de lo que es hasta ahora una crisis eminentemente cambiaria, está el hecho de que el sistema financiero no se encuentra por ahora comprometido. Otro aspecto es que el Tesoro se apuró a cubrir buena parte de su necesidad de financiamiento en dólares a comienzos de año, y que eventualmente podría cubrir lo restante con aportes del FMI cuando prospere el acuerdo actual. Con el recorte

fiscal anunciado, redujo los planes de endeudamiento, al precio de una menor actividad económica.

Depreciación cambiaria

La devaluación de la moneda respecto del dólar, que es de 12% en el último mes, ya constituye una derrota para el gobierno, que buscó evitarla después de haber ajustado intencionalmente el tipo de cambio a comienzos de año, para llevarlo a 20 pesos. Esta pérdida de la pulseada cambiaria, sumada a la seguidilla de medidas aplicadas en los últimos días, podrían ser alicientes para una estabilización momentánea de la cotización en los niveles actuales.

Dicho esto, la falta de herramientas del gobierno y la voracidad de los que tienen mucho que ganar con un tipo de cambio más alto, aunque se trate de jugar con fuego, no permiten descartar que continué la corrida. El *Financial Times* recordó ayer que ni siquiera a Inglaterra le fue bien cuando pulseó contra el mercado (más puntualmente contra Soros) en 1992 para sostener la libra, y sugirió que la Argentina debería dejar que el mercado le imponga una nueva cotización más alta. El pequeño detalle es que cada punto porcentual de depreciación, se traduce en una inflación proporcionalmente más elevada.

Una fecha verdaderamente crítica será el próximo martes 15 de mayo, cuando el BCRA tendrá que renovar vencimientos de Lebac por $ 680 mil millones, es decir USD 30 mil millones a la cotización actual. Esto equivale a más de la mitad de las reservas totales que cuenta la entidad que preside Federico Sturzenegger.

Si renueva estos títulos a la tasa que hoy fijó en el mercado secundario de Lebac (40 %), se comprará un problema todavía más gigantesco para 35 días después. Esto es porque más del 60% de las letras que el gobierno emite vienen siendo al plazo más corto, que son 35 días; los inversores no toman plazos más largo porque en cada ocasión la clave es ver cómo quedan en la carrera tasa/dólar. Todo lo que pudiera quedar sin renovar (en algunas de las últimas emisiones llegó a 10% lo liberado) meterá más presión sobre el tipo de cambio. Pero seguir renovando estos volúmenes hace crecer el pasivo del BCRA hasta niveles insostenibles. Por eso, cada vez son más los analistas que hablan de un posible canje compulsivo de las Lebac por títulos de más largo plazo, como fue el plan Bonex. Más

recuerdos intranquilizadores.

Todo esto convierte al 15M en un verdadero día D. Por como estamos hoy, con una corrida todavía a flor de piel, podemos decir que todo preanuncia que ese día podría haber nuevos saltos abruptos de la tasa, o un vuelco generalizado al dólar que redoble las presiones de estos días.

El costo que ya está asegurado, aún si logran en los próximos días contener una situación que hoy se sigue mostrando desmadrada, es una mayor inflación para este año, que será igual o mayor que la de 2017, y un frenazo de la actividad económica que responde a tres elementos que son resultado de esta corrida: 1) la mayor suba de precios que pega en el costo de vida mientras el gobierno sigue empujando por el 15 % para las paritarias; 2) las restricciones crediticias que imponen las siderales tasas actuales, y 3) el recorte de la obra pública que está incluido en la reducción del gasto anunciada el viernes de la semana pasada.

Con el FMI, como se sabe, el diablo está en los detalles. Por ahora, si tomamos como cierto lo dicho ayer por Dujovne (el mismo que dijo sin sonrojarse que no hay motivos para cambiar la meta de inflación), el acuerdo con el organismo iría con un aval de la meta fiscal ya presentada por el gobierno, y no incluiría la exigencia de un mayor recorte fiscal. Pero con el organismo financiero internacional esa es una posibilidad que nunca puede descartarse. Esto significa que, ahora con el empuje del FMI, y en un contexto más adverso que obliga al gobierno a mostrar más firmeza en la hoja de ruta de su "sinceramiento", puedan venirse nuevos choques de fuerza ante intentos de ataques más duros del gobierno contra los trabajadores y el pueblo.

Rechazar el recurso al FMI y sus planes, con los que Macri apuesta a oxigenarse para continuar con su plan de vaciamiento nacional en beneficio del empresariado más concentrado, es una tarea de primer orden. Digamos no al FMI. Que la crisis la paguen los capitalistas.

Esteban Mercatante

Paula Bach

La fuente original de este artículo es La Izquierda Diario
Derechos de autor © Esteban Mercatante and Paula Bach, La Izquierda Diario, 2018

Comentario sobre artículos de Globalización en nuestra página de Facebook
Conviértase en miembro de Globalización

Artículos de: **Esteban Mercatante** and **Paula Bach**

Disclaimer: The contents of this article are of sole responsibility of the author(s). The Centre for Research on Globalization will not be responsible for any inaccurate or incorrect statement in this article. The Center of Research on Globalization grants permission to cross-post original Global Research articles on community internet sites as long as the text & title are not modified. The source and the author's copyright must be displayed. For publication of Global Research articles in print or other forms including commercial internet sites, contact: publications@globalresearch.ca

www.globalresearch.ca contains copyrighted material the use of which has not always been specifically authorized by the copyright owner. We are making such material available to our readers under the provisions of "fair use" in an effort to advance a better understanding of political, economic and social issues. The material on this site is distributed without profit to those who have expressed a prior interest in receiving it for research and educational purposes. If you wish to use copyrighted material for purposes other than "fair use" you must request permission from the copyright owner.

For media inquiries: publications@globalresearch.ca