

08 de Junio de 2018

Detalles del acuerdo

Ayer por la noche se confirmó el acuerdo con el FMI para acceder al programa Stand By por un total de U\$50.000 millones en un plazo de 3 años. Además, el Gobierno consiguió otros U\$5.650 millones con el tridente BID, BM y CAF a desembolsarse durante los próximos 12 meses. Como mencionamos en el informe de la semana pasada, el Poder Ejecutivo podría asegurarse los fondos para cerrar el programa financiero de los próximos dos años, reduciendo drásticamente el riesgo de roleo de deuda. Para que esto finalmente ocurra, deberá cumplir con las metas pautadas con el FMI.

Antes de entrar en la descripción del acuerdo, una breve opinión. El acuerdo implica una reconfiguración de la política económica muy importante, desde sus dos pilares. Cambia el sendero fiscal a partir del año próximo, con lo cual el Gobierno tendrá menos poder para manejar el presupuesto dado que por definición tendrá que ajustar la parte flexible de las erogaciones. En segundo lugar, cambia radicalmente la política monetaria, no sólo las metas de inflación sino completamente su ejecución. Me parece incomprensible como el BCRA tiene todavía la misma conducción luego de tantos desaciertos en el diagnóstico y en la ejecución.

Pasando al mercado, dos reflexiones. En primer lugar, si bien la paridad de los bonos por el momento (precios del viernes al mediodía) no celebró mucho el acuerdo, creo que este traerá tranquilidad "financiera" en los próximos meses, simplemente por la reducción drástica en las necesidades de renovación. La segunda reflexión es que un auditor externo corrigió completamente la implementación de la política económica y muchos de estos cambios lo veremos recién con el correr de las semanas. Cambió la interacción entre la política monetaria y la política fiscal. Esta incertidumbre, en mi opinión, también explica porque los precios no acompañaron el anuncio del acuerdo como se esperaba.

El préstamo Stand By

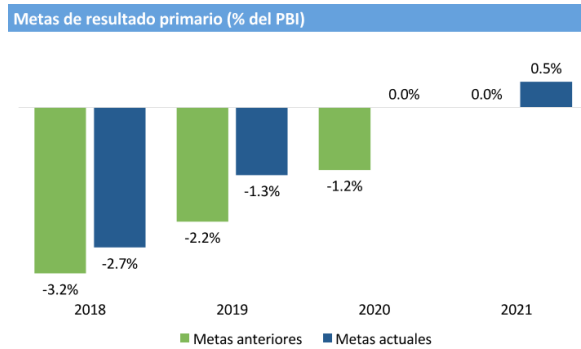
Detallamos lo que se fue divulgando en los medios y la información oficial hasta el momento. El monto alcanza un total de U\$50.000 millones pero ejecutable a lo largo de tres años, siempre sujeto al cumplimiento de ciertas metas. Los desembolsos se ejecutarán de forma parcial, dependiendo de las necesidades del Estado Argentino y del cumplimiento de los condicionamientos. Habría un desembolso inmediato de U\$15.000 millones. Todavía no se estableció que porcentaje del monto iría al BCRA para las reservas y que parte directamente al Tesoro. Por los trascendidos, la mayoría iría al Tesoro. Vale aclarar que estos dólares no tienen por qué terminar como oferta en el mercado de cambios. Parte importante irá a refinanciar deuda y sólo la porción restante terminará ofertada por el Banco Nación a cuenta del Tesoro en el mercado. Las magnitudes dependerán de cuanto del Stand By terminemos utilizando, lo que a su vez también dependerá de la renovación del stock de letes (cerca de U\$18.000 millones). Es más, si el costo de fondeo baja, podremos ver incluso algunas emisiones de deuda. Pero en principio, al bajar el déficit proyectado, menores serán las divisas ofertadas en el mercado por el Tesoro.

El costo del fondeo estará muy por debajo de la tasa de mercado para nuestro país, será la tasa variable aplicable a los derechos especiales de giro (hoy en 0,96%) más un spread. Según lo que trascendió en los medios, iría desde 1,96% a 4,96%, dependiendo del monto y plazo requerido.

Las exigencias

Se cambian las metas fiscales, acelerando la convergencia al equilibrio. Para este año no hay cambios a la última meta anunciada del 2,7%, pero sí es muy exigente para el año próximo. La nueva meta del déficit para el 2019 es del 1,3% contra el 2,2% previo, lo que obligará a bajar los gastos de capital (obra pública) y también los gastos corrientes menos atados a la inflación pasada. La viabilidad de la meta estará muy ligada al crecimiento del año próximo. Por otro lado, como la meta es mucho más exigente para el 2019 que era el 2018, sobre finales de año

seguramente veremos una reducción al mínimo de la deuda flotante para el 2019.



Fuente: Presentación Ministerio de Hacienda.

Por otro lado, el FMI exigió terminar de raíz con la monetización del déficit. Se terminan los adelantos transitorios, el BCRA deja de comprarle dólares al Tesoro y finalmente incorpora las normas NIIF para la elaboración de sus estados contables, lo que baja la valuación de sus activos (letras intransferibles) y reduce las futuras transferencias al Ejecutivo por el resultado cuasifiscal.

Por otro lado, el acuerdo obliga al BCRA a bajar el stock de Lebac en el tiempo mediante el siguiente mecanismo. El Tesoro emite deuda en pesos en el mercado, con esos pesos le compra letras intransferibles al BCRA y este luego usa esos pesos para recomprar Lebacs. No cambia la deuda consolidada, pero baja la correspondiente al BCRA y sube el stock del Tesoro con efectos monetarios en principio neutros. El monto será por el equivalente a U\$3.125 millones por trimestre hasta alcanzar un total de U\$25.000 millones, un del 58% del stock de Lebacs actual. Seguirán las Lebacs, la noticia que surgió esta mañana en algunos medios fue errónea.

También el BCRA dio a entender que dejará flotar más el tipo de cambio, guardándose el derecho a intervenir. Esto claramente viene por pedido del Fondo. Para administrar la cartera, la relación tasa contra dólar será sumamente volátil, prácticamente una lotería si intenta acertar a corto plazo. Piense en el largo para tomar posición.

Por último, el FMI cacheteó fuertemente las metas, las recetas y los diagnósticos del BCRA. Directamente quitó las metas para el 2018. Las metas serán del 17% en 2019, 13% en 2020, 9%

en 2021 y 5% en 2022. Cambio el mix del gradualismo. Mayor ajuste fiscal pero más holgura monetaria al relajar las metas. Priorizó la solvencia de las cuentas externas. Al dejar flotar el tipo de cambio y reducir el déficit público, el rojo de la cuenta corriente será más sostenible. Prácticamente dio una clase de macroeconomía 1 al equipo económico y exigió mucha más coordinación. La otra parte que nos enseñan en macroeconomía 1 es que si ajusto más rápido el frente fiscal con mayor flotación de la moneda para evitar el atraso cambiario, la sostenibilidad macro mejora pero a costa de un menor nivel de actividad en el corto plazo. Con lo cual, estos cambios no estarán para nada exentos de costos políticos. Para el 2019 falta muchísimo, pero el oficialismo enfrentará un año electoral con política fiscal restrictiva, todo una novedad. Con lo cual, deberá prender dos velas, una a la cosecha y otra a Brasil, para que en 2019 el nivel de actividad pueda experimentar una recuperación y llegar a las elecciones con una economía en marcha.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe