



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 791 – 16 septiembre de 2014

Economía Argentina: Diagnóstico con Reservas

Marcelo Capello

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Economía Argentina: Diagnóstico con Reservas¹

El proyecto de ley para modificar el lugar de pago de la deuda reestructurada y revocar el mandato del Bank of New York Mellon (BONY) como agente fiduciario ya tiene media sanción en el Congreso. La iniciativa del gobierno nacional ofrece una alternativa a los acreedores ante las restricciones a los cobros impuestas por los fallos del Juez Griesa. Llegado a este punto, la pregunta relevante a plantear es si el citado proyecto de aprobarse soluciona el problema central para Argentina relacionado con su deuda externa, cual es la imposibilidad de acceder a los mercados internacionales de crédito, o si el proyecto evitará o demorará por un tiempo prolongado una solución definitiva a tal problema de acceso al financiamiento internacional.

Al respecto, en primer lugar debe advertirse que la estrategia más efectiva para regresar a los mercados internacionales de crédito y lograr además una caída relevante en el riesgo país, que permita obtener financiamiento a tasas razonables, es la que logre un arreglo con el 100% de los acreedores de Argentina. Mientras existan *holdouts*, persiste la posibilidad de conflictos judiciales y embargos, lo que dificulta considerablemente la normalización financiera. En este sentido, solucionar el problema con los acreedores que no entraron a los canjes de 2005 y 2010 permitiría alcanzar una solución que cumpla con el citado objetivo. El proyecto de ley para modificar el lugar de pago, actualmente con media sanción, en cambio, no sólo que no proveerá una solución definitiva al problema de los *holdouts* de los canjes 2005 y 2010, sino que además generará nuevos *holdouts*, en este caso bonistas reestructurados en 2005 o 2010 que no resulten tentados por la nueva oferta o que no puedan acceder a ella por trabas y condiciones institucionales varias.

En este escenario, salvo que el gobierno argentino logre aliviar su restricción de reservas en el BCRA a través de la vía política (aportes de países políticamente cercanos o acuerdos con China), la economía argentina tendrá alta probabilidad de sufrir un proceso de estrangulamiento de balanza de pagos, que obligará a tomar decisiones importantes en materia cambiaria y fiscal. Con éstas medidas, se agravaría la situación recesiva preexistente y la problemática social, en este último caso concretamente la tasa de desempleo y pobreza, ambas en aumento previo al default parcial.

¹ Nota publicada en el diario El Economista el día 11 de septiembre de 2014

Desde febrero de 2011 el BCRA deja de acumular reservas, y estas caen desde U\$S 52.427 millones en ese momento a U\$S 28.780 millones fines de agosto de 2014. ¿Las causas? Son conocidas: La política económica no fue capaz de administrar la abundancia que generaron los elevados precios internacionales de las materias primas, y el sector público cayó en una evolución no sustentable en el tiempo en materia fiscal, energética y de competitividad.

Así, las reservas en moneda extranjera pasaron de representar un 64% del activo del BCRA en 2007, a un 27% en agosto de 2014. De otra manera, la relación entre la base monetaria y las reservas pasó de 2,15 en 2007 a 13,78 en agosto de 2014.

Balance del BCRA
En Millones de u\$s

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	23-ago-14
Reservas+Letras Intransferibles	55.904	55.781	57.528	68.289	72.100	76.785	73.508	71.688
Reservas Netas de Encajes	43.509	41.407	40.636	42.351	40.654	34.824	19.946	21.659
Reservas/Activo	64%	60%	60%	55%	46%	37%	28%	27%
Deuda Pública/Activo	25%	26%	29%	35%	45%	56%	67%	66%
Base Monetaria/Reservas	2,15	2,36	2,55	3,07	4,81	7,10	12,33	13,78
Tipo de Cambio	3,15	3,45	3,80	3,98	4,30	4,92	6,52	8,42
Brecha Tipo de Cambio	-32%	-32%	-33%	-23%	12%	44%	89%	64%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Los vencimientos de deuda con agentes privados entre setiembre de 2014 y diciembre de 2015 suman cerca de 11 mil millones de dólares, que equivalen a casi 40% de las actuales reservas netas del BCRA. Si se tienen en cuenta, además, los vencimientos con organismos internacionales, la carga asciende 50% de las reservas. Adicionalmente, la caída del precio de la soja (cotiza a 385 dólares a mayo 2015, versus 528 dólares que cotizaba en junio 2014), las crecientes dificultades de la economía de Brasil y los persistentes problemas de competitividad local, generan perspectivas negativas respecto al aporte de divisas que podrá realizar el canal comercial en los próximos meses, agravando la situación para las reservas y los pagos internacionales. Debe considerarse que sólo por el efecto de los pagos de la deuda con privados y organismos, la relación Reservas / PIB podría bajar a 3,4% en 2015, cuando fue del 14% en 2007 y 6,2% en 2001. En ausencia de financiamiento internacional, estas perspectivas presionarán sobre la paridad cambiaria oficial y paralela, e inducirá mayores trabas a las importaciones, por ambas vías deteriorando el nivel de actividad económica, y con ello las variables sociales.

Relación Reservas PIB



Nota: La nueva serie del PIB parte desde 2004, los años previos se obtienen manteniendo la tasa de variación de la serie con base en 1993. En Reservas para 2015 se refleja el caso de que varían solo por los vencimientos de deuda vigentes con privados.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON.

El regreso a los mercados voluntarios de crédito es una necesidad real, lo cual implica resolver definitivamente el problema de los holdouts. El proyecto de ley presentado por el Ejecutivo no resuelve esa situación. Por ende debiera reconsiderarse la posibilidad de llegar a un acuerdo en el juzgado del Juez Griesa, que sea aceptado por los acreedores, y no resulte fiscalmente imposible de asumir para Argentina (no dispare cláusula RUFO). Existen alternativas para lograr ese punto de equilibrio. La situación económica y social de Argentina no deja mucho margen de maniobra.