

Claves de Latinoamérica



ARGENTINA

Nº 47

Informe financiero

Julio, 2014





LA RESOLUCIÓN DEL CONFLICTO CON LOS HOLDOUTS: TEMA EXCLUYENTE

Desde el extremo sur del Atlántico es muy difícil describir las realidades de un sector económico, o de un plano específico de la realidad económica –en este caso el financiero-, en tanto y en cuanto esas realidades sólo podrán ser “distintas” cuando Argentina termine de jugar el partido más comprometido: el del juicio perdido con los *holdouts*.

Puede decirse que la resolución de la Corte Suprema de Estados Unidos de no tomar el caso argentino, para reevaluar las sentencias desfavorables de Nueva York, implicó el haber comenzado el verdadero partido: uno en el que su resultado termine de definirse. Por eso, las realidades de los distintos sectores económicos de Argentina no pueden ser tan distintas; todas están afectadas por cómo termine ese partido.

La decisión de la Corte implicó una alta volatilidad en el precio de los activos financieros. Y esa alta volatilidad es una señal inequívoca de que si bien todos esperan malas repercusiones económicas, todavía hay un gran margen no para que esas repercusiones económicas reviertan su negatividad, sino más bien para que se impongan buenas señales económicas.

El juez Griesa había retado públicamente a la presidenta de Argentina al punto de decir que su discurso no le generaba la necesaria confianza (aún cuando ese discurso no estaba asentado en una actuación legal) y amonestaba al gobierno argentino precaviéndolo de cambiar el lugar del pago del próximo vencimiento de su deuda (para evitar que los fondos fueran embargados), mientras digería el anuncio del Ministerio de Economía argentino que a mediados de la semana pasada anunciaba a sus deudores que no podía pagar los vencimientos de fin de junio porque el fallo judicial lo impedía (aunque girara los fondos para pagarlos, no terminaría de pagarlos porque serían embargados por los “*fondos buitres*”).

Pero entre el miércoles y el viernes de esa semana, la confusión que puede dominarlo se incrementó cuando Cristina Fernández anunció que quería pagarles al 100% de los acreedores, dando a entender que las versiones de una estrategia negociadora activa, subyacente a las manifestaciones políticas, tenían asidero.

La encrucijada argentina configura un verdadero “*abrazo del oso*” en tanto y en cuanto tiene férreos impedimentos legales internos para



allanarse a una negociación con los fondos buitres, ya que no les puede ofrecer mejores condiciones que las ya aceptadas por el 93% de sus acreedores reestructurados (so pena de revertir esas reestructuraciones, del 2005 y del 2010), por lo menos hasta enero del año que viene (que es cuando cae esa cláusula restrictiva), aún cuando se sabe que los fondos no quieren ni escuchar hablar de esas condiciones de arreglo –que fueron el objeto de la compra especulativa en su momento-.

En este estado de situación, Argentina se sumió en una ola optimista porque por primera vez se pudo visualizar, a partir del discurso de Cristina Fernández, que la racionalidad sigue teniendo una posibilidad para meter baza. Esto es, lo que quedó en claro es que el *kirchnerismo* se siente totalmente liberado ideológicamente como para hablar en público de trabajar en pos de un acuerdo con los fondos buitres.

Esa liberación ideológica es también una señal política clara que permite considerar que la administración *kirchnerista* es capaz de llevar su pragmatismo a niveles que permiten incorporar el creer que se ha convencido de que esta nueva estrategia de explicitación negociadora puede dar muy buenos réditos, no sólo en términos económicos sino también políticos.

Amén de ello, parece haberse instalado un estado generalizado de opinión en el que está bastante claro que la administración gubernamental manifiesta una apertura conceptual más clara, a pesar de que ha instalado con fuerza toda la argumentación que la muestra con las manos atadas como para implementarla efectivamente.

Puede decirse que la resolución de la Corte Suprema de Estados Unidos de no tomar el caso argentino, para reevaluar las sentencias desfavorables de Nueva York, implicó el haber comenzado el verdadero partido: uno en el que su resultado termine de definirse. Por eso, las realidades de los distintos sectores económicos de Argentina no pueden ser tan distintas; todas están afectadas por cómo termine ese partido.

Es por ello que la versión más fuerte apunta a la franca intervención directa de terceros para zanjar el conflicto legal que domina la conducta gubernamental, de manera de llegar a buen puerto con negociaciones

La dominancia de este tema en el plano económico es trascendente para Argentina y tiene la entidad suficiente como para afectar las conductas de todos los argentinos.

Es por ello, que es muy difícil hablar de la realidad económica del sector de la economía argentina (más tratándose del sistema financiero)



como si fuera muy propia y particular, o dependiera exclusivamente de los factores que la afectan directamente.

LO HECHO HASTA AQUÍ CONSTITUYE UN SUSTRATO POSITIVO PARA ESA RESOLUCIÓN

No obstante, las últimas novedades en materia económica que se han venido dando en Argentina hasta la resolución de la Corte Suprema de EEUU, conformaron un cambio de contexto que implican un robustecimiento del pronóstico que desaloja la crisis terminal, e incluso aminora el grado de degradación económica que sufrirá el modelo *kirchnerista* en la transición al cambio de administración.

Esencialmente, el propio gobierno argentino ha cerrado las condiciones para llegar a un acuerdo con el Club de París mediante el que se obligó a efectuar un primer pago a fin de mes y a refinanciar el saldo.

Al mismo tiempo, el banco central ha entrado en el ciclo positivo del ingreso de divisas y ha logrado sostener una posición compradora neta de divisas a pesar de las fuertes erogaciones para importar recursos energéticos.

Esas fuertes erogaciones para importar recursos energéticos dan cuenta de una fuerte apuesta a que en el segundo semestre del año el nivel de actividad económica daría un giro de 180 grados para retomar el crecimiento perdido en la primera mitad.

Al mismo tiempo, el tipo de cambio no sufría alteraciones ni en el mercado oficial ni en el paralelo (siempre antes de la manifestación de la Corte de EEUU) y el banco central argentino sostenía en un nivel alto las tasas de interés, en un contexto de alta liquidez en el sistema financiero por la reducción del nivel de crédito efectivo.

A pesar de que la reserva de racionalidad es un recurso limitado que puede ser puesto a prueba tanto por la presentación de factores exógenos como endógenos, lo más probable es que las condiciones prevalecientes en el corto/medio plazo signifiquen un desafío cuasi nulo de lo exógeno para Argentina.

Todo ello, suponía evidencia suficiente para presumir una reserva de racionalidad positiva en la administración de Cristina Fernández, no tanto para despejar el horizonte de los nubarrones más oscuros, sino más bien para incorporar en ese horizonte la previsibilidad de una conducta mucho más ligada a lo que se le exige a esta administración desde el flanco más objetivamente crítico.



A pesar de que la reserva de racionalidad es un recurso limitado que puede ser puesto a prueba tanto por la presentación de factores exógenos como endógenos, lo más probable es que las condiciones prevalecientes en el corto/medio plazo signifiquen un desafío cuasi nulo de lo exógeno para Argentina.

Es más, lo exógeno (en el flanco comercial) viene comportándose (y es altamente probable que lo continúe haciendo en el año entrante con el aporte significativo que redundará de una buena negociación con los tenedores de deuda), como un elemento francamente favorecedor de las mejores expectativas en el plano económico interno.

A partir de esa visión, es más probable que la reserva de racionalidad administrativa sea más demandada a causa del condicionamiento endógeno que implica la nueva factura estética del modelo para este período de transición al cambio de gobierno.

UNA POLÍTICA MONETARIA QUE POR PRIMERA VEZ LE DA TANTA RELEVANCIA AL NIVEL DE TASAS DE INTERÉS

En ese aspecto el condicionamiento endógeno luce sobredimensionado, en tanto en cuanto el nuevo sesgo de actitud del gobierno en lo económico implicó el explicitar que está dispuesto a dirimir los diversos conflictos que implican la inflación y el estancamiento económico actuando sobre las tasas de interés.

De la misma manera que las excepcionales condiciones económicas para la comercialización de su también excepcional producción de soja magnifican la sensibilidad frente al escaso crecimiento de las reservas internacionales de su banco central, esas mismas condiciones económicas excepcionales introducen un factor por demás exigente en la calibración de la tasa de interés y de la tasa de devaluación.

En tal tarea, la menor exigencia en la liquidación interna de divisas (dados la continuidad de los buenos resultados y la magnitud de los mismos operando sobre un estrato invariante en cuanto a su concentración) da lugar a que no sea posible esperar que el gobierno argentino opere nuevamente (al alza) sobre la tasa de interés para contrarrestar las presiones devaluatorias.

Desde principios de enero hasta ahora la reducción de la inercia inflacionaria vino de la mano de la reducción del nivel de actividad, de la reducción del crédito y del aumento de las tasas de interés.



La simplificación del proceso evolutivo, implícita en el párrafo anterior, no pretende más que enfatizar un hecho trascendente: en Argentina se ha llegado al punto de tolerancia cero al incremento de las tasas de interés.

Esto es, el sistema financiero debe evaluar que el cambio de actitud de la administración económica (el uso de la tasa de interés como variable de ajuste a pesar de las consecuencias negativas en el nivel de actividad) verificado en esta primera parte del año, ha llegado a la frontera de su restricción cuantitativa: no es posible suponer el que se superen los actuales límites.

En esencia la variable de ajuste vino siendo la tasa que el sistema financiero puede pagar por los depósitos que acepta, de manera que cuanto más alta sea respecto de la tasa de devaluación, mayor incentivo tendrían los proveedores de divisas para liquidarlas.

En enero eso funcionó, alineándose tanto con la tasa de inflación como con el ajuste salarial que sobrevendría. Hoy, con la mayoría de las negociaciones salariales cerradas y con la reducción del nivel de actividad de este primer semestre, no hay espacio para el incremento de la tasa de interés.

El desalojo de esta variable del conjunto de instrumentos para impulsar la liquidación de divisas debe ser incorporado como un hecho, en tanto en cuanto su repercusión en la destrucción del nivel de crédito determinaría la continuidad del declive en el crecimiento económico, con una secuela inmediata que es inaceptable pensar que sea tolerada por el modelo *kirchnerista*: el aumento del desempleo.

De la misma manera que las excepcionales condiciones económicas para la comercialización de su también excepcional producción de soja magnifican la sensibilidad frente al escaso crecimiento de las reservas internacionales de su banco central, esas mismas condiciones económicas excepcionales introducen un factor por demás exigente en la calibración de la tasa de interés y de la tasa de devaluación.

Habiéndose posicionado esta variable (la tasa de interés) en el límite superior de tolerancia infranqueable en el país del sur, los incentivos de política económica para sostener un nivel de liquidación de divisas compatible con los niveles demandados por los compromisos financieros con el exterior y por las importaciones necesarias para sostener el nivel de actividad (fundamentalmente las energéticas) tendrían que apelar a otras variables.



Entre ellas, por supuesto, está el incremento de la tasa de devaluación.

Pero un ajuste de la tasa de devaluación (habiéndose llegado a la instancia de no poder operar en la tasa de interés, por haber llegado a un techo) es imposible de ser incorporada al menú de opciones, de la política económica de Cristina Fernández, para incentivar el ingreso de divisas dado lo que ello implicaría en la tensión político/sindical (dadas las alteraciones en los convenios paritarios a partir del deterioro del salario).

Con ello, lo más probable es que el incentivo a la liquidación de divisas quede en manos de dos eventos que pueden gestarse tímidamente en lo que resta del 2014 y profundizarse en el 2015.

Esos dos eventos son la reducción de la inercia inflacionaria y la apertura del canal financiero para el ingreso de divisas.

En ese sentido, la reducción del nivel de la inercia inflacionaria en Argentina es un hecho comprobado por propios y extraños, mientras que todo lo señalado anteriormente (respecto de una muy probable resolución satisfactoria de las negociaciones que impidan el que Argentina entre en el *default* de su deuda soberana) da cuenta de la justificación del segundo evento señalado.

Con ello, es indudable que la distensión en el plano inflacionario será el elemento crucial dominante en el segundo semestre para Argentina. Un segundo semestre en el que la política económica no se centrará tanto en el manejo de la tasa de interés y de la tasa de devaluación; un segundo semestre en el que le dará prioridad al robustecimiento de la inercia decreciente en la tasa inflacionaria manejando la tasa de interés.

Esa política implica que el sistema financiero argentino se verá presionado a la reducción de los *spread* (diferencial entre las tasas activas y pasivas, de entre 20 y 70 puntos porcentuales anuales según las líneas que se tomen en consideración).

Y esa política vendrá dada porque aparte de haberse llegado al límite de tolerancia en el nivel de la tasa de interés activa, la administración *kirchnerista* también ha llegado al límite de tolerancia en cuanto a la ausencia de crecimiento económico.



UNA POLÍTICA MONETARIA QUE POR PRIMERA VEZ FIJA TASAS ACTIVAS MÁXIMAS

Ello, desde la visión gubernamental del país del sur, implica que en el segundo semestre pueden tolerarse los actuales niveles de tasas de interés por depósitos (25% anual) pero es imprescindible producir una reducción trascendente de la tasa de interés activa.

En tal sentido, lo que el banco central argentino terminó decidiendo fue imponer límites sobre las tasas de interés que los bancos cobran por los préstamos personales y por los préstamos prendarios destinados a la compra de automóviles.

Lo primero para agilizar la recuperación del consumo interno y lo segundo para hacer lo mismo pero, específicamente, paliando la especial situación que afronta el sector automotriz (con profundas implicaciones en el nivel de empleo).

La norma considera diferenciadamente a los bancos que no superan el 1% de los depósitos del sistema financiero local y provoca que también se reduzcan las tasas por las financiaciones del sistema de tarjetas de crédito (este tipo de financiación ya está regulado y sus tasas no pueden superar el 25% de la tasa que cada banco cobre por préstamos personales).

Esto es, relegó a un segundo plano las exigencias de la normativa para que los bancos destinen los recursos a las líneas de crédito para la inversión productiva. Y lo hizo pensando en que la normativa que regula el mantenimiento de un flujo de crédito sostenible para la inversión productiva, con gran incidencia para las pymes, está ya en los umbrales de su maduración en la mayor parte de los emprendimientos que hace más tiempo cumplieron los requisitos para recibir las financiaciones.

El giro estratégico se impuso, en tanto en cuanto muchas de esas inversiones han madurado justo en el momento en que es probable que enfrenten la frustración de una demanda de consumo resentida.

De tal forma, a mediados de junio el banco central argentino dispuso regular la tasa máxima de interés que los bancos pueden cobrar por esos dos tipos de préstamos y anclar su nivel a las variaciones que decida sobre la actual tasa de política monetaria (el 28% anual que le paga a los bancos que suscriban sus letras a 90 días de plazo).

A ese valor los bancos deben aplicar un multiplicador, que va de 1,25 a 2; lo que implica que deban considerar como tope un rango de tasas que va de 38,9 a 48,3% nominal anual para los préstamos



personales (hasta ese momento fluctuaban entre el 45 a 100% anual) y de 33,5 a 37,5% anual para aquellos concedidos contra la cesión de una garantía prendaria (que actualmente van de 35 a 70%).

La norma considera diferenciadamente a los bancos que no superan el 1% de los depósitos del sistema financiero local y provoca que también se reduzcan las tasas por las financiaciones del sistema de tarjetas de crédito (este tipo de financiación ya está regulado y sus tasas no pueden superar el 25% de la tasa que cada banco cobre por préstamos personales).

Al mismo tiempo, la autoridad monetaria estableció nuevas reglas sobre comisiones y cargos que se cobran por productos y servicios financieros básicos (los bancos deberán pedirle autorización para aumentar esas comisiones, mientras hasta ahora sólo estaban obligados a informarlas), modificó el criterio de cálculo del costo financiero total y creó un registro en el que, durante los próximos 90 días, deberán inscribirse todos los proveedores no financieros de crédito (un amplio espectro de mutuales y cooperativas que no estaban sujetas al contralor del banco central).

Buenos Aires, Julio 2014