FMI: Qué sabemos de los desembolsos y los riesgos de creer que estos alcanzarían para evitar episodios de corridas cambiarias

De las palabras de Caputo, las declaraciones de Furiase y Daza y de los dichos del FMI de ayer y hoy inferimos que el programa nuevo (EFF 2025) podría agregarse al programa vigente (EFF 2022). De este modo los vencimientos previstos del EFF 2022 se mantendrían como están y los desembolsos del EFF 2025 pasarían a pagarse a partir del cuarto año y medio.

Además, pareciera que será a discreción del gobierno asignar parte de los fondos del EFF 2025 a cancelar los pagos del EFF 2022 (vencimientos entre 2026 y 2034). De este modo podemos suponer que dado que se anunció un desembolso inicial muy importante y considerando el monto del acuerdo (DEGS por 15.000 M equivalentes a unos USD 20.000 M) planteamos cómo quedaría el programa con un desembolso inicial del 50% en cuanto se cierre el acuerdo (¿primeros días de mayo con fin del dólar blend y cierta calibración cambiaria?) y otro 50% a fines de 2025 o comienzos de 2026 (junto con una mayor flexibilización del esquema cambiario).

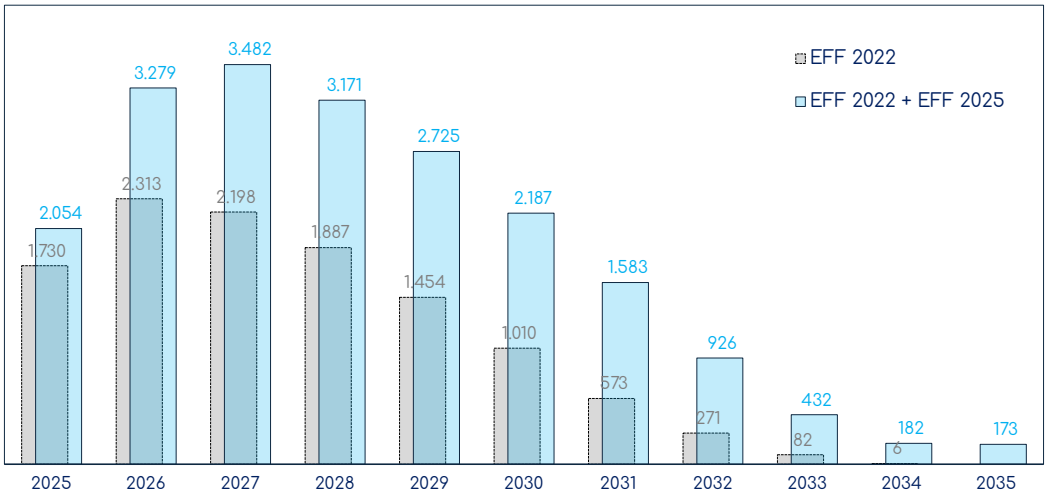
De ocurrir así el costo financiero, es decir los intereses a pagar dentro del período del programa, crecen de manera significativa respecto al EFF 2022. Sea por el aumento del monto y/o por el aumento del período en el que el monto excede el límite de porcentaje de la cuota que define los sobrecargos.

Este aumento del costo financiero anual implicará la necesidad de ejecutar un ajuste fiscal adicional al actual que sería del orden del 0,2% del PIB.

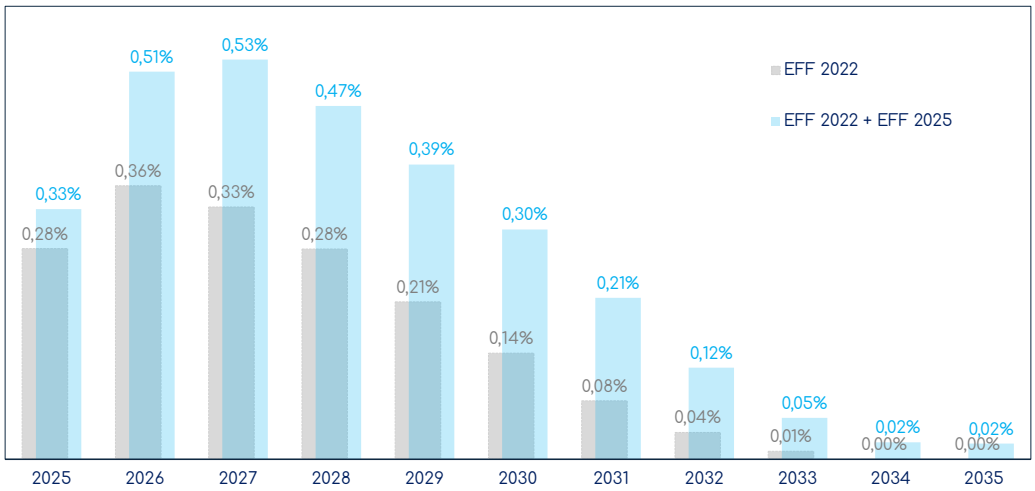
Adicionalmente al crecer el monto del crédito, aumentarán las necesidades de financiamiento totales a lo largo del período del programa.

Los siguientes gráficos son representativos de las implicancias en términos de las necesidades de financiamiento de intereses, capital y total en comparación con el programa vigente actualmente.

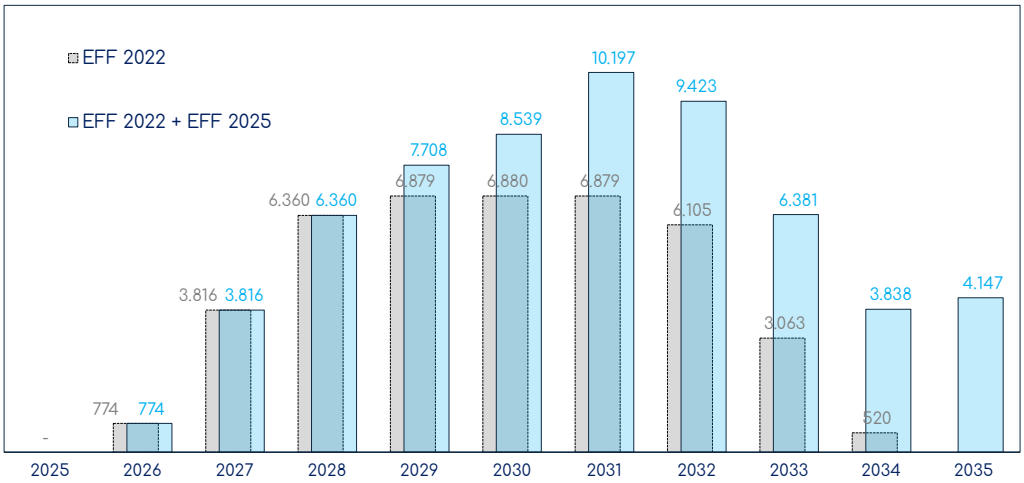
PROGRAMA CON EL FMI - INTERESES -



PROGRAMA CON EL FMI - INTERESES/PBI -



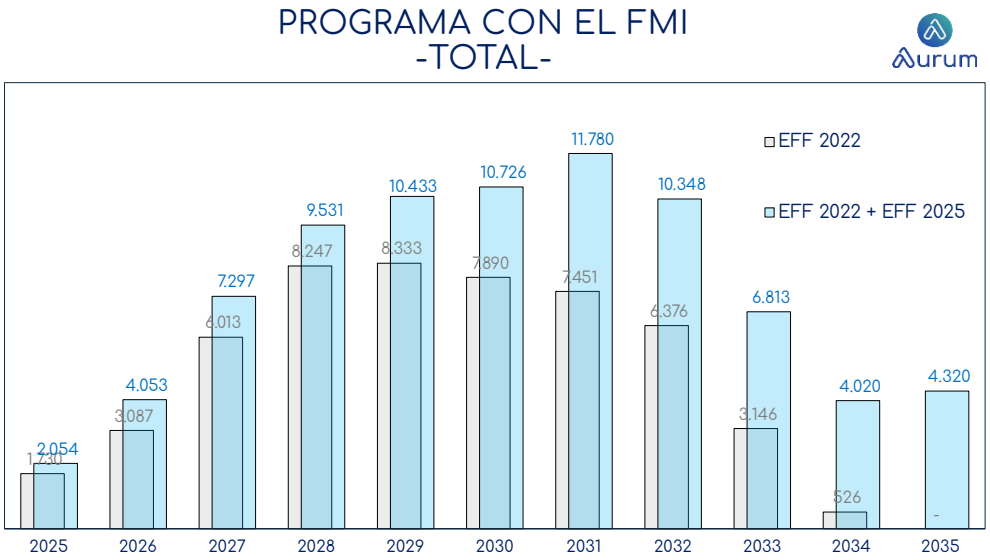
PROGRAMA CON EL FMI - CAPITAL -

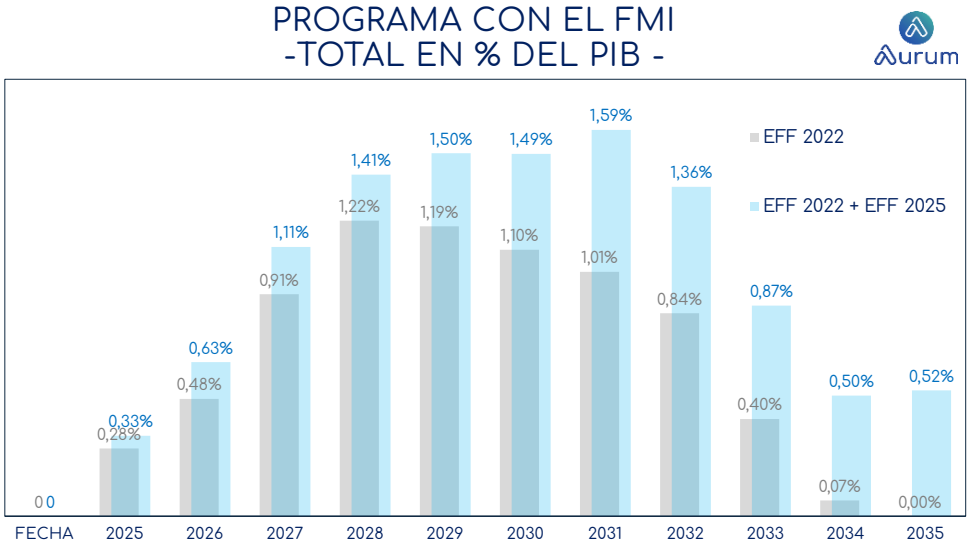


Aurum Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60

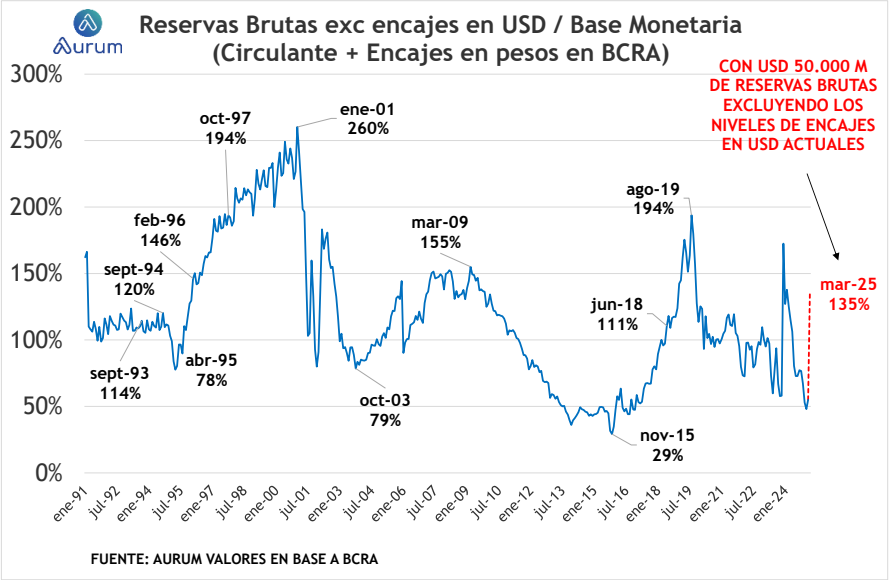




El costo total del programa así considerado sería bastante mayor al del EFF 2022 pero no parecería que con una economía ordenada sea extremadamente complicado de financiar a partir de 2027 con un gobierno promercado.

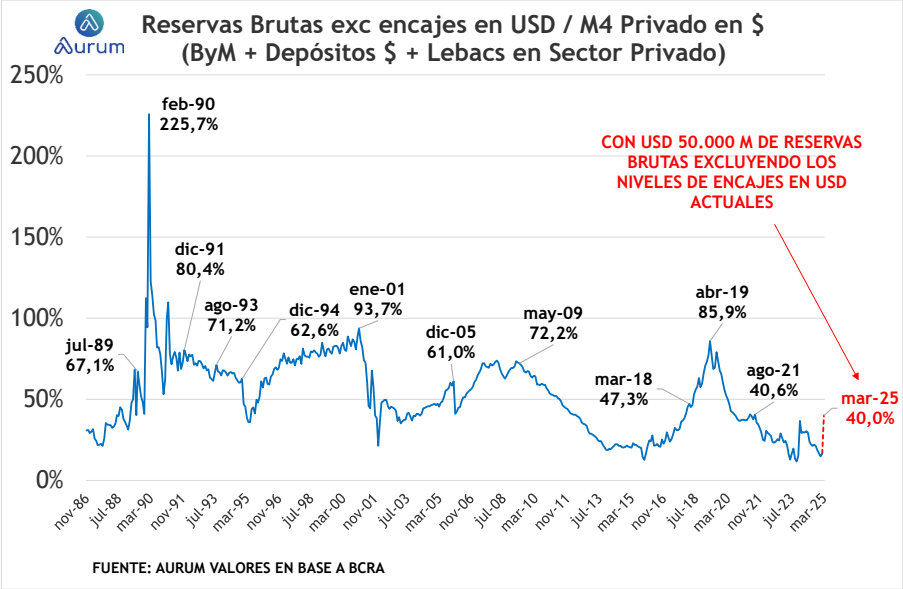
En este sentido nos preocupa un poco más las señales que envió el gobierno respecto del nivel de cobertura con Reservas de la Base Monetaria cuando se indica que la recapitalización del BCRA permitiría niveles de respaldo no vistos en el pasado. O que dado que una vez desembolsado el acuerdo total el BCRA pasaría a tener USD 50.000 M de reservas brutas y por lo tanto se encontraría en condiciones excedentes de rescatar toda la BM o inclusive la BMA. Estas declaraciones van en el sentido de aseverar de que con tal respaldo no habría forma de correr contra el BCRA o el peso.

En el siguiente gráfico mostramos una historia de la cobertura de la BM con Reservas Brutas (descontando encajes en USD) suponiendo que hoy mismo se accediera al préstamo de USD 50.000 M y se dejara el dólar al tipo de cambio oficial sin modificar.



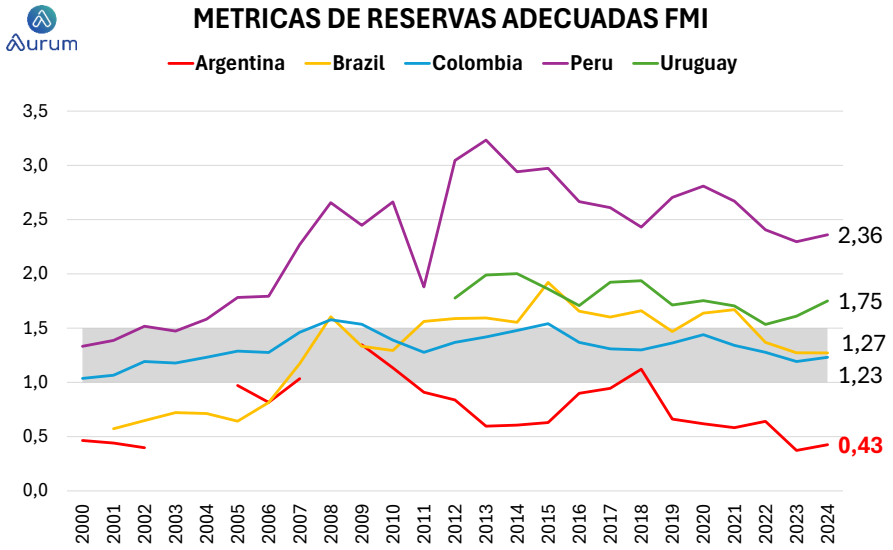
Como puede observarse los grados de cobertura han llegado a ser mucho mayores que lo que sucedería con ese ingreso de divisas y sin embargo no pudieron evitarse episodios de crisis cambiarias graves y/o episodios de stress severos.

Más aún cuando se toma la totalidad de la masa monetaria que podría correr contra el peso, el total del circulante más los depósitos en pesos del sector privado (incluyendo las Lebacs fuera del sistema financiero para el período en el que existieron) se puede observar que estaríamos muy lejos aún de una situación holgada y confortable.



Teniendo presente estas consideraciones y si bien la situación fiscal y monetaria actual es de una magnitud muy superior en comparación al pasado reciente, no podemos dejar de señalar que será fundamental acumular reservas de forma persistente y robusta más allá de los fondos que desembolse el FMI. Algún ajuste adicional en el tipo de cambio podría también ayudar a mejorar el ratio de Reservas / BM y de Reservas / M4 en pesos y aumentar los incentivos a mejorar la performance cambiaria del BCRA.

Todo esto teniendo presente que la medida de Reservas adecuadas del FMI indica que Argentina estaba lejos en 2024 de lo que se considera óptimo y que debería como mínimo triplicar el stock de 2024.



FUENTE: FMI

En este contexto creemos que podría ser una muy buena noticia el anuncio de un acuerdo de las magnitudes que se estaría consiguiendo, pero seguimos viendo con preocupación la posibilidad de que se persista con un esquema cambiario como el vigente.

Sobre todo, si las expectativas de devaluación hacia adelante siguen desancladas o, inclusive, si producto de que el FMI no exija cambios antes del desembolso se prolonga este esquema un tiempo más. Lo que podría incrementar los desequilibrios de los mercados monetarios/cambiarios. Si sucede esto no podemos descartar nuevos "desanclajes" de expectativas en los meses previos a las elecciones provocando que el proceso de flexibilización cambiaria se vaya tornando cada vez más inevitable lo que podría llevar al gobierno a enfrentar ese proceso desde una posición de mayor debilidad que la actual.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la

conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.