



GPS [↗]  
ECONOMÍA EN RED

# PANORAMA ECONOMICO MENSUAL

## Editorial

### Recambios en la conducción económica acrecientan un panorama de incertidumbre

**La dimisión de Martín Guzmán exacerbó el escenario de incertidumbre vigente, recalentando aún más la brecha cambiaria, impulsando expectativas de devaluación y tensionando un mercado financiero sumamente delicado.** Su renuncia tiene lugar en un contexto general de inflación elevada, dificultad para encauzar la consolidación fiscal y tensiones externas.
















**Con límites para desviar el rumbo económico, la nueva ministra de Economía tiene el desafío urgente de revertir las expectativas negativas que generó el cambio de autoridades para acotar el deterioro y comenzar a resolver los desafíos pendientes.** Una condición necesaria en este camino será coordinar acuerdos perdurables dentro del Gobierno en materia de orientación de la política económica, fortaleciendo y comunicando un programa económico creíble para el mercado y respaldado por la política, particularmente en lo fiscal.

**Este panorama se monta sobre las asignaturas pendientes que aporta un escenario financiero que en junio ya había mostrado un deterioro y una mayor volatilidad.** A partir de una marcada merma en el valor de la deuda en pesos, se expandió la brecha cambiaria, se reavivaron las expectativas de devaluación y subió el riesgo país, en un contexto de dificultades para incrementar el acervo de reservas pese al récord de exportaciones, mayor emisión monetaria a la prevista y temores sobre la sostenibilidad a mediano plazo de la deuda del Tesoro.

**En consecuencia, los shocks de junio dejaron al descubierto la vulnerabilidad de los pilares centrales del esquema acordado con el FMI.** Así, los riesgos de un desvío cualitativo se acentuaron.

**Durante junio el Gobierno había desplegado rápidamente una serie de acciones para enfrentar este renovado panorama,** mediante una mayor coordinación entre los distintos organismos competentes. Dado que estas medidas son tomadas en un escenario de importantes disyuntivas, cada una de ellas está asociada a beneficios y costos en el corto y mediano plazo que deberán ser gestionados por la nueva conducción en Economía.

**Claves para pensar el escenario del segundo semestre.** Para lo que resta de 2022, esperamos un enfriamiento de la actividad económica y una más elevada y persistente inflación a la esperada previamente, con mayores tensiones cambiarias y distributivas, en enmarcadas en el enorme desafío de refinanciar la deuda y acumular reservas.

INDICADORES									
(últ. dato)									
	<b>+0,6%</b> Var. m/m Abr-22		<b>+5,1%</b> Var. m/m May-22		<b>+4,2%</b> Var. m/m Jun-22		<b>+3, p.p.</b> Var. m/m Jun-22		<b>-2,5%</b> Var. m/m Jun-22
EMAE (desest.)		IPC		Dólar (oficial)		Tasa Pol.Mon		Materias Primas	
	<b>+5,0%</b> Var. m/m (desest.) Abr-22		<b>+0,3%</b> Var. m/m (desest.) Mar-22		<b>+9 p.p.</b> Var. m/m Jun-22		<b>+15,4%</b> Var. m/m Jun-22		<b>-19,7%</b> Var. m/m Jun-22
Industria		Empleo formal		Brecha cambiaria (CCL)		Reservas Netas (FMI)		Merval USD (CCL)	
	<b>+5,4%</b> Var. m/m (desest.) Abr-22		<b>+0,9%</b> Var. a/a Abr-22		<b>-0,9%</b> Var. m/m Jun-22		<b>0,7%</b> (s/PIB) Ene-May		<b>+23,8%</b> /ar. m/m Jun-22
Construc.		Salario real (RIPE)		ITCRM		Déficit Fiscal		Riesgo país	

## Índice

1. Evolución del dólar oficial y los dólares libres
2. Principales factores detrás del cambio de escenario en el 2T
3. Medidas instrumentadas por el Gobierno
4. Impacto del recambio en la conducción económica
5. Conclusiones y perspectivas

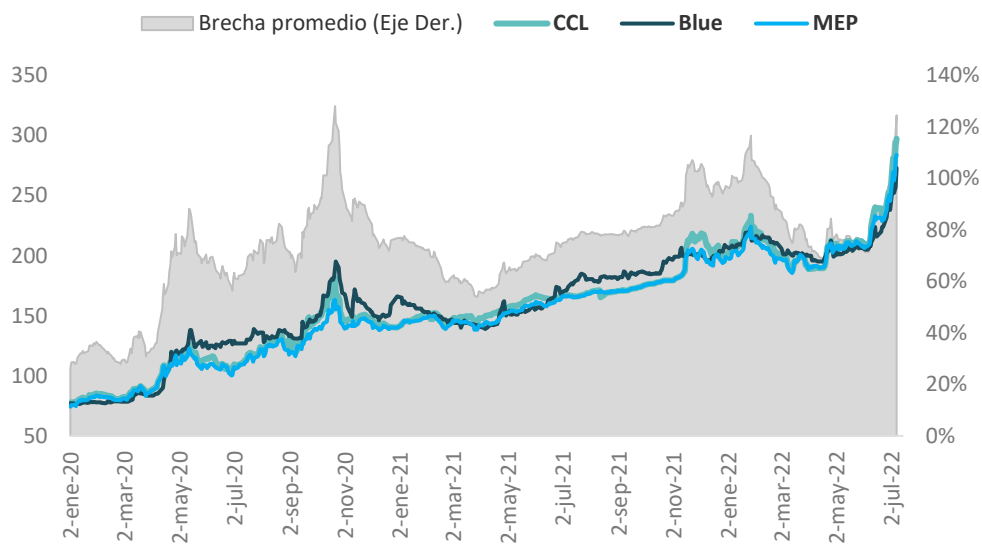
### 1. Evolución del dólar oficial y los dólares libres

Tras mantenerse estables en mayo, las cotizaciones paralelas vienen experimentando importantes subas. A partir de Junio los dólares financieros (CCL y MEP) y el blue iniciaron una fuerte tendencia ascendente que se aceleró aún más en los primeros ocho días de Julio, generando aumentos en sus cotizaciones de hasta el 40% respecto a fines de Mayo y llevando la brecha a la zona del 125%.

Este nivel de brecha es superior tanto al observado en enero de este año (previo al entendimiento con el FMI) como al promedio de la segunda mitad de octubre 2020, en plena corrida cambiaria. No obstante, el nerviosismo del mercado reflejado en la cotización del dólar aún se encuentra por debajo de los máximos niveles de aquel entonces. Si actualizáramos la cotización del dólar financiero de octubre 2020 por la inflación hasta la fecha su cotización sería un 37% superior a la actual.

### Brechas cambiarias

Spread entre los dólares financieros/blue vs el dólar mayorista.



Fuente: GPS en base a datos de mercado.

**Lo destacable de este episodio es la velocidad.** Tomando promedios de 3 días, las recientes subas del dólar CCL estuvieron entre las más elevadas de los años recientes.

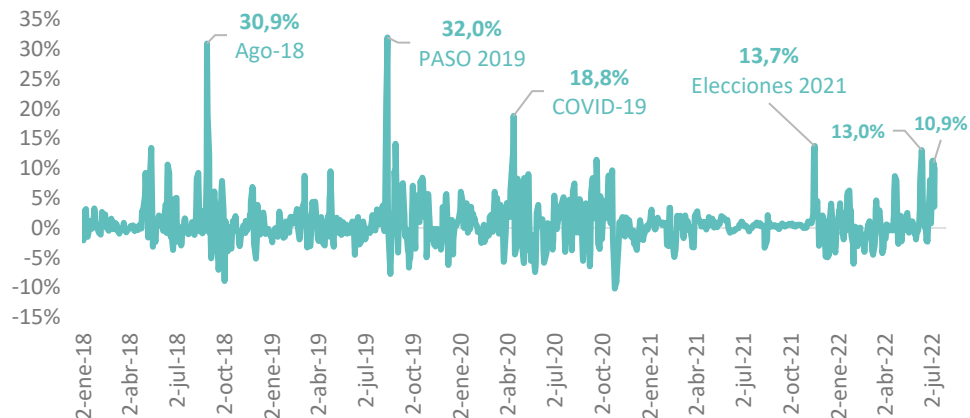
#### SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

## Volatilidad del CCL: variación en 3 días

En %.



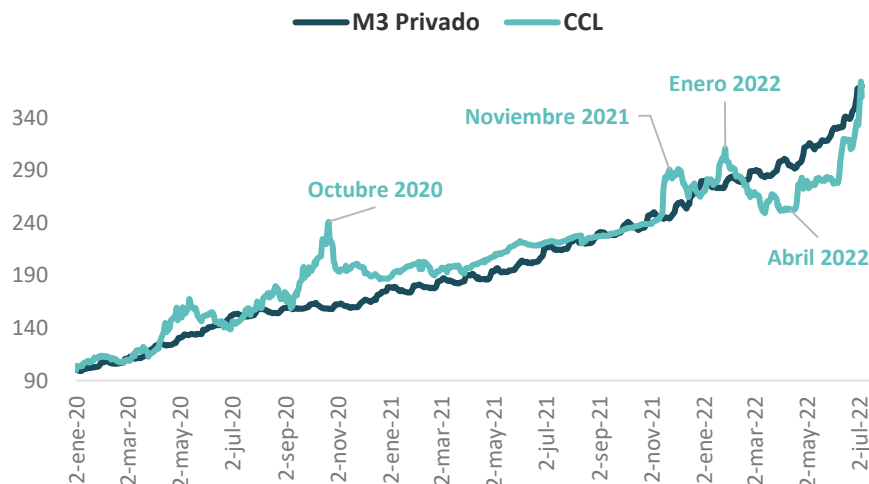
Fuente: GPS en base a INDEC.

## 2. ¿Caro o barato?

El reciente aumento de los dólares financiero pareciera haber regularizado la relación entre su cotización y la evolución de la cantidad de pesos medida en términos de M3. Analizadas en el largo plazo ambas variables venían siguiendo una trayectoria similar que se había visto fuertemente interrumpida en los últimos 3 meses. El acelerado aumento del dólar financiero de los últimos 30 días ha facilitado el catch up entre la evolución de ambas variables.

### Dinámica de la cantidad de pesos y el CCL

Índice 02-01-20=100.


**SMS - San Martín Suárez y Asociados**

 Bernardo de Irigoyen 972  
 C1072AAT Buenos Aires  
 Argentina  
 Tel (+54 11) 5275-8000  
 info@sms.com.ar  
 www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suárez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.



Miembro de  
SMS Latinoamérica



Fuente: GPS en base a datos de mercado y BCRA.

**Con las recientes subas, los dólares financieros revierten el abaratamiento y vuelven a ganarle a la inflación.** En lo que va del año el CCL y el MEP suben 48% y 43%, respectivamente, y el blue lo hace un 31%, contra una inflación que estaría situándose en la zona del 40% en el periodo. Asimismo, en los últimos 12 meses los primeros suben 78% y 71% (respectivamente), mientras que el blue trepa 57%, vs una inflación próxima al 65% a/a.

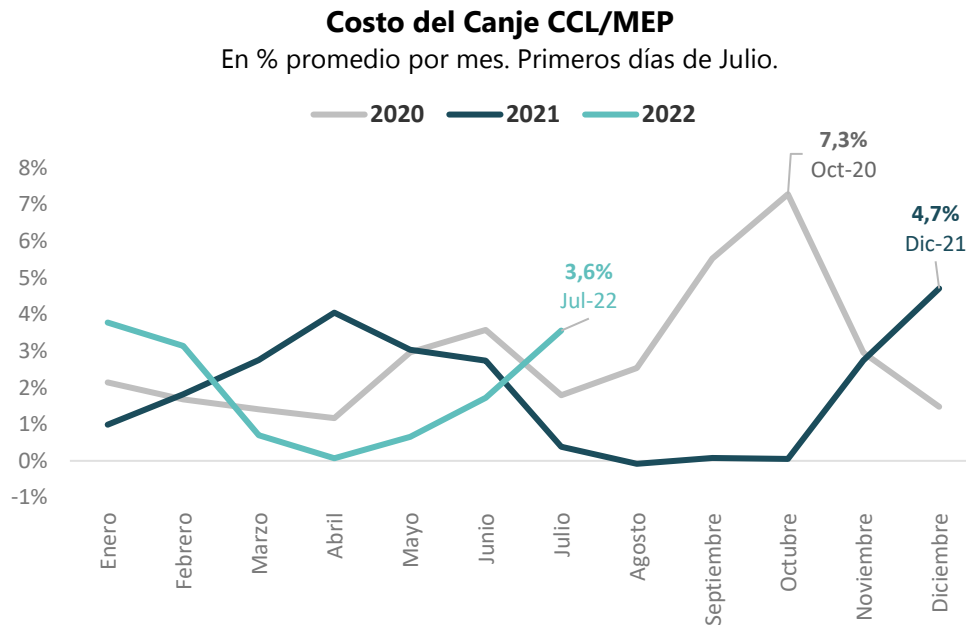
**Asimismo, el costo de enviar dólares al exterior a través de bonos (relación CCL/MEP) se ha encarecido en las últimas semanas.** En la primera parte del año, el costo se había reducido fuertemente, e incluso llegó a ser negativo (el CCL era menor al MEP), algo inusual que constituía un indicio de ingreso de fondos que buscaban aprovechar las mayores tasas (nominales e indexadas). La operatoria que dejó interesantes retornos en dólares (*carry trade*) en los primeros meses del año.

**La evolución reciente permitiría inferir un posible agotamiento de esta operatoria:** producto de los últimos movimientos, el *carry* se vio seriamente afectado por la suba de los dólares financieros y la baja de los títulos CER.

**SMS- San Martín Suarez y Asociados**

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

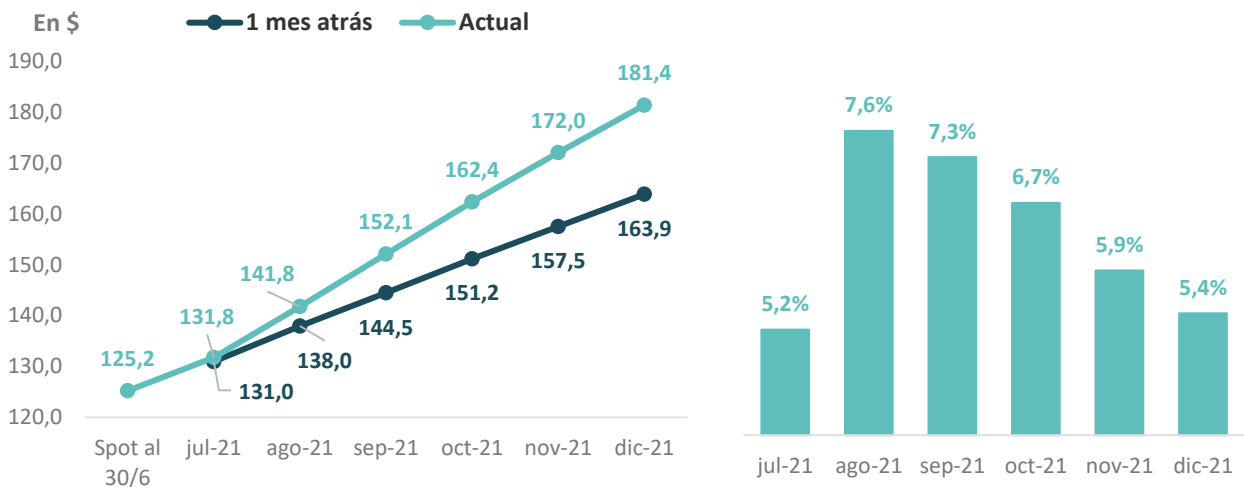


Fuente: GPS en base a datos de mercado.

**Ante las mayores expectativas de inflación, el Gobierno aún tiene margen para vender contratos de dólar futuro e intentar aplacar las expectativas de devaluación.** La venta de contratos de dólar futuro es uno de los dos mecanismos que el BCRA tiene para intervenir en el mercado de cambios. Uno lo representan las intervenciones diarias sobre el dólar *spot* que arrojan un saldo comprador o vendedor dependiendo del balance de oferta y demanda de divisas del día. El otro es la venta de contratos de dólar futuro. A grandes rasgos, el mecanismo funciona así: se celebra un contrato entre vendedor (por caso, el BCRA) y comprador en el que se pacta un precio de la divisa a futuro. Si el comprador apuesta a una devaluación mayor a la que terminó ocurriendo, incurre en una pérdida. Así, el BCRA procura vender contratos a un dólar menor al esperado por el mercado. En virtud del acuerdo con el FMI, el BCRA aún dispone de espacio para hacerlo. Con datos a mayo, se observaba que la autoridad monetaria poseía una posición vendida en USD 2.088 millones, con un margen anual llega a USD 9.000 millones. No obstante, en los últimos días las ventas se aceleraron: a inicios de julio se estima que dicha intervención se elevó a cerca de USD 4.500 millones, lo cual llama la atención, porque en la época de mayor liquidación de divisas de la cosecha esta intervención tiende a caer.

## Futuros de dólar oficial y devaluación mensual que reflejan

Dólar A3500. Al 8/7.



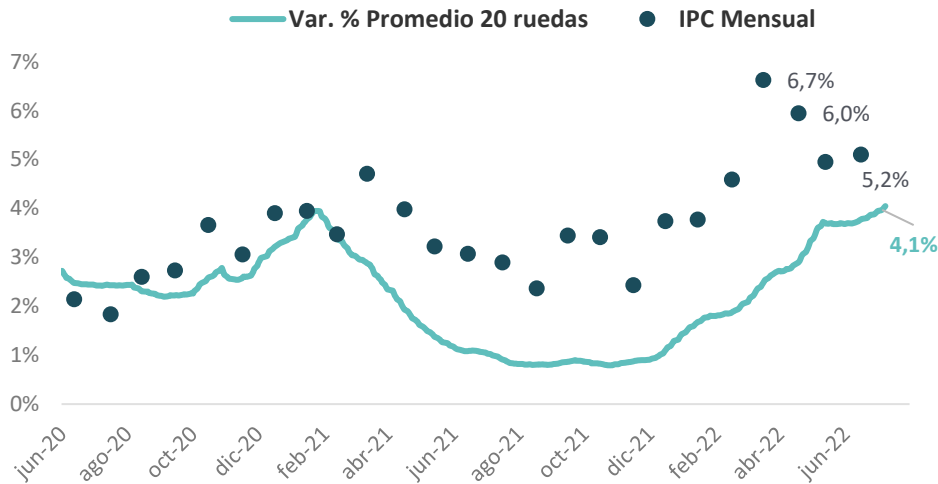
Fuente: GPS en base a ROFEX.

**En este contexto, la devaluación del dólar oficial se viene acelerando para evitar una mayor pérdida de competitividad cambiaria y maximizar las chances de acumular reservas.** La inflación local, la apreciación del dólar a nivel mundial y la pérdida de reservas internacionales ejercen más presión para que el BCRA convalide un mayor ritmo de devaluación: en julio el dólar oficial se acelera por noveno mes consecutivo. Si bien esto no llega a ser suficiente para evitar la apreciación cambiaria (el ITCRM cae 0,9% en el mes), el riesgo de convalidar un ritmo de devaluación significativamente más alto es su impacto en los precios.



### Tipo de cambio oficial e inflación mensual

IPC de Junio es proyección del REM.



Fuente: GPS en base a BCRA e INDEC.

## 3. Principales factores detrás del cambio de escenario: dos trimestres muy diferentes

Fueron tres los principales factores que favorecieron la tranquilidad de los dólares paralelos en los primeros meses del año.

- 1) Frente a una creciente incertidumbre, en los meses previos al acuerdo con el FMI tuvo lugar una fuerte corriente dolarizadora, la cual se reflejó en una brecha cambiaria llegando a un pico del 120% en enero. Más tarde, la confirmación del acuerdo permitió frenar las expectativas de una devaluación inminente y esto llevó calma al mercado.
- 2) El veranito cambiario estuvo motivado por la oportunidad de aprovechar los buenos retornos en pesos (sea a tasa fija o CER) y la relativa calma cambiaria. A principios de año, en un contexto de elevada inflación, los títulos ajustables por CER ofrecidos en las licitaciones del Tesoro fueron los instrumentos de deuda en pesos preferidos del mercado<sup>1</sup>. De la mano de una calma en los dólares financieros y una expectativa de que la inflación le ganaría la carrera al tipo de cambio oficial y a los tipos de cambios paralelos,

<sup>1</sup> Mientras que en 2021 solo un 38% de la deuda colocada fue CER, en el primer trimestre del 2022 la cifra ascendió al 61%.

estos títulos dejaron – en promedio – retornos en dólares del 20% durante el primer trimestre. La dinámica alcista continuó en abril (aunque ya algo más atenuada), mientras que en mayo estos títulos comenzaron a estabilizarse.

- 3) En consecuencia, el primer trimestre se cumplió el programa financiero sin sobresaltos**, con un *rollover* promediando el 150% y un sector público que demandó menos emisión monetaria para cubrir el déficit fiscal.

Con dificultades para acceder al financiamiento externo, la imposición del acuerdo con el FMI de una reducción de la asistencia monetaria más abrupta que la disminución en el déficit fiscal acordado, conduce a que las fuentes de financiamiento **descansen excesivamente en la capacidad del Tesoro por tomar deuda en pesos**, dejándolo vulnerable ante episodios de incertidumbre como los que se dieron recientemente. En este marco frágil, un ingreso de capitales sin un cambio genuino de expectativas motivado principalmente por la calma cambiaria es similar al “juego de la silla”: el aprovechamiento de las tasas en pesos para ganarle al dólar solo es rentable hasta que el mercado decide vender sus títulos y retornar a la compra de dólares financieros (reflejo de ello el fuerte salto del MEP y CCL). Finalmente, esto terminó sucediendo, aunque antes de lo esperado y con mayor fuerza.

**A partir de abril el escenario comenzó a alterarse, agudizando su deterioro recientemente. A continuación, destacamos seis principales factores detrás de la mayor volatilidad desde entonces.**

- 1) Mayores dificultades para refinanciar la deuda frente a un mercado más impaciente que incrementa la demanda de cobertura inflacionaria.** Aprovechando los buenos resultados del primer trimestre, en abril el Tesoro intentó estirar los plazos de la deuda que iba colocando y ofreció una canasta de instrumentos con menor proporción de títulos CER. No obstante, en el mes el *rollover* obtenido fue del 90%, rompiendo una racha de siete meses consecutivos de financiamiento neto positivo. En mayo decidió replantear la estrategia previa, y pese a que mejoraron los resultados de las licitaciones el *rollover* del último bimestre quedó 9 p.p. por debajo del valor necesario para financiar el déficit fiscal acordado con el FMI.
- 2) Una turbulencia en el mercado de deuda de pesos que llegó antes de lo esperado y en mayor magnitud, liberando pesos que en parte se refugiaron en el dólar.** Los precios de los títulos CER en sus distintos plazos venían transmitiendo dos grandes señales: su elevado nivel (llegaron a tener rendimientos negativos) adelantaba que en algún momento sus precios podrían llegar a reducirse, mientras que el mercado comenzaba a reflejar sus dudas respecto de la sostenibilidad a mediano plazo de la deuda indexada. Tras el rescate considerable en un FCI CER por necesidades de liquidez de corto plazo de una empresa pública que encadenó rescates en otros fondos, los títulos CER vieron un fuerte retroceso, afectado asimismo por rumores sobre un potencial reperfilamiento.

- 3) **Mayor emisión monetaria a la prevista inicialmente.** El menor *rollover* del último bimestre obligó al Tesoro a demandar más Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, mientras que la compra de bonos por parte del BCRA para sostener los precios implicó una inyección importante de pesos, lo cual tornó más desafiante el cumplimiento de la meta monetaria original, ampliada recientemente. Así, el Gobierno optó por utilizar parte de los DEGs disponibles para reducir el stock de AT y elevar el límite de asistencia monetaria efectiva, señal que dio cuenta de lo arduo que está resultado reducir el déficit.
- 4) **Política fiscal expansiva.** Afectado por el impacto de la guerra en Ucrania, que significó un mayor costo energético (mayores erogaciones por subsidios, más la mayor depreciación del tipo de cambio) y en alimentos y en la canasta básica, con la necesidad de asistir a sectores de menores ingresos, el rojo fiscal acumulado a mayo fue de 0,7% del PIB vs 0,3% en 2021. A esto se le sumó que el cumplimiento de la meta del primer trimestre fue posible fundamentalmente por el aporte del rubro *Rentas de la Propiedad*, que explicó 0,3% del PIB. Todo esto sembró inquietud sobre el cumplimiento de la meta fiscal.
- 5) **Dificultad para acumular reservas.** Aun transitando la temporada alta de la liquidación de divisas de la cosecha, el BCRA ha venido mostrando dificultades para acumular reservas: hasta la última semana de junio (previo a las restricciones a las importaciones) había logrado compras netas por USD 362 millones frente a los USD 4.000 millones del mismo lapso de 2021. ¿A qué responde esto? Sin bien las exportaciones son récord, las importaciones también lo son: mientras que la reactivación económica -con mejora de márgenes empresariales- demanda mayores volúmenes importados, otros 4 elementos complejizan el frente cambiario: (i) mayor precio de la energía y fletes y creciente déficit turístico; (ii) factores que exacerban estos efectos: apreciación real del tipo de cambio, brecha elevada, tasas reales negativas y ciertos temores sobre el abastecimiento de insumos en el invierno incentivan adelantos (y sobrefacturación) de importaciones y menores liquidaciones en el MULC; (iii) insuficiencia de financiamiento comercial impide aplazar pagos de importaciones; (iv) demora en ventas de soja y falta de gasoil. En el segundo semestre la oferta de divisas del agro tiende a mermar por motivos estacionales, incrementando los desafíos de reducir los riesgos cambiarios y aplacar expectativas de devaluación.
- 6) **Renuncia de Martín Guzmán.** Este punto lo analizaremos más en detalle en la sección correspondiente.

#### 4. Medidas instrumentadas por el Gobierno

**En un escenario en el que los márgenes de acción para no afectar el nivel de actividad se han ido reduciendo, el Gobierno mostró una rápida reacción, lanzando una serie de medidas en coordinación entre distintas áreas dirigidas a atacar directamente las dificultades que mencionamos previamente.**

- **El BCRA y el FGS salieron a sostener los precios de la deuda en pesos buscando reconstruir este mercado.** Los entes públicos salieron a comprar bonos en el mercado secundario para ponerle un piso a la caída de los precios y evitar un mayor deterioro en las expectativas. Aunque esto puede aliviar la situación en el corto plazo, persisten las dudas sobre su sostenibilidad a mediano plazo (además de que implica una mayor inyección de dinero en la economía). Es sumamente importante que la situación actual de la deuda en pesos se revierta genuinamente, ya que el financiamiento neto positivo en pesos es una pata central para el programa financiero del Gobierno.
  - **Gracias a estas considerables intervenciones, a las que se sumó un canje de Letras que descomprimió un 60% los exigentes vencimientos del mes,** el Gobierno logró un *rollover* de su deuda cercano al 106% en el mes, superando lo esperado. Cabe señalar que para lograr el resultado el Tesoro convalidó una fuerte suba de tasas y un acortamiento del plazo de los instrumentos. La dinámica del segundo trimestre deja en evidencia que alcanzar el financiamiento con deuda que establece el acuerdo con el FMI será muy desafiante: el *rollover* debería superar el 125% en lo que resta del año.
- **Se fortaleció la administración del comercio exterior.** Para incrementar la acumulación de reservas, evitar un salto en el tipo de cambio y contar con mayor capacidad de intervención en los periodos de mayor demanda neta de divisas, las medidas anunciadas por el BCRA buscan que las empresas importadoras financien, a distinto plazo según el sector, las importaciones que realizan. Así, en las últimas cuatro ruedas de junio el BCRA tuvo compras netas por USD 1.500 millones y habría logrado cumplir con la meta acordada con el FMI. Es probable que el Gobierno haya estado postergando esta decisión por las implicancias negativas que puede tener: su impacto inflacionario (mayor costo de reposición de la mercadería), un menor nivel de actividad (mayores dificultades para adquirir insumos y bienes finales) y una mayor presión sobre la brecha cambiaria.
- **Suba de tasas de interés y un mayor esfuerzo de absorción del BCRA.** A mediados de mes el BCRA elevó en 300 puntos básicos el rendimiento de la tasa de política monetaria (LELIQ) del 49% al 52% TNA, la mayor de las 6 alzas del año. Además, las tasas mínimas de los plazos fijos minoristas de elevaron aún más (+5 puntos porcentuales a 53%), lo cual apunta no sólo a desincentivar la demanda por cobertura en moneda dura, sino a que los bancos tengan más incentivos para adquirir deuda del Tesoro en lugar de deuda del BCRA. Asimismo, la autoridad monetaria redobló esfuerzos por retirar de la plaza la liquidez excedente producto de la asistencia al Tesoro y la asociada al rescate de la deuda en pesos, a fin de evitar mayores presiones contra la brecha cambiaria y los precios. En junio, mediante LELIQs y Pases, el BCRA absorbió el 85% de la mayor emisión asociada a la compra de bonos, Adelantos Transitorios e intereses propios de los pasivos remunerados.



Miembro de  
SMS Latinoamérica



- **Se consiguió relajar las metas trimestrales con el FMI.** Sin afectar las metas anuales, pero a fin de dar cuenta de la alteración en la estacionalidad del gasto producto de la necesidad de incrementar las erogaciones en subsidios energéticos por el salto en los precios internacionales y el gasto social para proteger a los hogares de menores ingresos, se acordó subir la meta nominal de déficit fiscal (se prevé un mayor gasto en subsidios y asistencia social y menores gastos de capital) y de asistencia monetaria. Esto incrementó la probabilidad de cumplir con las metas del segundo trimestre.

## 5. Impacto del recambio en la conducción económica

**La dimisión de Martín Guzmán exacerbó el escenario de incertidumbre vigente, recalentando aún más la brecha cambiaria, elevando las expectativas de devaluación y tensionando un mercado financiero sumamente delicado.** En el actual marco de elevada e inestable nominalidad, el acuerdo con el FMI funciona como una de las mayores anclas sobre las expectativas. Guzmán era considerado como el garante del acuerdo, por lo cual su salida fue vista como una señal negativa para los mercados. Su renuncia tiene lugar en marco donde, a un contexto general de inflación elevada, dificultad para encauzar la consolidación fiscal y tensiones externas se le sumó el impacto de las recientes restricciones a las importaciones y la incertidumbre que generó la propia renuncia del Ministro y el proceso de designación de su sucesor.

**Con límites para desviar el rumbo económico, la nueva ministra de Economía tiene el desafío urgente de revertir las expectativas negativas que generó el proceso de su designación para acotar el deterioro y comenzar a resolver los desafíos planteados más arriba.** Lo más probable es que, aún si lo logra, exista un impacto sobre la inflación, la brecha cambiaria y la actividad en lo que resta del año, comparando con la situación previa. En este sentido, a comienzos de la primera semana de julio el BCRA volvió a perder reservas, a emitir con fuerza para sostener la deuda en pesos y a intervenir raídamente en la venta de contratos de dólar futuro.

**Una condición necesaria en este camino será coordinar acuerdos perdurables dentro del Gobierno en materia de política económica, fortaleciendo y comunicando un programa económico creíble para el mercado y respaldado por la política, particularmente en lo fiscal.** Dada la dinámica de los desequilibrios macroeconómicos, desanclaje de expectativas e incertidumbre actual, la ministra deberá reflejar un amplio consenso y autonomía, mostrando señales claras, contundentes y consistentes sobre el rumbo a seguir, consistente con el cumplimiento del acuerdo con el FMI.

**En este sentido, cabe señalar que la continuidad del acuerdo con el FMI no sólo está sostenida por la voluntad política, sino también por los limitantes de la realidad.** Por caso, profundizar el sesgo expansivo en materia fiscal requiere de fuentes de financiamiento escasas, donde el financiamiento neto positivo en el mercado de deuda local ya está contenido dentro de la actual trayectoria, la suba de impuestos requiere de aprobación parlamentaria, los organismos internacionales ya aportan financiamiento neto en el marco del acuerdo, los mercados de deuda

SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.



Miembro de  
SMS Latinoamérica



externa privada están virtualmente cerrados y la emisión monetaria tiene un límite legal (además del establecido en el acuerdo) que no podría saltarse. Asimismo, el actual nivel de reservas netas y la dificultad del BCRA de comprar divisas no permitiría acelerar el atraso cambiario ni mantener las actuales tasas de interés (negativas) sobre una brecha cambiaria que ya es elevada.

**Centralmente, la continuidad del acuerdo implicará necesariamente una mayor disciplina fiscal.** Dado el reducido nivel de reservas, la restricción al financiamiento externo, las crecientes dificultades para conseguir crédito en pesos y las limitaciones para acelerar la emisión monetaria, se deberá llevar adelante una política de racionalización del gasto público para alcanzar un déficit fiscal con capacidad de ser financiado. En ese sentido, se deberá avanzar más rápidamente en la segmentación tarifaria.

## 6. Conclusiones y perspectivas

**La dinámica cambiaria y financiera en la segunda parte del año no será compatible con la vista en los primeros meses.** Tras un primer trimestre favorable, las condiciones de financiamiento se han vuelto más complejas: las emisiones de deuda se concentran en instrumentos indexados a la inflación a corto plazo (CER) y los mercados de bonos experimentan un estado de estrés. En un tercer trimestre en el que la oferta neta de dólares suele amainar, vencimientos de deuda que seguirán siendo desafiantes (principalmente septiembre) y un cumplimiento de las metas con el FMI que se tornarán más complejas, la gestión de la política macroeconómica seguirá siendo ardua.

**La buena noticia es que el Gobierno mostró una rápida reacción en junio en pos de la estabilización.** Los eventos del último mes volvieron a poner en el centro de la escena el desafío por fortalecer la planificación y coordinación de esfuerzos, instrumentando medidas proactivas para robustecer la confianza y procurar imprimir una mayor certidumbre respecto al rumbo económico. La unificación en la conducción económica para ganar credibilidad ("crédito") y reputación sigue siendo un reto. Asimismo, una orientación hacia el cumplimiento de las metas acordadas con el FMI será igual de importante a los efectos de maximizar el anclaje que proporciona este programa.

**La mala noticia es que el recambio de autoridades en Economía exacerbó la incertidumbre.** El desafío urgente es de revertir las expectativas negativas que generó este proceso, el cual se ve relegado en remarcaciones de precios preventivas en distintos rubros y freno en las ventas. Hacia adelante, los grandes desafíos para la nueva ministra se asocian con evitar que la nominalidad siga escalando, recuperar la acumulación de reservas, reconstruir el mercado de la deuda en pesos, reducir el déficit fiscal y buscar una mayor cohesión dentro del Gobierno.

**Buscando recomponer la confianza para que el mercado financie al Tesoro, el Gobierno dispone de distintas alternativas.** (i) acelerar la consolidación fiscal para reducir las necesidades de financiamiento y mejorar expectativas; (ii) forzar mayor participación de bancos y organismos públicos en las licitaciones; (iii) apelar a una mayor liquidez bancaria para el financiamiento del déficit;

### SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.





Miembro de  
SMS Latinoamérica



(iv) convalidar mayores tasas (como se hizo recientemente). En suma, si bien algunas alternativas pueden atenuar el problema del financiamiento en lo inmediato, todo parece indicar que la única solución sostenible a largo plazo es un cambio positivo en las expectativas que fortalezca el crédito en pesos y despeje el camino hacia una apertura al mercado de deuda internacional para los años venideros, acompañado de un proceso de consolidación fiscal que permita mantener acotadas las necesidades de financiamiento.

**Otra lección que dejan los eventos recientes es la importancia de construir un mercado de capitales doméstico profundo y sólido.** Si bien no es una tarea que se logre de la noche a la mañana, una de las claves para el desarrollo sustentable del país será ir generando las condiciones para desarrollar un mercado de capitales doméstico robusto, amplio y moderno que fortalezca su función principal: canalizar el ahorro doméstico para potenciar la producción y el crecimiento. Entre otros beneficios, evitaría el *crowding out* (efecto expulsión) que lleva a que la capacidad de financiamiento de las empresas se vea restringida por las necesidades del sector público.

**Por otra parte, las soluciones inmediatas para procurar llevar calma a los mercados (financiero y cambiario) estarán acompañadas por costos implícitos que tendrán que ser gestionados en adelante.** La mayor restricción sobre las importaciones estará asociada a una ampliación de la brecha cambiaria, una menor actividad económica y mayores presiones inflacionarias. Acá, será importante que a las empresas que tienen sobrante de pesos y ahora ven limitada su capacidad para importar puedan recibir ofertas de instrumentos financieros para así poder mantener el poder de compra de sus excedentes.

**SMS- San Martín Suarez y Asociados**

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.