

14 de febrero de 2020

## Pasos en falso

Esta semana tuvimos dos fuertes retrocesos en materia de política económica y manejo de deuda. En reportes previos mencioné que el Gobierno había comenzado mejor de lo pensado en materia económica. Con las medidas anunciadas se cuidó el equilibrio presupuestario (desindexación previsional e impuesto del 30% a la demanda de divisas), se adecuó la política del Banco Central a la realidad fiscal pero sin descontrol monetario y paulatinamente se deslizó el tipo de cambio para contrarrestar parte del atraso cambiario provocado por la inercia inflacionaria. En materia de deuda, Hacienda también había comenzado a trabajar para recomponer el financiamiento en pesos como prioridad, mientras que garantizó el pago de la deuda externa, aislando reservas como buena señal de negociación. Ambos pasos en la dirección correcta. Las medidas eran más alentadoras que las anunciadas en campaña y bastante más consistentes de lo que uno esperaba (por lo menos en lo personal). El mercado acompañó dichas medidas con subas en las paridades de los bonos y los ADRs durante el mes de diciembre.

En términos de credibilidad y confianza, esta semana el Gobierno retrocedió casi todo el terreno avanzado. La desprolijidad del AF20 fue llamativa. La secretaria de Finanzas realizó dos canjes de manera poco profesional, con falencias técnicas y condiciones cambiantes. En menos de una semana mejoró la oferta de un bono dólar link en un 30% para luego declarar la suscripción desierta, cuando en teoría el 50% de los tenedores había aceptado el canje. En un escrito llamativamente populista y con total falta de rigurosidad técnica, Hacienda justificó el reperfilamiento del AF20. En el mismo comunicado, manifestó que la deuda en pesos se continuaría amortizando con normalidad. La respuesta de los inversores fue clara, el día miércoles el sector privado no renovó las letras en pesos y los precios se derrumbaron. Bonos en pesos que vencen en dos o tres meses cotizan al 60% de paridad, tasas irrisorias por la absoluta

desconfianza generada por el nuevo reperfilamiento.

Supongamos que podría conseguir una aceptación digamos del 30%, menor del 50% que deslizaron los medios. Hacienda hubiera podido rolear deuda por \$32.000 millones y el BCRA hubiera tenido que emitir por \$74.000 millones vía adelantos transitorios. Dicha emisión es totalmente controlable por el BCRA vía operaciones de mercado abierto y suba de encajes.

En el mismo sentido, pregunto, una parte de los inversores que cobraron el 100% de sus bonos como corresponde, ¿no hubieran destinado esos fondos a otros bonos en pesos próximos a vencer como el TC20, el TJ20 o el A2M2? ¿ese flujo de pesos no hubiera permitido continuar con la recuperación de las paridades de la deuda en pesos? ¿la suba de paridades, no hubiera avalado una baja de los rendimientos de los bonos en pesos en toda la curva? ¿el mayor apetito y la baja de los rendimientos en pesos, no le habría permitido acelerar la apertura del mercado local en condiciones más normales? Y por último ¿no aprendimos del nefasto, irresponsable, necio y muy costoso reperfilamiento de la gestión anterior? A veces pienso que los que toman las decisiones en materia de deuda nunca abrieron una pantalla ni hablaron con inversores. Las consecuencias de otro reperfilamiento fueron claras. Se derrumbaron los bonos en dólares y en pesos, alejando aún más la resolución del normal financiamiento del Estado. Esperemos que el AF20 sea un error aislado y una estrategia de negociación.

El otro retroceso, acompañado también por fuertes bajas en los bonos, fue el discurso del Ministro en el Congreso. Ofreció un discurso de carácter político sin detalles técnicos. En parte concuerdo con el Guzmán académico. Sus escritos ponen a la consistencia macroeconómica como prioridad, buscando evitar el atraso cambiario para no generar déficits insostenibles en el sector externo y seguir avanzando en la consolidación fiscal, pero de forma paulatina para evitar que la recesión comprometa los recursos tributarios. En el mediano plazo todo perfecto. Pero en el corto plazo creo que puede tener una

visión equívoca del problema más importante, resolver la falta de financiamiento.

Si el Ministro en su ejercicio de sostenibilidad (al igual que muchos consultores económicos) solo considera los niveles de deuda y la futura carga de intereses, pondrá como condición necesaria en la negociación una gran quita. Esto llevará a ofrecer una propuesta no aceptable por los inversores que solo nos hundirá en más recesión y estanflación. Si no cambia el enfoque, creo que la negociación no podrá llegar a buen puerto. Si el reperfilamiento del AF20 tuvo como objetivo medir fuerzas y sobre este principio se centrará la negociación de la deuda externa, no veo un final claro.

Como mencionamos en otra oportunidad, Hacienda necesita aire en los vencimientos y buscar un arreglo medianamente rápido para evitar la prolongación del conflicto y, por sobre todas las cosas, poner como prioridad la necesidad de abrir los mercados en un tiempo prudente. Para normalizar la situación deberá ofrecer algo aceptable. Creo que hay un punto de acuerdo en el cual el Gobierno logre conseguir aire y los tenedores puedan obtener algo favorable, pero debe cambiarse el enfoque. El nivel de deuda no es el problema, sino la capacidad de refinanciarse. El total de la deuda a negociar representa el 25% del PBI (bonos en USD a reestructurar en manos privadas). Este monto representa la mitad de la deuda contra el sector privado. La otra mitad corresponde a deuda en pesos y a los compromisos en dólares con organismos internacionales.

Si suponemos una exitosa quita por parte del Ministro del 40% en los bonos a reestructurar, la deuda contra privados pasaría del 50% al 40% del PBI. Conclusión, una quita que es inaceptable por parte del sector privado no modifica el problema del nivel de deuda, nos condena a eternos litigios y nos saca del mercado por mucho tiempo. Enfocarse en la quita sólo traerá más problemas. Misma lectura con los intereses. Puedo bajar la carga de intereses del 3.5% al 2%, pero si el mercado sigue cerrado, tampoco voy a poder pagar el 2%. La solución tiene que tener como objetivo el refinanciamiento de corto y mediano plazo, no el nivel de deuda.

En línea con priorizar el refinanciamiento y abrir los mercados está la idea de avanzar lentamente al superávit primario. Si el Ministro quiere ir despacio al equilibrio primario (no lo veo tan mal si propone equilibrio fiscal primario en un país donde el déficit primario promedio de los últimos 60 años supera el 2%) necesita del mercado de deuda. En su discurso no fue claro al respecto, no presentó datos precisos y si quiere ser "tan consistente" algo de superávit primario debe conseguir para evitar apreciar el tipo de cambio, en definitiva es la única forma de comprar divisas sin inflación. Sin mercado de deuda abierto no podrá ir despacio al superávit primario y la realidad le dará una dura cachetada como le pasó al Gobierno saliente. Creo que el Ministro tiene ideas macroeconómicas consistentes para el mediano plazo (fiscales, monetarias y en relación al tipo de cambio competitivo). En comparación con las ideas que predominaron en materia macroeconómica en 2011-2015, creo que estamos bastante mejor. Pero si el principal escollo de corto plazo y el problema de la deuda lo va a enfrentar con la retórica política y la falta de tecnicismo de su discurso del miércoles, sumado a más papelones como el canje del AF20, el corto plazo le impondrá una realidad incompatible con cualquier idea macroeconómica de mediano plazo.

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)