

24 de enero de 2020

## Esperando el programa económico

Esta semana el Ministro de Economía brindó una conferencia de prensa donde expresó que la Nación no va a rescatar a la Provincia de Buenos Aires, nada más para rescatar de la conferencia. Llama la atención que a más de un mes de haber asumido todavía no conocemos detalles del plan económico. Parecería ser que recién conoceremos los detalles luego de la negociación con los acreedores de deuda. Esto suena contradictorio, dado que los acreedores para negociar deberían conocer los detalles. Esperemos que en las negociaciones privadas con los grandes fondos el equipo económico muestre algún sendero o rumbo, más allá de repetir que el “país necesita un plan consistente”.

Empecemos con algo de optimismo. Al asumir el nuevo Gobierno, tenía dos caminos posibles. Como contábamos en este *Resumen* ([ver acá](#)), un camino era la autarquía financiera. Esta opción consistía en ir por la heroica del 2002-2005, no pagar y darle bomba a la demanda interna, redirigir varios puntos del PBI desde acreedores a otros destinos mucho más redituables políticamente. Este camino, partiendo del equilibrio primario y externo, era una opción viable, por lo menos de corto plazo. El segundo camino consistía en intentar normalizar la situación de la deuda, la única forma de intentar crecer en un periodo de 4 años. Este parece ser el camino elegido, por ello las paridades de los bonos se sitúan en el 40%-50%, por arriba de los niveles de 2002 y 2003 (25%-35%).

En el mismo sentido, el Gobierno está en la dirección correcta en normalizar la deuda en pesos. Luego del inexplicable y tremendamente costoso reperfilamiento que rompió por completo el mercado de pesos, en las últimas semanas este comenzó lentamente a recomponerse. Esta semana estiró el vencimiento de algunas especies de lecaps reperfiladas a letras Badlar más largos. Si bien la adhesión del 45% se explica en parte por la participación de entes públicos, el canje va en la dirección correcta. Las señales en normalizar la deuda en pesos son claves, aunque sea en parte con

emisión contra el costo de esterilización del BCRA. Sin mercado de pesos de corto plazo es imposible llevar a cabo una normalización de la política económica. Los bonos cortos en pesos ya se ubican en paridades de 70%-80%, prácticamente el doble en relación a los niveles de hace unas semanas atrás.

Ahora bien, donde el Gobierno no muestra ningún avance es en mostrar el programa económico. El Ministro, a mi entender, quiere presentar un “programa consistente” una vez que se arregle la situación de la deuda. Está claro que si no conocemos la política de financiamiento, no hay plan posible. Pero alguna carta debería mostrar. Para que los acreedores estén dispuestos a arreglar, lo que justamente quieren ver primero, es un “programa consistente”.

Sin plan alguno, hasta el momento el Gobierno mostró algunas cartas sueltas. La primera es que no quiere ir por la vía del financiamiento monetario, por ello la necesidad de recomponer el mercado de pesos. En materia fiscal, para evitar el financiamiento monetario, la ley de emergencia incluye incrementos de impuestos (retenciones, bienes personales, turismo y atesoramiento) y desde el lado del gasto también busca el equilibrio fiscal, seguramente la desindexación de las jubilaciones más que compensará el incremento de las erogaciones producto del congelamiento tarifario por 180 días. La desindexación previsional hasta el momento es la única política que tiene claros fines anti-inflacionarios. La desindexación previsional es condición necesaria para bajar la inflación, pero no suficiente.

En materia monetaria, el BCRA comenzó a bajar las tasas de interés y a estirar el plazo de los instrumentos de deuda. Luego de un incremento de la emisión muy fuerte en noviembre y diciembre (Gobierno saliente y entrante) por más de \$500.000 millones, en lo que va de enero el BCRA lleva absorbidos más de \$300.000 millones vía operatoria de pases y leliqs a 14 días. Ayer le marcó un piso del 50% a la tasa. Por el momento no vemos un descalabro monetario ni nada parecido a “pagar las jubilaciones con los intereses de las leliqs”. Sin embargo, tampoco el BCRA brindó detalle de la política monetaria a

seguir, por ahora, sería algo así como un “vamos viendo”, según cómo evolucione la oferta de divisas y la demanda de dinero con el cepo.

Cambios estructurales de largo plazo ni se mencionan. Tamaño del Estado, presión impositiva, reforma previsional y laboral, moneda de ahorro de largo plazo, incentivos a los exportadores, etc. Creo que durante estos 4 años, lo mejor que podemos esperar es una estabilización de la macro. Creo que otra cuestión que no es menor, es el manejo de la obra pública. La nueva gestión del Ministerio despierta varios interrogantes en un sector donde se había avanzado mucho los últimos años (probablemente una de las pocas cosas realmente destacables de la gestión saliente).

Donde la pasividad también es llamativa es en el manejo de la deuda en dólares. Seguramente el punto más importante a resolver. Quizás el equipo económico quiso atacar primero la deuda en pesos, camino que me parece correcto. El resto de los componentes de la política económica, fiscal y monetaria, dependerán en última instancia del manejo de la deuda. La posibilidad de reacción de la economía es prácticamente nula de no corregirse el tema de la deuda.

El Ministro parece decidido a emprender una marcada baja en la carga de la deuda, pero los acreedores internacionales tienen antecedentes muy recientes donde la justicia norteamericana les falló a favor. Para normalizar la situación, el Gobierno deberá ofrecer algo aceptable. Pero al mismo tiempo, cualquier opción aceptable implica un costo fiscal futuro que obligará al Gobierno a mantener una firme conducta fiscal. Creo que hay punto de acuerdo en el cual el Gobierno consiga alivianar la carga de deuda y los tenedores puedan obtener un arreglo favorable, pero para esto creo que debe cambiarse el enfoque, no centrarse en la quita sino en la capacidad de conseguir aire de corto plazo.

La clave de la deuda argentina y su sostenibilidad no es el nivel, sino la capacidad de refinanciarse que tiene el país en el corto plazo. El total de la deuda a negociar -bonos en dólares a reestructurar en manos privadas- ronda los USD

100.000 o un 25% del PBI. Este monto representa la mitad de la deuda total contra el sector privado. La otra mitad corresponde a la deuda en pesos y a los compromisos en dólares contra organismos internacionales. Si suponemos una exitosa quita del 40% en los bonos a reestructurar, la deuda total contra privados pasaría del 50% al 40% del PBI. Conclusión, una quita inaceptable por parte del sector privado no modifica en gran medida el problema del nivel de deuda, nos condena a eternos litigios internacionales y nos saca del mercado por mucho tiempo. Enfocarse en la quita sólo traerá más problemas.

La solución tiene que tener como objetivo el refinanciamiento de corto y mediano plazo, no el nivel de deuda. El aire es la clave, tanto para el deudor como para el acreedor. Las variantes son infinitas, pero supongamos que el Gobierno propone estirar los vencimientos por 3 años de capital y en ese lapso ofrece pagar los intereses con un bono genérico a 10 años con cupón del 5%. En este caso, el Tesoro podría automáticamente refinanciarse por 3 años, los intereses se pagan con nueva deuda barata y se despejan las dudas sobre el roleo por un plazo considerable. Por el lado de los acreedores, estarían aceptando una quita de los intereses (valor presente del nuevo bono) por un periodo de 3 años, pero sabiendo que tendrán un flujo cierto en dicho lapso para luego recuperar el flujo original del título al cuarto año y no tendrían que afrontar quita de capital. Una solución de este tipo creo que podría llevar a buen puerto, dejando margen para que los bonos recuperen (¿60%?) y el gobierno resuelva el tema del financiamiento por unos años.

Ahora bien, en el resto de la gestión, el país debería ir a buscar el sendero consistente que tanto menciona Guzmán. En ese sendero no podrá perderse el equilibrio fiscal primario y, creo que lo más importante, el país deberá mantener el superávit comercial para generar flujos futuros genuinos de divisas. Quizás la mejor noticia de las últimas semanas fueron las lluvias que cambiaron radicalmente los pronósticos de cosecha. De mediano plazo, es indispensable que no se atrase el tipo de cambio real y que la brecha cambiaria se reduzca o no crezca. La brecha es una segunda

retención para el exportador. Este párrafo lo dejamos para un nuevo *Resumen*.

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