

14 de septiembre de 2018

## Señales Políticas

Esta semana el Gobierno tuvo que pagar un 7% para convencer al sector privado de renovar sus letes en dólares. La tasa le permitió renovar casi la totalidad en manos privadas (más del 90%). La Provincia de Buenos Aires tenía otra buena porción, calzó las letes con un vencimiento de deuda propia.

Si bien la renovación casi fue total, creo que dista de ser una buena señal. Pagar un 7% a 196 días es una tasa inviable y una confusa señal en el mundo actual. Más aún, considerando que el Tesoro tiene muchos recursos líquidos (depósitos públicos alcanzan los \$886.400 millones, la mayoría de la Nación producto del fondeo todavía no utilizado) y que habría un entendimiento para lograr un adelanto del FMI. ¿No hubiera sido una buena señal pagar las letes y decidir no renovarlas? De hecho, Hacienda ni siquiera hubiera tenido que comprar los dólares al BCRA para pagar, dado que tenía depósitos en dólares para cumplir con el vencimiento.

Creo que es fundamental minimizar la emisión de deuda en dólares, por una simple cuestión de mercado. Sabemos que la brutal caída de las paridades esta explicada por el aumento del riesgo de default, la crisis económica y el riesgo político post-2019. Pero una parte menor (imposible de cuantificar) también se explica por cuestiones de liquidez. La gran emisión de títulos de los últimos dos años y medio provocó que la ola de ofertas de venta sea demasiado grande para el tamaño del mercado. No hay capacidad de absorción de esas ofertas y los precios sobre reaccionan, entrando en una especie de círculo vicioso que retroalimenta el pánico. Por eso creo que es fundamental el mayor respaldo del FMI, no sólo para garantizar la capacidad de pagos futuros, sino también para limitar la emisión de nueva deuda en moneda dura por unos cuantos trimestres. Dejamos el detalle para un próximo informe, pero con un adelantamiento sólo parcial de los desembolsos del FMI, Hacienda podría cumplir con los vencimientos en dólares contra privados durante el 2019 sin necesidad de emitir deuda.

Además de la polémica emisión, esta semana se conoció el dato de inflación de agosto, esperablemente elevado pero desesperanzador al fin. Y como si tuviéramos pocos problemas, el amigo Larry Kudlow soltó los desafortunados comentarios sobre una potencial dolarización. Esto trajo más volatilidad en el mercado de cambios.

¿Por qué entonces bajó el riesgo país desde el miércoles y los bonos se mantuvieron firmes? ¿Por qué comenzamos a ver más flujo comprador, a precios bajos, pero demanda al fin? La explicación creo que viene por el lado político, la famosa foto con los Gobernadores. El Gobierno enfrenta una fuerte crisis de confianza, con lo cual, su agenda de corto plazo debe enfocarse en dos puntos centrales, la estabilidad financiera y cambiaría y la reducción del riesgo país. El acuerdo inicial con los Gobernadores es un buen primer paso. El presupuesto y el nuevo acuerdo con el Fondo deberían ser los próximos pasos a seguir rápidamente. Y creo que un giro en el estilo de conducción política sería fundamental para descomprimir la tensión. Urge la necesidad de mayor diálogo con otras fuerzas para reducir las chances del Kirchnerismo en 2019 y darle menos lugar a los funcionarios de peor imagen (Jefe de Gabinete) y más lugar a los de mejor imagen (Ministro del Interior). Los nombres no resuelven problemas pero descomprimen.

A principios de año y con la confianza a favor, le alcanzaba con una tasa del 27% para contener el tipo de cambio debajo de \$19. A su vez, el riesgo país rondaba los 350 puntos básicos con un programa financiero que para el 2018 requería casi U\$40.000 millones, considerando solamente las necesidades de dólares.

Ahora con una desconfianza absoluta, con una tasa del 60% le cuesta contener el tipo de cambio debajo de \$40. A su vez, el riesgo país ronda los 700 puntos básicos con un programa financiero que, si se confirma el adelanto de desembolsos del FMI, para el año 2019 tiene las necesidades netas contra privados en dólares están prácticamente cubiertas.

La recesión será fuerte, la inflación insostenible y el malestar social creciente. El mercado ya descuenta esto para los próximos trimestres.

Tendremos que tolerar 6 meses como mínimo de malas noticias en la tapas de los diarios, una tras otra. Sobre lo que pasará luego del 2019, el panorama todavía está abierto. Cuanto antes pueda frenar el Gobierno la crisis financiera, mayores serán sus chances de enderezar la economía y tener chances políticas. Cuanto más se prolongue la inestabilidad financiera, más profundos serán los costos de la estanflación y menos sus chances de continuar otro mandato. Con lo cual, lo único que habrá logrado en su gestión será un ajuste mal hecho que reducirá los desequilibrios a la fuerza y, para colmo, los frutos del ordenamiento macroeconómico serán aprovechados por otra fuerza política. Por este motivo, si los cuadernos reducen las chances de la vuelta al Kirchnerismo en 2019, es la mejor noticia que pudo haber tenido el mercado (entendiendo "mercado" como el precio de los activos) a mediano plazo, independientemente del ruido de corto plazo.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*