

01 de noviembre de 2019

La transición

Las PASO costaron demasiado caras. Como si un populismo fuera poco, entre las PASO y las elecciones generales tuvimos dos en su máxima expresión. El deterioro de la economía fue muy profundo en estos dos meses. La vulnerabilidad aumentó considerablemente en una economía que ya venía muy golpeada.

El oficialismo eliminó el IVA a los alimentos, medida cuyo costo fiscal lo absorbió íntegramente el Gobierno Nacional luego del fallo de la Corte. Pero esta medida fue probablemente la más razonable para amortiguar el impacto de la devaluación en el precio de los alimentos. Luego, aplicó un reperfilamiento no voluntario de deuda sin aplicar ningún tipo de control de cambios. El resultado fue otra corrida cambiaria, salida abrupta de depósitos y el cierre total del mercado voluntario de deuda. Si había alguna posibilidad de volver al mercado de pesos luego del shock de las PASO, la torpeza del Gobierno eliminó por completo las posibilidades de renovar deuda en moneda local en el corto plazo. ¿Qué hubiera pasado si se implementaba el control de cambios antes de reperfilar? No los sabemos, pero es lo que debería haberse hecho. Quiso esquivar el costo político de un cepo, pero lo único que consiguió fue postergarlo un par de días a costa de destruir el mercado de deuda en pesos.

Como si fuera poco, el primer cepo que aplicó siguió teniendo fines electorales. El tope irrisorio de USD 10.000 no le permitió contener la fuga de divisas y lo obligó a vender en el mercado de cambios más de USD 7.000 millones luego de las primarias, reduciendo las reservas netas. El resto de la caída de reservas responde al pago de deuda en dólares y a la merma de los encajes en dólares producto de la salida de depósitos. ¿De haber aplicado un cepo más razonable luego de las PASO se hubieran ahorrado parte de esos USD 7.000 millones? No los sabemos, pero es lo que debería haberse hecho. Para tener una dimensión, las letes en manos privadas rondaban dicho monto.

La actitud de la oposición no trajo demasiadas sorpresas. En campaña electoral las promesas incumplibles son moneda corriente. Pero no sólo fueron promesas electorales. En los días que siguieron a las PASO vimos algunas declaraciones (conferencia de Alberto Fernandez en el seminario

de Clarín) que trajeron algo de paz al mercado cambiario y, sobre todo, al ahorrista bancario. El tipo de cambio se estabilizó, tuvimos días sin grandes salidas de depósitos y el BCRA no tuvo que rifar reservas. Pero el pragmatismo económico duro poco y apareció el pragmatismo político. La mejor forma de contrarrestar el efecto del #SiSePuede no era otra que favorecer la inestabilidad económica, sobre todo, dada nuestra historia, en materia cambiaria y bancaria. Las confusas declaraciones de Fernandez, hasta ese momento candidato, trajeron más inestabilidad empeorando la delicada situación.

Irresponsabilidad por ambos lados, se incrementó la vulnerabilidad macroeconómica, perdimos todos. Por suerte la campaña terminó y comenzó la transición formal. En términos políticos, por lo menos esta semana, arrancó bien. En términos económicos los desafíos son más importantes. La foto, el dialogo y la buena predisposición son condiciones necesarias para una transición sin sobresaltos, pero no condiciones suficientes.

Veamos resumidamente algunos números de la transición, en los próximos *Resúmenes* volveremos a este punto con mayor detalle. En el análisis macroeconómico, es conveniente analizar las cuentas en pesos y en dólares por separado, más en una economía con las actuales restricciones cambiarias y escasez crónica de divisas.

Comencemos por los dólares. El BCRA tiene reservas por un poco más de USD 43.000 millones. Descontando las reservas prestadas (China y BIS) y los encajes para hacer frente a los depósitos en dólares, las reservas "netas" rondan los USD 13.000 millones. Desde las PASO hasta el viernes previo a las elecciones generales, el BCRA vendió en promedio USD 120 millones por día. Por otro lado, utilizó USD 8.000 millones para pagar deuda.

En lo que resta del año, entre vencimientos de capital e intereses en moneda dura restan pagar cerca de USD 2.500/3.000 millones a privados. La gran pregunta es qué pasará con la oferta y demanda en el mercado de cambios. Desde agosto a la fecha (estimando los datos para octubre), las compras netas de divisas del sector privado no financiero superaron los USD 8.000 millones, lo que representa aproximadamente unos USD 120 millones diarios, justamente lo mismo que vendió el Central. Dicho en otros términos, dejando la

dolarización por atesoramiento a un lado, el mercado de cambios se encuentra prácticamente en equilibrio, básicamente el superávit comercial cubre la demanda de dólares por fuera del atesoramiento. Con las nuevas restricciones, difícilmente la compra de dólares para atesorar supere los USD 400 millones mensuales. Con lo cual, creo que el cepo permitirá cubrir las divisas durante la transición y el próximo Gobierno podría comenzar con reservas netas cercanas a los USD 10.000 millones. No es un monto menor, brinda algo de tiempo para normalizar la situación de la deuda, veremos si este tiempo es aprovechado. De mantenerse el equilibrio en el mercado de cambios, en las ruedas que pueda el BCRA debería aprovechar para recomprar divisas y no dejar apreciar el tipo de cambio. Dada la fragilidad financiera actual, la recomposición de reservas, aunque sea por montos bajos, resulta un factor muy positivo. Esta semana, según los trascendidos, el BCRA habría comprado algunas divisas.

Ahora pasemos a las cuentas en pesos. La brecha fiscal primaria cerraría el 2019 en torno a los \$140.000 y \$200.000 millones, difícil de estimar producto de la fuerte volatilidad nominal. Parte de este déficit, cerca de \$50.000 millones, pasarían a lo que se denomina deuda flotante (gastos devengados) para el 2020. Con lo cual, el déficit de caja a cubrir en principio rondaría \$90.000-\$150.000 millones. A esto debemos sumarle los compromisos en pesos contra el sector privado, dado que el mercado está completamente cerrado, por un monto cercano a \$140.000 millones de pesos. ¿Esto significa que va a monetizar todos esos pesos en la última parte del año? ¿Aumentará indefectiblemente la base monetaria en esa proporción, un 20% desde el nivel actual? No necesariamente, el BCRA podría rescatar parte de dicha liquidez. Debido a la fuerte caída en la demanda de dinero de los últimos meses, es aconsejable que el BCRA absorba por lo menos una parte de dicha emisión. Estas semanas el stock de leliq se viene reduciendo producto de la venta de reservas, la mayor emisión y los cambios en las políticas de encajes. Esto le podría dar algunos grados de libertad al BCRA las próximas semanas.

En resumen, dados nuestros parámetros de tranquilidad, están dadas las condiciones para una transición tranquila si hay cooperación en nuestra dirigencia política. Los dólares están para la transición y el próximo Presidente podría incluso

asumir con reservas netas por encima de los USD 10.000 millones. El faltante de pesos se monetizará, y dados los rezagos de la política monetaria y la relativa estabilidad del tipo de cambio oficial, la inflación podrá subir unos escalones pero no se desbordará en la transición. Dudo que los sindicatos comiencen a demandar una mayor frecuencia en la indexación salarial en estos meses, en principio deberían mostrar cierta cooperación con su candidato. Por otro lado, analistas advierten sobre el incremento de la brecha. Claro está que a mayor creación de pesos en principio mayor brecha, pero también hay que tener en cuenta que las empresas cuentan con altos niveles de dolarización y para seguir trabajando necesitan pesos. Al vender por MEP o CCL, difícil estimar cuanto subirá la brecha.

El 2020 es otro cantar. Ya no quedan dólares sin mercado secundario. Ya no quedan pesos sin mercado secundario o brutal monetización. El Presidente electo debería aprovechar al máximo las semanas de transición para resolver la situación de la deuda y los canales de financiamiento. No hay tiempo que perder. De no resolver esta cuestión, cualquier dirección que tome la política económica tendrá el fracaso garantizado. Terminaremos en otra devaluación o en un ficticio y temporal atraso cambiario o en niveles de inflación de las décadas perdidas.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia

juan@cucchiara.sba.com.ar