

06 de diciembre de 2019

### **Autarquía Financiera vs Arreglo.**

La próxima semana tendremos un nuevo Presidente en ejercicio. Según los medios, hay varias confirmaciones para el nuevo gabinete y otros puestos de importancia, pero la cartera de economía continúa siendo una incógnita. Finalmente, el cepo duro le dará al nuevo Gobierno algo más de tiempo en la toma de decisiones. El cepo también posibilitó que (lamentablemente) no haya transición alguna entre los equipos técnicos en materia económica.

Hoy por la tarde conoceremos los nombres del equipo económico. Según los medios, para el BCRA supuestamente está confirmado Miguel Ángel Pesce. Mi única lectura es que si se confirma Pesce al frente del Central, recobra más importancia todavía el nombre del Ministro de Economía. El economista fue Vicepresidente del Central entre 2004 y 2015. En este lapso pasaron cuatro Presidentes con marcadas diferencias en la política monetaria y cambiaria. Mi percepción es que el BCRA será una subsecretaría del Ministerio, sin contrapeso alguno. Según los trascendidos, otros ex Presidentes del BCRA durante la gestión Kirchner irían a AFIP y Anses. De confirmarse esto, la buena noticia sería que ninguno de ellos volvería al BCRA, sus gestiones fueron realmente muy malas (cepos, atraso cambiario, brutal pérdida de reservas, monetización, etc.).

Matias Kulfas suena para Producción. Su paso por el BCRA no es un buen antecedente. Sin embargo, en sus últimas declaraciones fue muy pragmático, reconociendo los errores de la etapa 2011-2015. Para economía suena Martin Abeles (hoy en CEPAL y autor de la polémica 125), conozco poco sus ideas. Por último, se rumorea como candidato al académico Martin Guzmán. Este último parecería ser el elegido en lugar de Nielsen también en materia de deuda.

Las últimas declaraciones de Alberto Fernandez coinciden casi a la perfección con las ideas de Guzmán, por ello las sospechas de su futura participación en la negociación de la deuda. Básicamente, en sus últimos artículos (de prensa y académicos [ver acá](#)) sostiene que el país debería negociar una extensión de plazos, que no incluya solamente capital, sino también el pago de

intereses por dos o tres años para, en el camino, avanzar paulatinamente al superávit primario. En una presentación dos semanas atrás en Ginebra, resaltó los peligros de retrasar demasiado la resolución de la deuda y de no arreglar antes de caer en default. La idea sería mantener los pagos mientras se negocia. También en varias oportunidades escribió sobre los problemas en la arquitectura financiera internacional y los potenciales costos de las reestructuraciones desordenadas (juicios, punitivos, holdouts, litigios, etc.).

En teoría todo perfecto. Recuperar capacidad de pagos y postergar plazos sin quita nominal, continuar la consolidación fiscal lentamente para no profundizar aún más el escenario recesivo y negociar sin caer en default para evitar litigios. Si mi lectura de sus ideas es acertada, no es una mala noticia si se confirma como candidato. Pero no todo es color de rosas.

La práctica es algo más compleja. Dudo que los tenedores acepten no recibir ningún tipo de flujo por dos años. Otros rumores dicen que los cupones en los primeros años serán capitalizados o pagados con nominales de los mismos títulos. Algún flujo intuyo que tendrá que ofrecer para que los acreedores acepten. Seguramente tendremos varias negociaciones según el tipo de bono (moneda, legislación y vencimiento).

La cuestión clave, más allá de cualquier Ministro, es la política. ¿Por qué no echarle la culpa a Macri y defaultear todo con una gran quita? ¿Por qué no ir por la heroica del 2002-2005, no pagar y darle bomba a la demanda interna? ¿Por qué no redirigir varios puntos del PBI desde acreedores a otros destinos mucho más redituables políticamente? ¿Por qué no optar por la autarquía financiera como en 2002-2005 cuando resurgimos de las cenizas?

Todos los campos están abiertos. Por algo los bonos valen entre 35% y 45%. Ahora bien, si bien la combinación de cepo rígido, tipo de cambio oficial alto y casi equilibrio primario le pueden dar bastante aire al nuevo gobierno en el caso de optar por la autarquía financiera, no estamos en 2002-2005. Para optar por la autarquía financiera debe mantenerse el equilibrio interno y externo. Habría que mantener el equilibrio primario, es necesario actualizar tarifas o recurrir al financiamiento

monetario y no incrementar el gasto primario por sobre los ingresos, ninguno de estos caminos reactiva la macro. Para mantener el equilibrio externo en un entorno de autarquía financiera y con pocas reservas, es necesario que el tipo de cambio real se mantenga bien alto para que la cuenta corriente no vuelva al terreno negativo. Mantener el tipo de cambio bien alto en el corto plazo es todo menos expansivo para el consumo. Con autarquía financiera no existe Vaca Muerta. Sin Vaca Muerta el balance externo energético vuelve a terreno negativo. En este escenario, más alto tiene que estar el tipo de cambio real para compensar, o mayor control a las importaciones, en ningún escenario el consumo interno despierta.

Es verdad que el gobierno puede optar por la autarquía financiera de 2002-2005, gracias al punto de partida inicial de tipo de cambio alto, balance fiscal primario equilibrado y cepo completo. Pero este camino presenta dos escollos desde mi punto de vista. En primer lugar, no creo que impulse ni siquiera una recuperación de corto plazo. En segundo lugar, cuatro años de autarquía financiera es demasiado tiempo. La falta de normalización de la deuda mantendrá siempre alta las brechas y florecerán todos los caminos posibles para esquivar los controles cambiarios. Más que una situación parecida a la del periodo 2002-2005, dado este punto de partida, iríamos a algo más parecido al 2011-2015. Dudo que otros 4 años de estancamiento sean políticamente redituables.

Si el Gobierno electo opta por normalizar la deuda, la única forma es el consenso entre el Estado y los acreedores. Cualquier resolución convenida en forma voluntaria entre partes, será mejor que cualquier medida forzosa. La búsqueda de un acuerdo es compleja. En términos de precios, creo que cualquier camino que busque un acuerdo, aun considerando las dificultades del mismo, permitirá una marcada suba de paridades desde los niveles actuales. En el camino de la autarquía financiera, las paridades irán otro escalón más abajo. Ante la total incertidumbre, hoy estamos a medio camino.

Buen fin de semana,

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