

19 de junio de 2020

El canje y la post pandemia

La economía se encuentra prácticamente en caída libre como consecuencia de la pandemia y la larga cuarentena. Esta crisis tiene varias particularidades. En sólo dos trimestres, la caída de la economía tendrá magnitudes parecidas (niveles cercanos al 20%) a la crisis del 2001, pero con otra velocidad, dado que aquella caída se prolongó en un periodo cercano a los 15 trimestres. La velocidad de la crisis actual es más parecida a la crisis del 2009 (subprime global más sequía local), aunque la magnitud es prácticamente del doble, por ahora. Sin embargo, a diferencia de aquellas dos grandes crisis, la actual tiene un componente mucho más doloroso. La crisis de la convertibilidad y la crisis del 2009 tuvieron lugar luego de muchos años de crecimiento económico. En cambio, este colapso nos llega luego de 8 años de estancamiento. La antesala es más parecida a la crisis de fines de los 80, luego de prácticamente una década perdida.

Con posterioridad a las crisis descriptas experimentamos una recuperación, por variados factores explicativos y bajo diferentes esquemas de políticas aplicadas. Una vez derrotada la pandemia, veremos un rebote en todas las economías del mundo, el debate está en torno al tipo o "letra" que tendrá la recuperación (V, W, pipa de Nike, etc.). La economía argentina también mostrará un rebote una vez superada la pandemia y liberada la cuarentena. Sin embargo, nuestro destino presenta grandes diferencias en relación al mundo desarrollado y a otras economías de la región. La combinación entre la brecha cambiaria, la inercia inflacionaria, la falta de crédito y el bache fiscal cubierto con emisión, provocan que el escenario post pandemia sea mucho más complejo en relación a las economías más estables.

Podremos ver el rebote del gato muerto o el inicio de un período de recuperación. Pero no estamos condenados a nada. No estamos condenados ni a otra década perdida ni a una recuperación sostenida. Estamos condenados a nuestras propias acciones, a nuestras propias políticas, al camino que elijan las autoridades actuales.

La economía se encuentra sumergida en un gran desequilibrio doméstico y externo. Para apoyar una recuperación sostenida de la actividad, pasada la

pandemia, estos desequilibrios deben contenerse. Mostrar señales correctas en dicho sentido cobra cada vez más importancia para mejorar las expectativas sobre la resolución de estos desbalances. La falta de resolución en materia de deuda y el deterioro de la seguridad jurídica sobre la propiedad privada van en sentido contrario a mejorar las expectativas.

Comencemos por el desequilibrio de pesos. El déficit primario del Tesoro rondará el primer semestre los \$650.000 millones. El agujero de pesos es aún más grande que la diferencia entre ingresos y gastos primarios. El BCRA ya transfirió pesos al Tesoro por un billón. Además de su déficit primario el Tesoro no pudo renovar en su totalidad las deudas en moneda local que fueron venciendo. Como dato muy positivo, en los últimos meses se fue normalizando de a poco el fondeo en moneda local. Además, indirectamente el BCRA tiene que cubrir las necesidades de pesos de las provincias cuyos ingresos también fueron afectados por la pandemia. Esta gran emisión fiscal no tuvo un total correlato en el comportamiento de los agregados monetarios debido a la esterilización que está llevando a cabo el Central vía pases y leliqs. Pero lo que estamos viendo es una especie de crowding out en el mercado de crédito, ante la falta de demanda de crédito por parte del sector privado, el sector público es una inmensa aspiradora de pesos. Por otra parte, la cuarentena derrumbó la velocidad de circulación del dinero dado el brutal crecimiento de los depósitos a la vista.

Este manejo de caja tiene patas cortas. Si bien en todo el mundo estamos viendo financiamiento monetario, en las economías con estabilidad nominal esto es muchísimo menos costoso. Cuando salgamos de la cuarentena se normalizará la velocidad de circulación del dinero y la demanda de crédito privado. No habrá pesos para todos, salvo que generemos un descontrol monetario. Esta salida sería poco recomendable para nuestro país, la inercia inflacionaria y la falta de demanda de pesos como resguardo de valor nos obliga a ser extremadamente prudentes en el manejo monetario. Un claro ejemplo fue el mes de marzo. El BCRA inexplicablemente inyectó una brutal liquidez al mercado y el precio del dólar libre rápidamente se disparó. El BCRA luego corrigió el rumbo. De hecho, está siendo bastante prudente dentro de los pocos márgenes de acción que tiene. Pero sólo no puede,

dado que la emisión es enteramente producto de la dominancia fiscal.

El Tesoro debe normalizar su situación de financiamiento lo antes posible. A medida que la actividad se recupere, la recaudación crecerá más rápido dado el carácter procíclico de nuestro sistema tributario. Pero esto no será suficiente. Además el Tesoro deberá moderar el incremento nominal del gasto y continuar normalizando el mercado de deuda doméstico. Para esto último es imprescindible que se cierre el canje.

Vayamos ahora al desequilibrio de dólares. Durante abril y mayo el BCRA tuvo que vender casi USD 1.300 millones de reservas. Esta pérdida de reservas se dio con un cepo financiero, buena cosecha en etapa estacional de liquidaciones y con superávit comercial que rondará los US\$ 6.000 millones en sólo 5 meses producto del derrumbe en las importaciones. La brecha cambiaria, como muchas veces vimos en nuestra historia, hace desaparecer el superávit en base caja, básicamente desaparecen los dólares. Adelanto de pagos de deudas comerciales y financieras, anticipo en la compra de importaciones, retención de granos por parte del productor, sobrefacturación de impo y subfacturación de expo, etc. El BCRA se vio obligado a imponer un cepo ultra rígido para contener la merma de divisas, que le permitió recuperar casi la totalidad de las reservas perdidas. Si bien esta medida fue muy efectiva para recomponer las reservas, tendrá también sus costos como ser una mayor debilidad financiera del sector privado endeudado en moneda extranjera, un salto en algunos precios de importación y escases de insumos importados. Las regulaciones podrán dar tiempo, pero si no se reduce la brecha volveremos a ver los mismos problemas una y otra vez. Para reducir la brecha de forma no caótica hay que dar fuertes señales en el sentido correcto. Un canje exitoso y ver al Presidente recuperar el pragmatismo en su discurso económico serían señales muy positivas. Si las cosas se hacen mal, hay otra forma de que la brecha se reduzca y tendría lugar en la inevitable solución caótica y socialmente dolorosa, una devaluación brusca del tipo de cambio oficial.

Cerrar el canje es imprescindible, tanto para los desbalances de pesos como para los desbalances de dólares. Dadas las limitaciones fiscales y los desafíos monetarios que enfrentará el sector público en la etapa post pandemia, el sector privado tiene que liderar la recuperación, como en todo el mundo. Un país en default complica extremadamente las

necesidades de financiamiento y roleo de deuda de las grandes empresas. El canje del sector público es más que necesario para normalizar la situación financiera de las empresas.

Las paridad de los bonos soberanos con calificaciones crediticias similares a las que podría tener la Argentina si cierra el canje (Nigeria, Egipto, Ucrania y Paquistán) se recuperaron fuerte y ya rinden entre 6.5% y 7.5%. Esta semana Honduras (B1/BB-) emitió deuda a 10 años al 5.625%, con un libro sobre suscripto 7 veces. Inesperadamente, el contexto financiero internacional para emergentes en medio de la crisis nos está dando una espectacular ventana temporal para realizar el canje, al igual que en enero y febrero de este año. El Ministerio de Economía debería aprovechar estas oportunidades, en este mundo cambiante no sabemos cuánto perduran.

No tiene sentido desde la óptica de la política de financiamiento de largo plazo no cerrar el canje por un 1%/1.5% del PBI a pagar distribuido en un horizonte de 20 años (en valor presente), cuando sólo para este año proyectamos un déficit de 5 o 6 puntos. No tiene sentido alguno. Además, nuestro país debe dejar de lado su caprichosa idea de innovar en la arquitectura financiera internacional con cláusulas inaceptables para los tenedores en los términos del contrato, como la inexplicable cláusula de re-designated. Aproximar la oferta al famoso 55 USD de valor presente (10%) no solamente brinda un sendero sostenible, sino que además el Gobierno gana un considerable aire financiero para los próximos años. El cuentito de sostenibilidad es muy elegante, pero en el mundo real si no comenzamos a hacer las cosas bien cualquier canje será insostenible, por más agresivo que sea. Normalizar la situación financiera es solamente el primer paso para comenzar a hacer las cosas bien.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar