

Las implicancias del conflicto con el BCRA

Informe Mensual Enero

Viernes 29 de enero de 2010

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17
(5411) 4787-2326
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

Todo el conflicto generado en torno a la creación del Fondo del Bicentenario y la remoción del Presidente del BCRA no hace más que ratificar cómo funciona el mecanismo de toma de decisiones en el Gobierno y su exigua voluntad para corregir el rumbo de sus medidas. En este caso, se agrava por la miopía en la percepción del nuevo tiempo político imperante a partir de la derrota de junio que recién se pudo plasmar en hechos concretos con el recambio legislativo de diciembre. Este nuevo escenario se verifica no sólo en un mayor poder de fuego del heterogéneo arco político opositor, sino en un Poder Judicial que empieza a dar crecientes signos de autonomía (más allá de la Corte Suprema).

Desde las áreas técnicas, en su concepción el Fondo del Bicentenario era un fondo de garantía tendiente a disipar cualquier duda con respecto a los vencimientos de la deuda en 2010, mejorando así las chances de éxito del canje a los *hold-outs* y el posible retorno a los mercados voluntarios de financiamiento. Sin embargo, una vez ingresado en el ámbito político, no tardó mucho tiempo en transformarse en una fuente de financiamiento adicional para sostener el abultado ritmo de crecimiento del gasto.

Más allá de la suerte final que corra el ya famoso Fondo, el Gobierno cuenta con variadas fuentes de financiamiento (excedente de liquidez de los bancos, FGS de la ANSES, un BCRA que vuelva a ser permisivo) como para cumplir con los vencimientos de este año y mantener la expansión del gasto público. Si bien a corto plazo no se avizoran mayores riesgos, tanto el nivel como el ritmo de crecimiento del gasto implican un serio debilitamiento de la posición fiscal en el mediano plazo, aumentando su vulnerabilidad y comprometiendo seriamente el margen de maniobra con que contará el próximo gobierno, especialmente por los conflictos latentes distributivos entre la Nación y las Provincias.

Todo el escándalo asociado al Fondo del Bicentenario y a la remoción del Presidente del BCRA tuvo fuertes repercusiones negativas en el exterior, contradiciendo el propio objetivo inicial. Así, en lugar de mejorar el precio de los títulos ofrecidos para el canje, los ha castigado. Por ello, hay algunas pujas para que la oferta deba ser mejorada a pesar de que, por el lado de los tenedores de bonos en *default*, existe un amplio incentivo a entrar al canje y efectivizar las ganancias asociadas a una propuesta ya más que generosa.

Pero para un Gobierno (o mejor dicho, para un Néstor Kirchner) que se resistió persistentemente a normalizar las relaciones con la comunidad financiera internacional y sólo aceptó (con disgusto) desandar los pasos previos ante la promesa cierta de la disponibilidad de fondos frescos, el nuevo contexto plantea un dilema político central: ¿cuál es la disponibilidad y las condiciones del financiamiento adicional que debería generar un canje a los *hold-outs* para que valga la pena enfrentar los cuestionamientos desde la oposición de centroizquierda? ¿Si la oposición impide la creación del Fondo, vale la pena ir por esa vía y estar permanentemente sujeto a la crítica por la política de endeudamiento proveniente de todo el espectro político? La posibilidad de esta línea de este razonamiento es la que única fuente de incertidumbre con respecto al canje por estos días.

Más allá del consejo de la comisión, el tema de Redrado ha devenido en abstracto con su renuncia. El Gobierno está ahora concentrado en terminar de ratificar el DNU del Fondo del Bicentenario en las sesiones ordinarias que comienzan en marzo y para ello está haciendo jugar a los gobernadores. Como venimos insistiendo desde hace bastante, éstos enfrentan situaciones fiscales en creciente deterioro, por lo que la holgura fiscal de la administración central es en su propio interés. Creemos que, dado que con la aprobación de una sola de las Cámaras le basta para lograr su objetivo, es muy probable que lo consiga mediante el Senado.

Ello podría terminar de zanjar la cuestión de fondo y también las dudas internas. Con esos recursos en la mano, no hará ninguna falta endeudarse si las condiciones no son apropiadas, por lo que sólo recurrirán a esa fuente de financiamiento en la medida en que la tasa sea vendible políticamente.

En medio del atolladero

El Gobierno sigue parcialmente encerrado en el laberinto que se inventó en diciembre pasado con el DNU de creación del ya famoso Fondo del Bicentenario. Toda esta secuencia de enredos es la manifestación explícita acerca de cómo funciona el mecanismo de toma de decisiones en el gobierno kirchnerista; sumada a la nula voluntad para intentar recomponer la situación corrigiendo el rumbo inicial una vez desatado el conflicto, jugando a fondo y duplicando la apuesta:

- Haberlo hecho a través de un DNU apenas cuatro días después del cierre de las sesiones ordinarias del Congreso fue un claro acto de subestimación del poder de fuego de la oposición, como si el Gobierno se negara a aceptar el nuevo tiempo político existente luego de las elecciones de junio y que recién pudo plasmarse en el Congreso el 10 de diciembre.
- Los errores técnicos en la redacción del decreto inicial (complicando la estrategia judicial adoptada por los abogados defensores del país en los tribunales externos, basada en la independencia del BCRA del Gobierno Nacional) permitieron que los tenedores de títulos en *default* que centraron sus apuestas de cobro en la “vía legal” avanzaran algunos casilleros.
- Si se hubiera discutido mínimamente de forma previa la implementación técnica de la decisión política de creación del Fondo del Bicentenario con el presidente del BCRA, el margen de maniobra de Redrado se hubiera acotado sensiblemente. Asimismo, no haber escuchado las recomendaciones realizadas por el bufete de abogados que asesora al Gobierno en EE.UU. conspiró contra la solidez legal del decreto (especialmente en materia de embargos).

- Pese a que contaba con un mecanismo relativamente expeditivo que le permitía eyectar a Redrado del sillón de la Presidencia del BCRA (contemplado por el artículo N°9 de la Carta Orgánica del BCRA, que permite la remoción de su Presidente, en caso de mediar mala conducta y/o incumplimiento de los deberes de funcionario público, a través de un decreto del PEN con el consejo previo de una Comisión Bicameral del Congreso), el Gobierno actuó de forma impulsiva y sancionó un nuevo DNU para su remoción, echando más leña al fuego. Ello constituye una nueva muestra de ansiedad, ya que también podrían haber esperado una reunión del Directorio del BCRA para forzar con la mayoría de la que dispone el Gobierno la implementación del Fondo.
- La fuerte presión ejercida por el Gobierno sobre el Poder Judicial, sumada a la equivocada estrategia adoptada, terminó por sellar la suerte de los DNU en el ámbito judicial: el Fondo del Bicentenario no podrá constituirse hasta tanto se expidan las dos cámaras del Congreso, a la vez que el Gobierno se vio obligado a convocar a la Comisión Bicameral que debe dar el consejo “previo” a la remoción del BCRA por decreto, desdiciéndose de los considerandos planteados por el propio Gobierno en el DNU de remoción de Redrado (que, casualmente, aún sigue vigente ya que no fue derogado).

Sólo esta cadena de errores puede explicar que una persona que en los cinco años que estuvo al frente del BCRA jugó siempre alineado con el Gobierno, que fue funcionario durante distintas presidencias (Menem, Duhalde, Néstor y Cristina Kirchner) pero que contaba con un escaso respaldo político, haya optado por resistir en el cargo poniendo en jaque al Gobierno y generando una crisis institucional entre los tres poderes de la

Nación con fuerte repercusión en los medios del extranjero.

Más allá de los (graves) errores en el diseño e implementación de la medida, lo que resulta francamente inexplicable es el motivo por el cuál el gobierno decidió avanzar con la creación del Fondo del Bicentenario. **Durante el 2009 el BCRA financió generosamente al Tesoro por un total de casi US\$ 8.400 M** (ampliación del margen de adelantos transitorios por US\$ 4.500 M, cesión de los DEGs del FMI por US\$ 2.500 M y US\$ 1.200 por el resultado cuasifiscal “virtual” derivado de la depreciación del tipo de cambio), y **se descontaba que este mecanismo de auxilio iba a mantenerse durante 2010.**

En un escenario de exceso de dólares, producto del abultado excedente comercial y de la abrupta caída en el ritmo de dolarización, la utilización de las reservas para la cancelación de vencimientos de la deuda en 2010 no revestía mayores riesgos en términos del equilibrio macroeconómico. De hecho, antes del conflicto con el BCRA, uno de los principales dilemas que enfrentaba la economía de cara al 2010 era cómo iba a hacer para absorber los pesos que se iban a volcar en la plaza para comprar el excedente de dólares (con el consecuente incremento del *stock* de reservas).

El problema esencial fue, además de las formas adoptadas, que **el Fondo del Bicentenario hizo demasiado explícito el rol del BCRA como prestamista de última instancia del Tesoro.** Y no sólo por los US\$ 6.569 M contemplados en el Fondo del Bicentenario, ya que en realidad **el texto del DNU le permitiría al Gobierno avanzar sobre la totalidad de las “reservas de libre disponibilidad”** (esto es, **unos US\$ 10.000 M adicionales a los US\$ 6.569 contemplados en el Fondo**). En total, un monto lo suficientemente abultado (equivalente a 1/3 del total de las reservas existentes) como para que no generara

ruido en la oposición, especialmente en aquellos con alguna expectativa de ser gobierno en 2011.

De hecho, cuando en octubre de 2008 se votó la Ley de Presupuesto del año 2009 se incluyó una modificación al artículo N°20 de la Carta Orgánica del BCRA, que excluyó del tope establecido a los adelantos transitorios que el BCRA le realiza al Gobierno nacional a los pagos de obligaciones en moneda extranjera.¹ **Esta reforma, que pasó sin generar mayor discusión en el Parlamento, le representó al Gobierno financiamiento adicional por US\$ 4.500 M en 2009.** De haber aprovechado la mayoría parlamentaria que el Gobierno dispuso hasta el 10 de diciembre de 2009 (por ejemplo en ocasión del debate de la Ley de Presupuesto 2010), podría haber obtenido recursos adicionales por \$ 4.000 M por cada punto porcentual de elevación de los topes vigentes referidos a los adelantos transitorios, sin generar semejante ruido político.

Es probable que inicialmente **desde el Ministerio de Economía se haya pensado en el Fondo del Bicentenario como una especie de fondo de garantía para el pago de vencimientos de la deuda en 2010** (de hecho esta fue la justificación inicial realizada por el ministro), **que permitiera tonificar la cotización de los títulos públicos y elevara el porcentaje de participación en el nuevo canje a los *hold-outs*, generando las condiciones que permitieran el retorno a los mercados de crédito a una tasa “razonable” (en torno al 10%). Bajo el prisma del Gobierno, el manotazo a las reservas**

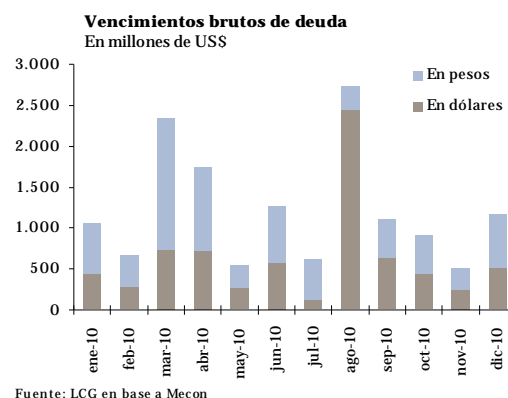
¹ El BCRA puede realizar adelantos transitorios al Gobierno hasta el 10% de los recursos percibidos por el Gobierno nacional en los últimos doce meses y hasta el 12% de la base monetaria. La restricción es que los recursos que surjan del 12% de la base monetaria el Gobierno los puede utilizar discrecionalmente, mientras que la utilización de los adelantos por el concepto del 10% de los ingresos tiene que tener como destino exclusivo el pago de obligaciones en dólares a los organismos internacionales y, desde la reforma de octubre de 2008, también a todas las obligaciones de deuda en moneda extranjera.

del BCRA (visto ahora no como un fondo de garantía sino como una fuente directa de financiamiento) **liberaba recursos para financiar un incremento mayor del gasto discrecional, a la vez que significaba una fuente de financiamiento “latente” por US\$ 10.000 M adicionales.**

Ahora bien, congelado el Fondo del Bicentenario por la Justicia (en primera y segunda instancia) hasta tanto se expida el Congreso; ¿cuánto se complica el programa financiero del Gobierno en 2010?

El financiamiento está

El perfil de obligaciones de 2010 se presenta bastante más descomprimido que el del año 2009. Si bien las obligaciones brutas totales (por vencimientos en pesos y dólares) **ascienden a un total de US\$ 22.600 M**, siendo marzo, abril y agosto los meses con mayores vencimientos, lo cierto es que **más de la mitad del total cuenta con financiamiento intra-sector público**: US\$ 7.700 por los vencimientos de títulos públicos en poder del FGS de la ANSES y otros organismos del sector público y US\$ 4.400 que surgen del financiamiento “tradicional” del BCRA (US\$ 2.200 por adelantos transitorios y US\$ 2.200 por la utilización de reservas de libre disponibilidad para el pago a los organismos de crédito). En este último caso, el gobierno puede disponer de las reservas para el pago a los organismos en función del decreto que autorizó el desembolso al FMI en 2005 (y que posteriormente fue ratificado por ley del Congreso Nacional), con lo cual no depende de la suerte final que corra el Fondo del Bicentenario.



Obligaciones netas 2010

Millones de US\$

1. OBLIGACIONES BRUTAS	22.603
1.1 Bonos	14.525
1.2 Organismos internacionales	2.184
1.3 Recompras de deuda	2.180
1.4 Financiamiento a provincias	3.714
2. REFINANCIACIÓN	11.492
2.1 Sector público	7.687
ANSES / FGS	4.162
Resto sector público	3.525
2.2 Org. internacionales (nuevos créditos)	3.804
3. FINANCIAMIENTO BCRA	4.400
3.1 Adelantos transitorios	2.216
3.2 Uso de RLD para pago a Org. Int.	2.184
SALDO A FINANCIAR (1 - 2 - 3)	6.711

Financiamiento
intra-sector
público
US\$ 12.100 M
1/2 de la
obligaciones
brutas

Fuente: LCG en base a Mecon, BCRA y Anses

Dado que se estiman nuevos créditos por parte de los organismos multilaterales por US\$ 3.800, el saldo a financiar se reduce a sólo US\$ 6.700. ¿De dónde pueden surgir los recursos para su financiamiento?

En primer lugar, un **crecimiento de la economía algo mayor al proyectado en el Presupuesto (4% vs. 2,5%)** y **una inflación sustancialmente superior (piso del 20% vs. 6,6%) implican un excedente de \$ 17.700 M con respecto a la recaudación tributaria estimada en el Presupuesto, \$ 10.600 M de los cuales quedan en manos del Gobierno Nacional (\$ 4.100 M al Tesoro y \$ 6.500 M a la ANSES, correspondiéndole los \$ 7.100 restantes a las provincias).**

En segundo lugar, dado que el Presupuesto estimaba transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro por sólo \$ 3.000 M (cuando el resultado cuasifiscal de 2009 habría ascendido a \$ 20.000 M), el Gobierno podrá contar con \$ 17.000 M adi-

Recaudación tributaria 2010

Millones de \$

	Pres. 2010	LCG	Var.
IVA	97.410	106.127	8.717
Ganancias	59.030	61.858	2.828
Créditos y Débitos	23.547	25.661	2.114
Combustibles	11.111	14.468	3.357
Impuestos Internos	7.498	8.384	886
Bienes Personales	4.221	5.043	823
GMP	1.273	1.513	240
Derechos de importación	10.795	10.051	-745
Derechos de exportación	43.117	42.448	-668
Contribuciones	89.036	89.871	835
Otros	6.687	6.031	-657
TOTAL	353.724	371.456	17.731

Fuente: LCG en base a Mecon

cionales.² Tomados en conjunto, **sólo estos dos factores (mayor recaudación y resultado cuasifiscal del BCRA) implican recursos adicionales para el Gobierno por un monto equivalente al total del Fondo del Bicentenario.**

De esta forma, al comparar los recursos que efectivamente percibirá el Gobierno en 2010 (\$ 324.900 M) con respecto a la pauta de gasto primario contemplada en el presupuesto (\$ 268.600 M), se observa que cuenta con un excedente de \$ 56.300 M. **Una vez descontado el superávit primario necesario para cerrar el *gap* financiero (\$ 27.300 / US\$ 6.700), el Gobierno dispone de un margen de \$ 29.000 M para incrementar el gasto primario por encima de lo estimado en el Presupuesto.**

Como se observa, **aún sin Fondo del Bicentenario, no existe ningún riesgo en términos del cumplimiento de las obligaciones del Gobierno Nacional en 2010.** En todo caso, **lo que le preocupa al Gobierno es el margen de maniobra en términos de la capacidad de incremento del gasto discrecional, dado que trata de su principal arma de disciplinamiento político.**

El margen discrecional

En 2009, y pese a un ritmo de crecimiento de los ingresos sustancialmente inferior al de los años previos, el Gobierno mantuvo un ritmo del crecimiento del gasto superior al 30%. La consecuencia natural fue un debilitamiento de la posición fiscal. Dado que se trata del núcleo central de la política eco-

² También se trata de un resultado "virtual", ya que en caso de descontarse el efecto sobre las reservas asociado a la depreciación del tipo de cambio, el resultado final sería negativo en \$ 1.800 M.

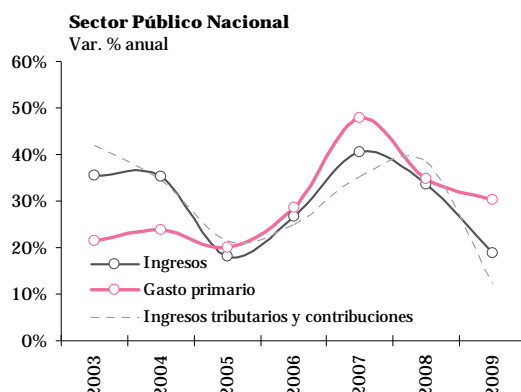
labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17
(5411) 4787-2326
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

PROGRAMA FINANCIERO 2010 Millones de \$

1. INGRESOS TOTALES	324.860
1.1 INGRESOS PRESUPUESTO	297.192
Impuestos + contrib.	228.385
Derechos de expo.	43.117
Otros	13.190
<i>Cuasifiscal BCRA</i>	<i>3.000</i>
<i>Rentas ANSES</i>	<i>9.500</i>
1.2 INGRESOS ADICIONALES	27.668
Mayor recaudación	10.599
Cuasifiscal BCRA	17.069
2. GASTO PRIMARIO PRESUPUESTI	268.586
3. Resultado primario necesario para financiar saldo programa financiero (US\$ 6.700 M)	27.285
Margen para incrementar el gasto público discrecional (1-2-3)	28.989

Fuente: LCG en base a Mecon y BCRA



nómica kirchnerista, difícilmente el 2010 iba a marcar el inicio de un período de mayor moderación en materia fiscal.

Los \$ 29.000 M adicionales al Presupuesto con que contará el Gobierno le permitiría financiar un incremento del gasto primario del 22% (en lugar del moderado 12% contemplado en el Presupuesto). **El problema es que el Gobierno ya tiene “jugada” la mayor parte del gasto, por lo que le quedaría muy poco poder de fuego: el componente automático del gasto** (salarios, jubilaciones, subsidios ANSES –aumento asignaciones familiares más asignación “universal” por hijo- y el Fondo Federal Solidario que coparticipa con las provincias el 30% del total recaudado por los derechos de exportación al complejo sojero), **que representa 2/3 del total del gasto primario, tendría crecimiento promedio piso del 33%.**

Esto le dejaría al Gobierno un margen de incremento del gasto discrecional, en términos nominales, de apenas 4% (en 2009, y pese a la crisis, el ritmo de expansión fue del 23%).³ En un contexto de una inflación en torno al 20% y crecientes demandas políticas para disciplinar el frente interno con los gobernadores (con una imagen pública del Gobierno que sigue por el piso), dicha tasa de crecimiento se asemeja a poco más que una gota de agua en el océano.

Es altamente probable que, siendo conciente de esta limitación, el Gobierno haya “comprado” la propuesta del **Fondo del Bicentenario**: como analizamos en detalle en el Informe Quincenal N°24, **con su implementación se liberaban más de US\$ 3.000 M para financiar un incremento mayor del gasto primario.**⁴ ¿Significa esto que en

GASTO PÚBLICO 2010

	Mill. de \$	Var. % anual
Gasto primario	297.575	22%
Rígido / Automático	203.965	33%
Discrecional	93.610	4%

Fuente: LCG en base a Mecon

³ Para replicar en 2010 el ritmo de crecimiento del gasto discrecional de 2009, el Gobierno debería disponer de \$ 17.000 M adicionales.

⁴ Este exceso surgía porque el Gobierno ya contaba, antes de la creación del Fondo del Bicentenario, con fuentes de financiamiento en dólares por la mitad del total de las obligaciones.

caso de no implementarse el fondo el Gobierno se va a haber obligado a moderar el ritmo de expansión del gasto?

Lo cierto es que el Gobierno tiene todavía distintas fuentes de financiamiento alternativas disponibles (que, vale recordar, estaban disponibles antes de la creación del Fondo del Bicentenario). Además de recurrir a las reservas utilizando vías alternativas al Fondo del Bicentenario (como las propuestas de emisión de Letras del Tesoro que circularon en las últimas semanas), también puede apelar a una colocación “semi-consensuada” con el sistema bancario por la liquidez excedente en dólares (US\$ 5.500 M) o bien a la caja “infinita” del FGS de la ANSES: ya sea re-direccionando los \$ 9.600 M que se encuentran actualmente en plazos fijos en el sistema bancario, desprendiéndose de las acciones en el exterior (\$ 6.700 M) o con la venta de títulos públicos al BCRA (el *stock* acumulado asciende a \$ 84.600 M).

Obviamente, dependiendo de la fuente utilizada y la forma de implementación, podrá tener mayores o menores “daños colaterales” sobre la marcha de la economía. Pero **difícilmente sea el financiamiento el factor que limite el afiebrado ritmo de crecimiento del gasto público durante 2010.**

Idas y vueltas del canje

Mientras continúa el conflicto por el Fondo del Bicentenario, el Gobierno intenta mantener a flote la oferta de canje a los *hold-outs*. Por el momento se avanza con los aspectos técnicos de la oferta y el intercambio de información con la SEC (*Securities and Exchange Commission*). Si bien este organismo planteó algunas cuestiones formales (algunas muy sensibles políticamente, como es el caso de las dudas con respecto

CARTERA FGS

Millones de \$

	30-nov-09	Part.
Crédito Público Nación	84.592	62,2%
Acciones SA	12.634	9,3%
Plazo Fijo	9.627	7,1%
Proyectos productivos	8.350	6,1%
Títulos valores extranjeros	6.667	4,9%
Fideicomisos financieros estructurados	3.598	2,6%
Disponibilidades	2.771	2,0%
ON largo plazo	2.348	1,7%
FCI	2.215	1,6%
Resto	3.170	2,3%
TOTAL FGS	135.972	100,0%

Fuente: LCG en base a ANSES

a las estadísticas del INDEC), lo cierto es que más allá de algunos planteos puntuales difícilmente este organismo pondrá obstáculos que impidan la completa normalización del mayor *default* de la historia.

Con respecto a los *hold-outs* (que en el caso de los agrupados por los bancos estructurados se encuentran concentrados en un pequeño grupo de *hedge funds* principalmente acercados por Barclays), es muy probable que **todo el ruido generado por el conflicto del BCRA los esté llevando a negociar condiciones aún mejores para la ya muy generosa propuesta** que trascendió cuando se hizo el anuncio oficial en octubre del año pasado. Así, y de forma paradójica, **la creación del Fondo del Bicentenario podría llevar al Gobierno a mejorar los términos de la oferta**: no sólo se entregarían cupones del PBI sino que también se emitirían nuevos títulos por los pagos realizados por este concepto entre 2007 y 2009. **Esto implica que la banda dentro de la cual se estaba negociando (entre US\$ 44 y US\$ 50 por cada US\$ 100 de valor nominal en *default*) se termine ubicando en torno a la cota superior. Un negocio redondo para los *hold-outs*** (vale recordar que desde que se declaró el *default* la cotización promedio de los títulos de deuda en cesación de pagos fue apenas inferior a 30, reduciéndose a 11 durante el primer semestre de 2009).

En todo caso, el apetito externo persiste y la oferta es muy atractiva. Por ello, más allá de las demoras motivadas tanto interna como externamente, el canje seguirá adelante. Curiosamente, el único obstáculo podría surgir desde el ámbito político y desde el propio seno del poder. Como mencionamos, desde la perspectiva del Gobierno la reapertura del canje era un paso necesario (si bien antipático) para intentar el retorno a los mercados internacionales de crédito a un tasa de interés razonable y con los problemas jurídicos más acotados. Antes

VALOR DE LA OFERTA

Por cada US\$ 100 VN en default

	Valor técnico	Valor mercado
1. Bono Discount (*)	42,8	30,0
Capital	33,7	
Int. Capitalizados	9,1	
2. Intereses atrasados	9,9	8,0
Pagados en 2003-2004	1,4	1,1
Pagados en 2005-2009	8,6	6,9
3. Cupón PBI	13,6	12,2
Pagados (2007-2009)	7,4	6,0
Valor actual	6,2	6,2
TOTAL (1) + (2) + (3)	66,3	50,2

Discount + Intereses atrasados (2005/09) US\$ 36,9

(*) Paridad actual 70%

Fuente: LCG

del conflicto generado con la creación del Fondo del Bicentenario, la abundante liquidez internacional posibilitaba la existencia de unos US\$ 1.000 / 2000 M disponibles inmediatamente para financiar a la Argentina.

En el último mes la situación se modificó parcialmente: si bien se mantiene el interés de los *hold-outs* para ingresar al canje y **efectivizar las ganancias obtenidas**, ya no está tan claro que todo ello redunde en una baja sustancial del riesgo argentino. De ser así, **en alguna cabeza puede generarse el interrogante acerca de cuál podría ser el incentivo para el Gobierno de avanzar en la reapertura del canje a los *hold-outs*.**

Sin el Fondo del Bicentenario y con una profundización de una heterodoxia poco rigurosa, desprolija e inconsistente, el costo de endeudamiento podría estar en los niveles que el propio Gobierno calificó de inaceptables al crear el Fondo. Convalidar esas tasas no sólo le acarrearía el martirio de los cuestionamientos por parte de los representantes de la izquierda del espectro político opositor debido al canje, sino también un fustigamiento permanente desde todas partes por la política de endeudamiento. La posibilidad, aunque remota, de esta línea de razonamiento dentro del Gobierno rondaba la cabeza de algunos actores financieros y es la única incertidumbre asociada al canje.

El tema de Redrado ha devenido en abstracto con su renuncia, más allá de lo que decida hacer comisión respectiva con su consejo. Pero para el Gobierno ello ya es secundario: está ahora concentrado en terminar de ratificar el DNU del Fondo del Bicentenario en las sesiones ordinarias que comienzan en marzo y para ello está haciendo jugar a los gobernadores.

Como venimos insistiendo desde hace bastante, éstos enfrentan situaciones fiscales en creciente deterioro, por lo que la holgura fiscal de la administración central es en su propio interés más allá de que algunas provincias, como por ejemplo

Chubut, empiecen a tomar una postura cada vez más definitiva respecto de su alejamiento del Gobierno Nacional. Creemos que, dado que con la aprobación de una sola de las Cámaras le basta para lograr su objetivo, es muy probable que lo consiga mediante el Senado.

Ello podría terminar de zanjar la cuestión de fondo y también las dudas internas referidas al canje. Con esos recursos en la mano, no hará ninguna falta endeudarse si las condiciones no son apropiadas, por lo que sólo recurrirán a esa fuente de financiamiento en la medida en que la tasa sea vendible políticamente.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.