

## Con gusto a poco De la retórica del plan integral a la improvisación fáctica

### Informe Mensual N° 129

14 de febrero de 2020

#### Esquema del informe

- I. Editorial
- II. Un ministro jugando a Jekyll & Hide
  - A. *Lo que dejó la saga del BP21*
  - B. *AF20, otro mal resultado*
- III. Dos partidas, dos yerros
  - A. *El camino a la reestructuración*
- IV. El BCRA arriesga
  - A. *Dólar, más rápido que los precios*
- V. El ajuste solidario
- VI. Algunas reflexiones finales

**Guido Lorenzo**

Director Ejecutivo  
g.lorenzo@lcg.com.ar

**Melisa Sala**

Economista jefe  
m.sala@lcg.com.ar

**Julia Segoviano**

Economista  
j.segoviano@lcg.com.ar

**Emilia Calicibete**

Analista  
e.calicibete@lcg.com.ar

**Florencia Blanc**

Analista  
f.blanc@lcg.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA  
(+5411) 4862 8992  
info@lcg.com.ar

www.lcg.com.ar  
 @lcgmedia

**L**a reestructuración de la deuda se presentó en un primer momento como un tema fácil de sortear: se haría una renegociación rápida consensuada con los acreedores. Así, despejando el cronograma de vencimientos podría presentarse un programa para que Argentina recupere el crecimiento que perdió hace más de 10 años.

El gobierno había empezado a mostrar señales de prudencia fiscal y monetaria. Continuaba haciendo el ajuste que, esta vez, recae principalmente sobre el gasto en jubilaciones. El peronismo tiene la capacidad de realizar una 'reorganización' del Estado sin pagar un costo de conflictividad social elevado y parece estar sacando ventaja de ello. Del lado monetario, el presidente del BCRA había adelantado la necesidad de avanzar en una baja gradual de la tasa de interés.

La promesa de presentar un plan macroeconómico integral no se está cumpliendo a más de 60 días de tomar el control del ejecutivo y la economía real parece que sigue sin encontrar piso. La cuestión de la deuda terminó interponiéndose antes de implementar cualquier tipo de plan.

El miércoles pasado el Ministro M. Guzmán se presentó en el Congreso y sostuvo que de esta situación no se sale con más austeridad y que hay que dar paso a políticas expansivas, por lo que no es esperable tener un resultado fiscal positivo tampoco en los próximos 3 años. Semanas atrás defaultó deuda en pesos y luego aseguró que era el único bono en moneda doméstica que reperfilaría.

Esto deja atrás el camino emprendido de la prudencia fiscal, endurece la negociación con los acreedores y pone a la reestructuración de la deuda en el centro de la escena. El cronograma ajustado presentado por Economía no parece dar lugar a que existan conversaciones con los acreedores. Más bien parecería una estrategia unilateral de tómallo o déjalo.

**El problema es que si no toman la propuesta argentina y finalmente se declara el default, las consecuencias serán el ajuste fiscal o ir a una nominalidad más elevada.** La deuda cayó 5% luego de la presentación escueta en contenido del Ministro de Economía. El plan para volver a crecer, lo importante, sigue sin aparecer y se avizora un manejo de improvisación mezclado con soberbia que trae más incertidumbre.

**Luego de los vaivenes, quizás la opción de declarar la cesación de pagos podría volverse una alternativa cada vez más viable para el ministro. Tendría todavía la oportunidad de endosarle esta decisión a la gestión anterior, se evitaría las consecuencias de una negociación fallida y podría escapar a la necesidad de tener que vender internamente el ajuste fiscal que demandarán los acreedores para aceptar la oferta de reestructuración. Pero, otra vez, sería la decisión de una clase política que sigue supeditando el largo al corto plazo.**

Además, hay que tener en cuenta que la situación actual es distinta a la del default del 2001-2005. En 2003 la economía se recuperaba a tasas chinas y la inflación era baja. Pero la diferencia principal es que en aquel momento la economía gozaba de superávit fiscal. El costo del default actualmente es más elevado. Redundará en más ajuste o más inflación.

Por lo pronto, deberán sortearse más vencimientos en pesos por el equivalente casi al 20% de la Base Monetaria en un mercado de pesos que no logra funcionar con fluidez, menos aún con los eventos de no pago de deuda en esta moneda. Al problema que representaban los compromisos en dólares, ahora también se suman los compromisos en pesos. **Tomar deuda en el mismo mercado al cual se está defaulteando o reperfilando es imposible.**

El BCRA no parece estar dispuesto a ceder posición para alinearse a una estrategia de emitir y esterilizar vía tasa. El desenlace en la negociación del AF20 puso de relieve nuevamente cierta descoordinación entre el BCRA y el Ministerio de Economía.

Ya a estos niveles, el FMI podría aportar una cuota de cordura. Si se lo sube a la negociación, la misma podría tener éxito. Sin embargo, en este punto se suma el fuego interno que está recibiendo el Gobierno por parte de la vicepresidenta (con sus declaraciones en Cuba a favor de una quita al FMI) y de las de Máximo Kirchner en un acto de la Cámpora (tratando al organismo como un acreedor más que debería ponerse al final de la cola de acreedores).

De todas formas, **en las últimas semanas M. Guzmán no solo demostró no tener capacidad de pago sino tampoco voluntad para pagar o hacer esfuerzos compartidos.**

## Un ministro jugando a Jekyll & Hide

Luego de 25 años, nuevamente un ministro de economía solicitó realizar una presentación en el Congreso. El motivo que lo llevó a asistir al recinto de Diputados fue el mismo que implicó la votación y aprobación de una Ley semanas atrás: la sostenibilidad de la reestructuración de la deuda. Respecto al contenido del discurso, no existían grandes expectativas. No se esperaba la presentación de un plan integral o de una oferta para presentar a los acreedores. La ausencia de estos detalles no sorprendió, pero el tono del discurso del ministro M. Guzmán dejó la sensación de una postura más dura de cara a la renegociación de la deuda externa.

Una gestión que había comenzado mostrando signos de querer una reestructuración amigable al estilo uruguayo y llegar a buenos términos con los acreedores ahora parece haber virado a una postura confrontativa y más radicalizada. Las definiciones de Guzmán se parecieron más a la de alguien que avisaba que estaba dispuesto a defaultear que a la de alguien que esperaba llegar a un acuerdo rápido con los

tenedores de bonos. Algunos mensajes como que “los bonistas se sentirán frustrados” o la afirmación de no alcanzar equilibrio primario hasta 2023 y un sendero de superávits bajos para los años posteriores, **no mostraron en absoluto voluntad de iniciar una negociación en buenos términos, ni deseo de compartir el esfuerzo con los acreedores a la hora de planear la reestructuración.**

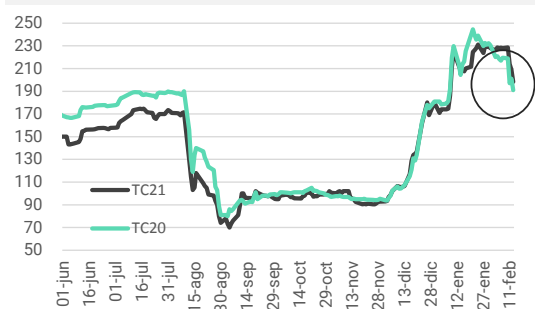
No queda claro si es una estrategia para que bajen los precios de la deuda argentina en el exterior y poder negociar ofreciendo menos valor. Si ese es el camino, el de ‘asustar’, hay que tener en cuenta que conlleva **el riesgo de que la deuda quede en manos de distressed funds que luego soliciten el 100% del pago a través de litigios.** Es un problema que hoy no existe y se lo podría estar comprando con esta retórica.

También, tiene el riesgo de no ser creíble. **A fin de cuentas, no queda resuelto cómo pagaría Argentina el déficit fiscal y los vencimientos en pesos de los próximos años hasta alcanzar el superávit fiscal.**

En el exterior conocen la situación de Argentina. Saben que no es posible atender el pago del capital y de los intereses tal como está planteado, pero también tienen la completa certeza de que el escenario de default de los títulos en dólares perjudica a la Argentina. **Cuando la economía no tiene equilibrio o superávit tiene que recurrir al financiamiento. La estrategia de pelearse con todo el mercado y ‘vivir con lo nuestro’ insistiendo en la expansión fiscal solo puede llevar a ubicar a la nominalidad en escalones más altos.**

En este punto, vale decir que los riesgos de hiperinflación no son menores. En un trabajo de Fischer (2002), se destaca que cuando la economía llega a un nivel de inflación superior al 50% anual (pero todavía menor al 100%), la probabilidad de reducir esos niveles el año siguiente son más bien bajos (33%); con casi la mitad de las chances, la inflación estará dentro del mismo rango (50%-100% anual). Pero si a esto se suma escasos esfuerzos fiscales financiados con emisión en un contexto de cierre de los mercados de deuda, las probabilidades de acelerar la inflación a niveles incluso superiores indudablemente aumentarán.

Títulos en Pesos  
Precio en AR\$



Fuente: LCG en base a IAMC

TABLE 4  
MARKET ECONOMIES: TRANSITION MATRIX<sup>1</sup>

Range of Inflation	Year T + 1						Probability		Number of Observations
	< 25	25-50	50-100	100-200	200-400	> 400	Will Rise	Will Fall	
Year T < 25	95.4	4.1	0.4	0.1	0.0	0.0	4.6	0.0	3343
25-50	46.5	38.4	13.3	1.4	0.4	0.0	15.1	46.5	279
50-100	10.6	23.0	47.5	14.8	1.6	2.5	18.9	33.6	122
100-200	10.1	11.9	18.6	42.4	15.3	1.7	17.0	40.6	59
200-400	11.7	5.9	5.9	11.8	17.6	47.1	47.1	35.3	17
> 400	2.7	0.0	8.1	13.5	8.1	67.6	0.0	32.4	37
Total									3857

Source: IMF, *International Financial Statistics*.

<sup>1</sup> Calculated as number of observations in year T + 1 in the corresponding column range as a percentage of numbers of observations in the corresponding row range in year T. (Rows add up to 100.) Based on pooled, cross-section annual data 1960-96, from 133 countries.

La probabilidad de que la inflación se acelere respecto a los niveles actuales es del 47,5%

Sin embargo, claro está, éste no había sido el mensaje inicial que el ministro había dado apenas asumió. Incluso había enfatizado que la deuda en pesos se pagaría en tiempo y forma, hecho que luego no ocurrió al momento de afrontar el pago del Bono Dual (AF20), que venía el 13 de febrero y cuyo capital terminó siendo reperfilado. **No queda claro si se mantendrá la postura más agresiva o irá siendo cambiante de acuerdo a la respuesta del mercado.**

## Lo que dejó la saga del BP21

Luego de sortear el vencimiento de las letras del Tesoro en dólares (re-reperfiladas para agosto de 2020), llegó el turno del vencimiento del bono BP21 de la provincia de Buenos Aires. La negociación de A. Kicillof para posponer el pago que caía el 26 de enero del 2020 fue un fracaso a la luz del resultado obtenido. Al final del día, la Provincia no logró posponer el pago y, aún peor, rifó su credibilidad de cara a la reestructuración de la deuda.

Hubo un sin número de idas y vueltas en la 'negociación' de A. Kicillof que terminó afectando también al Gobierno Nacional. Inicialmente afirmó que no había fondos para pagar, pero al no conseguir la aceptación del 75% de acreedores para postergar el pago (luego de varios llamados y extensiones de plazo para aceptar la oferta), el dinero apareció y se pagó el 100% de la amortización, sin cuotas.

¿Cómo hacer creíble, en adelante, que no hay fondos para pagar? **Es cierto que las cuentas de la Provincia no son holgadas, pero no es menos cierto que el flamante gobernador aprovechó la situación y prefirió hacer un acto de populismo en términos financieros (suspendió los aumentos de tarifas ya anunciadas por M. E. Vidal, por ejemplo) y sumarse al tren del reperfilamiento.**

La derrota que dejó la negociación de A. Kicillof no fue gratuita. No solo Buenos Aires necesita una reestructuración de su deuda sino también otras provincias, que ya con este antecedente tendrán más complicadas sus negociaciones. Así, los vaivenes en el proceso de reestructuración de la PBA, generaron un antecedente negativo de cara a la estrategia para los próximos vencimientos, tanto de la provincia como de las demás provincias y de la Nación.

Por el tono de la conferencia de prensa de A. Kicillof, es válido preguntarse si la PBA decidió pagar o si la hicieron pagar. Si la respuesta es que la orden vino de arriba, surge el interrogante sobre por qué Nación decidió semanas después postergar el vencimiento de un bono en pesos (AF20), pero confirmando que este será el único postergado y que pagará los siguientes. En todo caso, lo que se vislumbra es un manejo muy discrecional (y un tanto improvisado) del tratamiento de cada vencimiento.

### **AF20, otro mal resultado**

Si bien el ministro había comentado en su última conferencia de prensa que los vencimientos de los bonos en pesos no representaban un riesgo y que el problema era la deuda en moneda extranjera, los resultados del primer desafío en pesos no respaldaron esa afirmación. Para enfrentar el vencimiento del bono AF20 dispuso un canje del título por 4 bonos. Uno atado a CER, otro a Badlar, un *dollar linked* y otro también con tasa dual.

La existencia de un menú de 4 activos tan distintos daba la sensación de que **no hubo coordinación con los acreedores. Se estaba intentando adivinar el apetito del mercado.** Dada la poca adhesión por parte de los tenedores (apenas el 10% entró al canje), y con \$ 96.000 M aún para cancelar el día 13 de febrero, el Ministerio de Economía

lanzó el 10 de febrero una licitación de otros 3 títulos. Horas más tarde, y sorprendentemente, la misma fue declarada desierta. A pesar de que no se dieron detalles de la adhesión, había trascendido que las ofertas permitían cubrir entre el 25% y el 50% del vencimiento del AF20. Sin embargo, en contra de toda expectativa, se decidió defaultear el capital y pagar solo los intereses.

Las amortizaciones tendrán tratamiento recién el 30 de septiembre, cuando ya esté realizada la reestructuración del resto de la deuda en dólares. Se consideró que la alternativa de emitir para pagar ese vencimiento podría ser costosa en términos de estabilidad. El resultado fue una fuerte caída en toda la curva de pesos que pasó a operar a paridades debajo del 60%. Sin embargo, un día antes del vencimiento, y luego de anunciar el reperfilamiento, se aceptó tomar el bono AF20 a su valor facial para suscribir en futuras emisiones, permitiendo un rebote de los títulos en pesos. Más idas y vueltas.

**El comunicado de Hacienda para anunciar que no se pagaría el vencimiento de capital fue el primer indicio de un cambio de posición del gobierno.** El mensaje fue confrontativo y con sesgo revanchista, evidenciado en frases como “a los tenedores que decidieron no cooperar les tocará esperar”. El giro en el discurso fue muy grande, considerando que esta vez hubo una decisión explícita de no pagar y de mostrarse agresivos.

Entre los motivos de esta nueva posición podrían encontrarse los malos resultados del canje, que llevaron al ministro a la soberbia, y de allí el tono duro del mensaje anunciando el mecanismo de espera para el cobro del capital. No obstante, la señal de no darle salida a los tenedores del bono AF20 era pésima para el mercado, y eso quizás hizo recular la decisión de M. Guzmán permitiendo la integración al valor facial para una nueva licitación. **Sucede que defaultear el título por \$ 96.000 M cuando en los próximos dos meses vencen \$ 340.000 M no luce como una estrategia atractiva si lo que se pretendía es conseguir algún roll over de esos vencimientos. Menos aún, cuando los principales tenedores de estos títulos son los mismos que los de la reestructuración de la deuda en dólares.**

## Dos partidas, dos yerros

**Las negociaciones de ambos vencimientos terminaron con malos resultados. Se pagó la deuda íntegra en dólares (el BP21) y se defaultearon los pesos (el AF20).** De cara a los próximos vencimientos parece que se ha tomado nota de que el mercado está menos dispuesto de lo que creían las autoridades a aceptar quitas o estiramiento de plazos de pagos. El problema es que la respuesta fue redoblar la apuesta, en vez de intentar una negociación más alineada con los intereses de los tenedores.

Sucede que para que una estrategia de negociación de deuda tenga éxito, es decir, para cambiarle las condiciones a un acreedor, **hay que demostrar que se va a realizar un esfuerzo por parte del deudor. Lo que en la jerga se denomina *burden sharing*.** El gobierno no lo hizo en la oferta de canje por el AF20 y tampoco promete hacerlo en la negociación de la reestructuración de la deuda externa. En efecto, el ministro afirmó que en su escenario base se alcanzaría el equilibrio fiscal hasta 2023.

Junto con el anuncio del default del AF20 se comunicó que el resto de los títulos con vencimiento en pesos tendrán tratamiento diferente a este último. Se entiende entonces que si no se logra canjearlos se pagará con esfuerzo fiscal o emisión. **Pero, el desenlace del AF20 pareció exhibir poca coordinación entre el BCRA y el Ministerio de Economía.** El primero no quiso convalidar subas de tasas de interés para esterilizar los pesos emitidos para su pago, algo que quizás deba cambiar en la medida que las próximas obligaciones en pesos fueren emisión. Esa tensión no está resuelta.

Tampoco se muestra un nivel mayor de coordinación a niveles más altos de gobierno. Luego de que A. Fernández haya recorrido varios países de Europa para lograr el apoyo de los miembros socios del FMI, la vicepresidente en Cuba exponía sobre una supuesta inmoralidad del FMI y sugería que se podía hacer quitas a la deuda con el organismo. Las señales son confusas para los acreedores que vienen reduciendo posiciones en títulos de Argentina, pero que no creen aún que deban ser tratados como bonos basura.



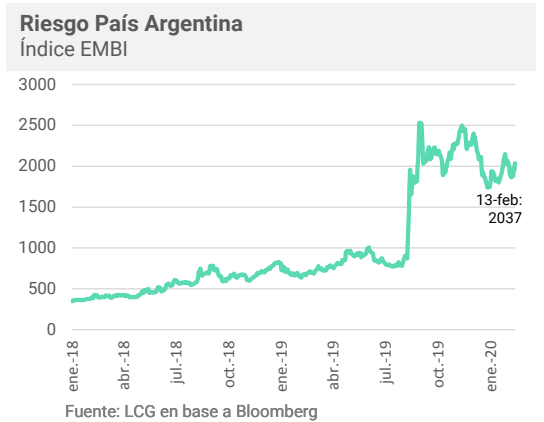
Otro aspecto a tener en cuenta de acuerdo a cómo se llevaron estas negociaciones es la voluntad de lograr acuerdos. Al principio de esta renegociación se hablaba de hacerlo a la uruguaya, solo un reperfilamiento sin necesidad de entrar en cesación de pagos. Luego empezó a sobrevolar la idea de que la deuda es insostenible sin quitas de capital e interés. El perfil más agresivo del ministro no parece entusiasmar a los acreedores externos que tienen una visión distinta respecto a la solvencia del país (la carga de intereses podría cubrirse con mayor esfuerzo fiscal), concentrando dudas respecto a la voluntad de pago o de realizar una buena oferta. Parte de esa falta de optimismo se refleja en el riesgo país que supera los 2000 bps.

**Las dudas también surgen debido a que la economía no tiene un norte definido.** Se sabe que lo urgente es arreglar el tema de la deuda, pero aún no hay noticias acerca de cuál es el plan (si existe) para que la economía empiece a crecer. **Las premisas del Programa Macroeconómico Integral siguen brillando por su ausencia, algo que a todas luces debería ser el centro de la discusión. Es precisamente el Gobierno quien debería ser el principal interesado en mostrar la forma en que la economía podría recuperarse para así poder honrar los compromisos reestructurados en el futuro.**

En este punto, cabe preguntarse si la decisión de no exponer el Plan obedece a **que la opción del default se está volviendo cada vez más atractiva para el Gobierno. En el discurso, todavía podría adosarle los costos de la decisión a la gestión anterior. Y al ajuste fiscal que demanda cualquiera de los dos resultados (la renegociación de la deuda, de manera prolija, o el default, de manera desprolija) también sería más fácil de vender dentro de las propias filas. Pero otra vez sería una mirada miope, de una clase política mezquina que sigue supeditando las decisiones del largo al corto plazo.**

## **El camino a la reestructuración**

En las semanas que siguen el Gobierno debe enfrentar nuevos vencimientos en pesos. El 1 de marzo vence el bono AM20: \$ 4.600 M con

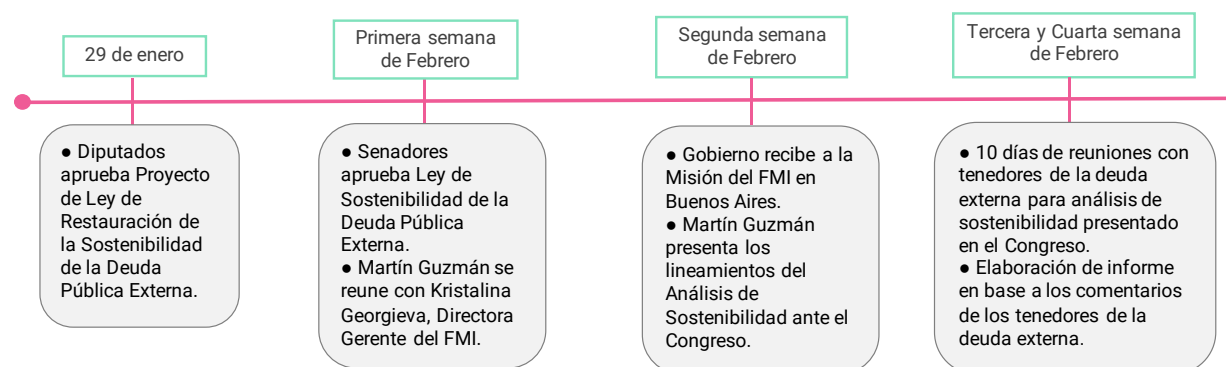


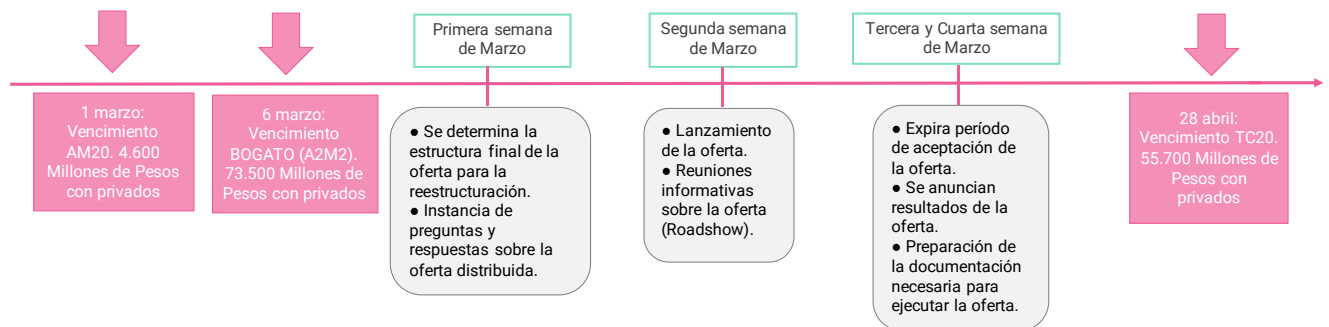
privados. Apenas días después (el 6-marzo), se debe afrontar un vencimiento aún mayor, por \$73.500 M, correspondiente al BOGATO (A2M2). En total, **unos \$ 78.100 M en una semana.**

Los tiempos entre el reperfilamiento del AF20 y los nuevos vencimientos son cortos. **Será la última oportunidad de lograr un canje exitoso por parte del ministro antes de realizar la oferta a mediados de marzo por la reestructuración de la deuda externa.**

De acuerdo con el cronograma publicado por Hacienda, luego de estos vencimientos en pesos el gobierno lanzará la oferta para reestructurar la deuda y tendrá reuniones con los acreedores para intercambiar dudas e inquietudes. Para fines de marzo expira el período para aceptar la oferta, y se anunciarán sus resultados.

A priori, **el calendario de Hacienda luce ambicioso dado que dos semanas de intercambio con acreedores para la negociación de la oferta parece poco tiempo.** No debería descartarse que las fechas se estiren en el tiempo, en caso de no arreglar rápidamente con los distintos fondos. De todas formas, e incluso con el cumplimiento del cronograma, las dificultades no finalizan en marzo, ya que el 28 de abril reaparece uno de los vencimientos fuertes del año en pesos: **el TC20, con un monto que asciende a \$ 55.700 M con privados.** Para ese entonces, tener cerrada la reestructuración de la deuda en moneda extranjera generaría alivio y margen de acción, pero reaparecen las necesidades de ofrecer canjes atractivos o de emitir para afrontar pagos.





## El BCRA arriesga

**El BCRA es el único que, por ahora, se mantiene firme en su decisión de bajar el costo del crédito a costa de tener una economía que funciona con tasas reales negativas.** Durante enero le resultó relativamente sencillo bajar las tasas de interés al mismo tiempo que reducía la base monetaria. La estacionalidad le jugaba a favor a M. Pesce.

Sin embargo, durante estos primeros días de febrero se ve una expansión monetaria de \$ 198 MM producto principalmente del manejo de sus pasivos no monetarios. La venta de divisas no alcanza para hacer frente a la escasa renovación de Leliqs y en lo que corre de febrero la base monetaria ya más que recuperó la contracción de enero.

El BCRA posiblemente se vea forzado a tener que subir la tasa simplemente por una cuestión estacional. **En los 5 meses que siguen a enero la demanda real de dinero cae en torno al 8% respecto al primer mes del año.**

Si es un target de tasa de interés, que es lo que parece estar buscando el BCRA, difícilmente pueda absorber lo emitido a la tasa del 44%. Menos aún, si Hacienda, decide afrontar los pagos de la deuda en Pesos con emisión monetaria. En un contexto de déficit primario y cierre de mercados de deuda, la afirmación del ministro Guzmán sobre el pago en tiempo y forma de la deuda denominada en Pesos, se traduce en mayor emisión monetaria; no existe por ahora otra fuente de financiamiento. Aun así, los compromisos en pesos en manos de privados

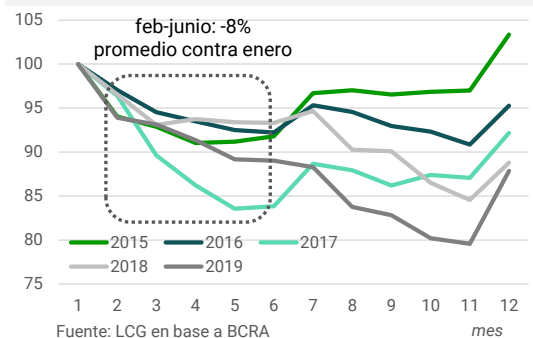
**Factores de explicación de la Base Monetaria**  
m/m, \$ MM

	Compra/ Venta divisas	Sector Público	Sector Financiero	Leliqs	Pases	Otros	Base Monetaria
nov-19	131,4	43,5	110,5	114,9	-4,4	0,0	284,4
dic-19	67,0	244,3	-88,6	25,8	-114,3	0,0	223,8
<b>Total Bimest.</b>	<b>198,4</b>	<b>287,8</b>	<b>22,0</b>	<b>140,7</b>	<b>-118,7</b>	<b>0,0</b>	<b>508,1</b>
ene-20	46,8	14,7	-245,0	-695,4	395,2	52,2	-186,5
10 días feb	-17,8	25,9	189,4	140,3	32,1	17,3	197,8
<b>TOTAL 2020</b>	<b>29,0</b>	<b>40,5</b>	<b>-55,6</b>	<b>-555,0</b>	<b>427,2</b>	<b>69,5</b>	<b>11,3</b>

Fuente: LCG en base a BCRA

### Demanda de dinero

Circulante \$ constantes / EMAE; índice base ene=100



Fuente: LCG en base a BCRA

en marzo y abril demandarían la inyección de \$ 340 MM, 18% de la base monetaria. Financiarlos por la vía de la emisión luce imposible.

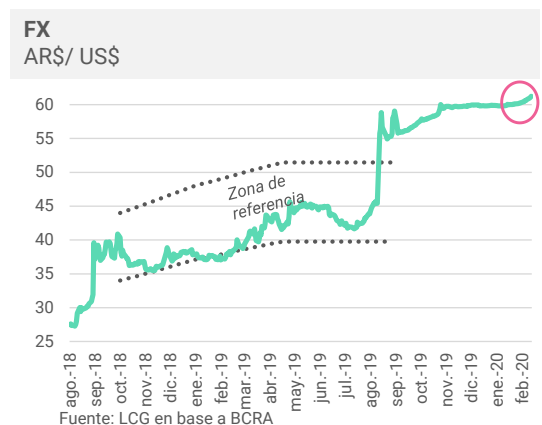
## Dólar, más rápido que los precios

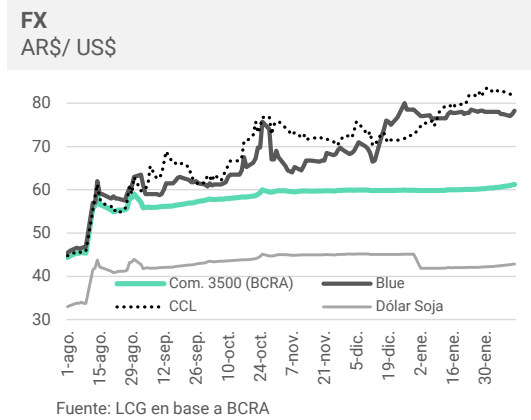
Todavía sin detalles concretos acerca de cómo es la política cambiaria incluida en el Programa Macro Integral del ministro Guzmán, las señales del BCRA en los últimos días, convalidando un deslizamiento del tipo de cambio, parecen ir en el sentido deseado.

El dato “positivo” de inflación de enero (2,3% mensual), que estuvo bien por debajo de lo esperado (3,5% m/m según el REM), sumado a la desaceleración que se espera para los próximos meses, asumiendo que se mantiene el congelamiento de tarifas y que el tema deuda tiene un desenlace favorable, parecen haber habilitado la decisión de moderar (marginalmente) el atraso que venía sufriendo el dólar.

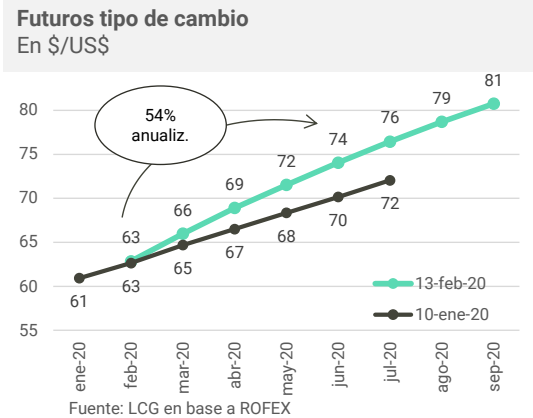
En las últimas 9 jornadas el tipo de cambio de referencia (Com. 3.500) se depreció 0,19% por día, el equivalente a una tasa de 3,9% mensual. Este ajuste se encuentra más en línea con el ritmo que lleva la inflación.

La inyección de Pesos a partir del rescate de Leliq (para no convalidar un aumento de la tasa) no está corriendo al CCL ni al blue; al menos por ahora. **Habrà que ver qué ocurre en los próximos meses cuando la demanda de dinero se reduzca, sólo por efecto estacional.** La brecha con el CCL que había tocado un máximo del 40% hacia fines de enero, se redujo a 33% al cierre de esta semana. Con el paralelo el gap es del 28%, todavía por debajo del costo que impone el impuesto PAÍS. El Dólar Soja (oficial neto de retenciones) es AR\$ 43.

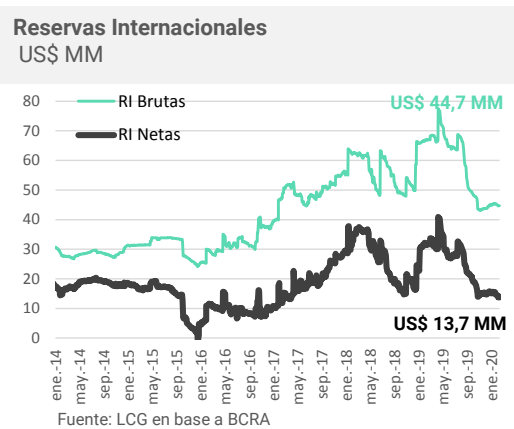
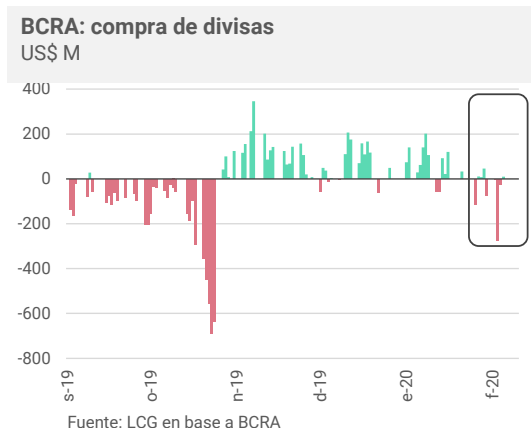




En el mercado de dólar futuro, las tasas implícitas vuelven a operar por encima del 50%. La demora y la incertidumbre asociada a la negociación de la deuda suman ruido en el mercado. Hoy la expectativa de devaluación a junio 2020 es del 56% anualizada; hace un mes era del 37%.



**Lo llamativo es que el corrimiento del dólar oficial se da en un escenario en el cual el BCRA se encuentra vendiendo reservas en el MULC.** En las últimas semanas las liquidaciones de exportadores mermaron y la demanda de los importadores ‘subsidiados’ creció y está siendo abastecida en parte por el BCRA (US\$ 420 M netos desde el 27-enero). **Hoy las reservas internacionales suman un total de US\$ 44,7 MM, apenas US\$ 1,3 MM más que al momento de establecer el cepo hard. Las reservas netas alcanzan US\$ 13,7 MM.**



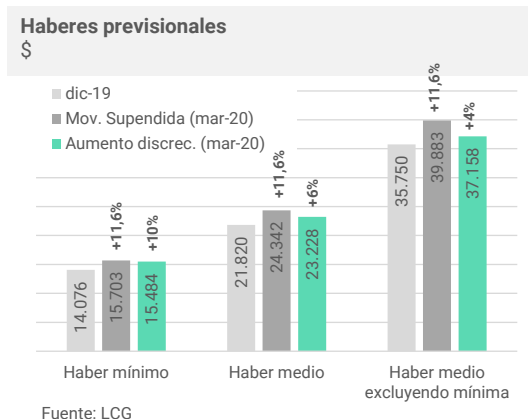
## El ajuste solidario

En el marco de la suspensión por 180 días de la Ley de Movilidad, el Poder Ejecutivo anunciará hoy a las 18 hs el aumento que tendrán las jubilaciones y pensiones a partir de marzo. La Ley de Movilidad suspendida contemplaba un incremento del 11,56% para todos los jubilados a partir de considerar la variación de precios y salarios (70%/30%, respectivamente) durante el tercer trimestre de 2019.

**Se especula que el Gobierno ofrezca a los haberes mínimos un aumento en línea con lo previsto por la Ley, pero una suma fija (o porcentajes mucho menores) a los jubilados con haberes superiores.** Sin conocer mayores detalles, pero asumiendo que prevalecerá la idea de avanzar en un achatamiento de la pirámide de haberes, planteamos el siguiente ejercicio para poder dimensionar el ahorro fiscal que tendría en esta política.

- *Los haberes mínimos aumentan 10% en marzo, que sumado al bono de enero dejarían ingresos acumulados 5,7% mayores a los que hubiera implicado el ajuste por la Ley de Movilidad suspendida. Este aumento también aplica para beneficiarios de la AUH y de pensiones no contributivas. En total, casi 9,7 millones de beneficiarios.*

- *Los demás haberes previsionales tendrán un incremento por suma fija equivalente al aumento absoluto de los haberes mínimos; esto es \$ 1.408. Estos jubilados, unos 2,5 millones, son quienes concentran el 'ajuste solidario' que está llevando a cabo el Gobierno.*



### Haberes jubilatorios

\$M

	dic-19	mar-20		acum %	
		Movilidad suspendida	Aumentos discrecional.	Movilidad suspendida	Aumentos discrecional.
Haber mínimo	14.076	15.710	15.484	11,6%	10,0%
Haber medio	21.820	24.353	23.228	11,6%	6,5%
Haber medio no mínimo	35.750	39.901	37.158	11,6%	3,9%

Fuente: LCG

**En términos fiscales, los aumentos discrecionales ofrecidos para el trimestre marzo-mayo hasta tanto se defina el nuevo coeficiente de movilidad (la suspensión de la ley es por un plazo de 180 días) implican un ahorro de \$ 2.100 M, equivalente a 0,01% del PBI.**

Surge de un incremento menor al establecido por la suspendida Ley de Movilidad (10% vs 11,56%) para los haberes más bajos y por el efecto de licuar el ajuste del resto de los haberes otorgándoles una suma fija. Se modera por el costo que implicó otorgar el bono de \$ 5.000 ofrecido en enero.

#### Prestaciones que ajustan por movilidad

Enero- mayo 2020

	Beneficiarios	Movilidad suspendida \$M	Aumentos discrecionales			Ahorro fiscal	
			BONO** \$M	10% mínima + suma fija al resto*	TOTAL	\$M	% PBI
Gasto jubilaciones y pensiones	5.661.119	799.926	14.931	776.995	791.927	7.999	0,03%
Gasto PNC	1445531	90.141	7.228	89.352	96.580	-6.439	-0,02%
Gasto AUH	3924734	57540	0	57.037	57.037	504	0,00%
	<b>11.031.384</b>	<b>947.607</b>	<b>22.159</b>	<b>923.384</b>	<b>945.543</b>	<b>2.064</b>	<b>0,01%</b>

\* A los beneficiarios de la mínima se asume aumento del 10% en marzo y suma fija equivalente al aumento absoluto de la jubilación mínima para el resto

\*\* Costo fiscal tuvo un impacto de \$ 29,5 MM en 2019 y de \$ 22,1 MM en 2020.

En nuestro Informe Mensual N° 127, *“Nueva emergencia, viejos problemas. Primeros pasos de la nueva gestión”* habíamos analizado el impacto fiscal que podría tener implementar a lo largo de todo el año un esquema de ajustes que lleven al achatamiento de la pirámide de haberes previsionales como el recientemente planteado. **Bajos estos supuestos, el ahorro fiscal sería de 0,6% del PBI para todo el año.**

**Cualquiera sea el esquema de ajuste que termine aplicando el Gobierno, se trata de la mayor prueba de prudencia fiscal que puertas afueras está mostrando esta gestión de cara a las negociaciones por la reestructuración de la deuda. Internamente se vende como un aporte solidario de los jubilados de mayores ingresos, que sólo es factible de implementar por un gobierno peronista sin pagar un costo de conflictividad social elevado.**

## Algunas reflexiones finales

El mercado, que se encontraba paralizado hasta hace semanas, empezó a ponerse nervioso como consecuencia de las negociaciones fallidas de PBA y Nación. A esto se suma un mercado de cambios donde no se encuentran oferentes y el BCRA prefiere cuidar las reservas

dando una sensación de control, pero acotado o restringido. Esta situación esperamos que se revierta en abril cuando la oferta aparezca gracias a la venta de la cosecha.

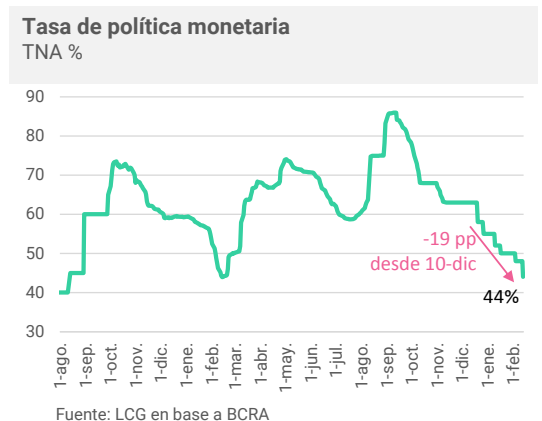
La cuestión de la deuda sin embargo es más compleja. Aún el Tesoro debe enfrentar vencimientos en pesos por casi \$350.000 M. Si quiere encontrar disposición a obtener pesos en nuevas colocaciones deberá empezar a mostrar mayor voluntad de pago; una estrategia diferente a la adoptada con el AF20.

Por supuesto que implicará emisión, y aquí radica un problema de coordinación entre el BCRA y Economía. M. Pesce parece estar poco dispuesto a emitir y tener que subir las tasas de interés, más bien se lo ve casi obsesionado con acelerar la baja de tasas a una velocidad que quizás no es compatible con la caída en la demanda de dinero que se registra en estos meses hasta llegar a junio. La tasa de referencia acumula un recorte de 19 pbs desde la asunción de la nueva gestión.

No pagar el próximo vencimiento en pesos acabaría por completo con la posibilidad de tener un mercado de pesos sano. La construcción de una curva en moneda local es deseable, pero difícilmente pueda conseguir fondos frescos en el mismo mercado que se defaultean los vencimientos.

El tono más duro del Ministro M. Guzmán contrasta con sus primeras ideas de realizar una negociación amistosa. Las expresiones de la primera conferencia de prensa del ministro donde se pronunciaba a favor de la prudencia monetaria y fiscal se contraponen con los hechos en materia monetaria y los anuncios del sendero fiscal bastante laxo presentado en el Congreso. Esta aleatoriedad o discrecionalidad con la que se mueve el Gobierno trae nerviosismo al mercado. La falta de comunicación que parece haber con los acreedores termina empujando los precios de la deuda argentina hacia abajo.

Resulta casi incomprensible que en una reestructuración donde la deuda está concentrada, no haya diálogo. Esta concentración debería aumentar las probabilidades de éxito. Pero el ministro parece preferir esperar la cooperación de los acreedores antes de mostrar cooperación por su parte.





Más allá del tema de la cuestión de la deuda, el plan integral no aparece. M. Guzmán deslizó que habría que dar paso a las políticas expansivas, pero al mismo se suben impuestos y se ajusta en el gasto previsional. Al no estar explicitado el plan, aparece la sensación de improvisación y el nerviosismo se exagera.

**Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente**