

LAS DECISIONES QUE LLEVAN A ESCENARIOS DIVERGENTES

28 de MARZO 2019

En pleno año electoral, el mercado se está enfrentando a escenarios que lucen a priori como muy distintos, con decisiones en temas claves que pueden cambiar el rumbo económico de los próximos años. La percepción de que las propuestas económicas que podrían proponer los diferentes candidatos son muy disímiles tiene alto grado de consenso, pero no queda claro todavía cuáles son los temas que quien esté a cargo del Poder Ejecutivo en el próximo mandato debe decidir. Entender esos temas puede ayudar a comprender mejor las características de los escenarios posibles para 2020.

En esta oportunidad nos proponemos analizar las decisiones económicas que se deberán tomar para empezar a transitar el camino hacia la definición de escenarios económicos alternativos para el año próximo.

La discusión económica pasará por la manera en que se resuelven cuestiones esencialmente de corto plazo, porque los desafíos de 2020 estarán sobre la mesa ni bien asuma el ganador de las elecciones. En ese listado de temas encontramos: Política Fiscal y sus implicancias, Gestión de la Deuda, Política Cambiaria y Política Monetaria y Financiera. Vemos los alcances de cada una.

- **Política Fiscal:**

El gobierno se encuentra enmarcado, dentro del acuerdo con el FMI, en una política fiscal restrictiva que busca lograr el equilibrio primario en 2019 y un superávit del 1% del PBI en 2020. El problema es que a fin de año se cerrará el segundo año consecutivo con caída del PBI, viéndose afectada la capacidad recaudatoria y por lo tanto ampliándose la necesidad de ajuste de gastos. En 2020 deberán

definirse temas centrales para el equilibrio fiscal como son la política de tarifas / subsidios de servicios públicos, la manera de financiar el creciente gasto previsional, el esquema tributario vigente (retenciones). Si no se logran equilibrar las cuentas, la pregunta que sigue es cómo se financia el déficit y ahí las opciones son muy pocas: se aumentan los impuestos (¿más retenciones?) se toma más deuda o se vuelve al impuesto inflacionario vía emisión de pesos. No son muchos más los caminos posibles, ya que se bien es cierto que la situación fiscal se corrige con crecimiento, la transición necesita ser financiada.

- **Gestión de la Deuda:** Junto con la problemática fiscal aparece el alto nivel de endeudamiento. El déficit financiero de los últimos años ha derivado en un creciente stock de deuda con elevado nivel de concentración de vencimientos en los próximos 4 años. Los vencimientos de Letes y Lecaps que se producen mes a mes implican un gran desafío ya durante el proceso electoral. Si a esto se suma la obligación de empezar a devolver el préstamo del FMI, el programa financiero de los próximos 2/3 años es muy exigente y puede llevar a decisiones muy distintas, apareciendo arriba de la mesa opciones como renegociar con el FMI, buscar un estiramiento de plazos de la deuda, etc.
- **Política Cambiaria:** El esquema vigente de tipo de cambio flotante con la definición de zona de no intervención y ajuste diario, deja margen para altos niveles de volatilidad. Las opciones en este caso son muy amplias, porque van desde volver a estrictos controles cambiarios tanto con restricciones a la compra como obligaciones para la venta, hasta la continuidad del esquema actual de escasa o nula intervención del BCRA. Esto genera fuerte incertidumbre, no solamente vinculado al valor de la divisa sino también a la disponibilidad o accesibilidad a la misma.

- **Política Monetaria - Financiera:** El punto de partida es el esquema actual de expansión cero de la Base Monetaria, con absorción de pesos excedentes vía Leliqs. Este esquema tiene en la actualidad un alto costo para el BCRA que está dado por el pago de intereses de las Leliqs y su efecto negativo como factor multiplicador de agregados monetarios (M3), porque los intereses que cobran los bancos se trasladan a los ahorristas a través de las tasas de plazo fijo. Desarmar ese esquema es un problema que deberá resolverse durante 2020. El esquema gradualista implica achicar ese stock mediante el aumento de la demanda real de dinero, pero con las tasas actuales de interés esa convergencia no llega a darse, esa reabsorción solamente es posible si la tasa anualizada de interés es menor a la tasa a la que aumenta la demanda real de dinero. Por ahora estamos muy lejos de esos valores, por lo tanto, es posible que los diferentes candidatos estén pensando opciones para disminuir el costo cuasifiscal de este exceso de pesos. Podrían aparecer opciones heterodoxas, que siempre implican un riesgo en términos de su impacto sobre la liquidez de la banca, el tipo de cambio y la inflación.

Como hemos detallado en los puntos anteriores, existen caminos muy diversos que se pueden estar tomando en los próximos meses. El sendero elegido dependerá del resultado de las elecciones, pero mientras tanto la diversidad de opciones suma incertidumbre que se traduce en volatilidad del tipo de cambio y retracción del nivel de actividad y de la inversión.

Los próximos meses podrían ser complicados, porque si bien los dólares de la cosecha y del Tesoro podrían ayudar a mantener más ofertado el mercado cambiario, la incertidumbre política está cada vez más en el centro del análisis de los inversores.