

**Domingo 17 nov**

Espero que sirva, de lo contrario suprimir.

Saludos

Lic. Jorge Moore

### **Deuda Bruta (Finanzas), Cuenta Corriente, Balanza de Pagos y Balanza Cambiaria. Otros indicadores macro.**

Siempre con el diario del lunes.

Los gráficos amplían y explican el texto, ahorran muchos párrafos cargados de números.

Intentamos en este documento acentuar algunas de las variables macro que tienen decisiva influencia en cualquier plan económico y en los posibles acuerdos entre sectores.

Primero pondremos el acento en los ítems siguientes: **a)** Balanza Comercial; **b)** Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos; **c)** Balanza Cambiaria, y **d)** Deuda Bruta y aspectos del Banco Central.

Las fuentes de información son las usuales: INDEC, Banco Central de la RA, Ministerio de Hacienda, Secretaría de Finanzas, Fontanarrosa y un par de dichos.

### **Balanza Comercial (BC) del Intercambio Comercial Argentino (ICA)**

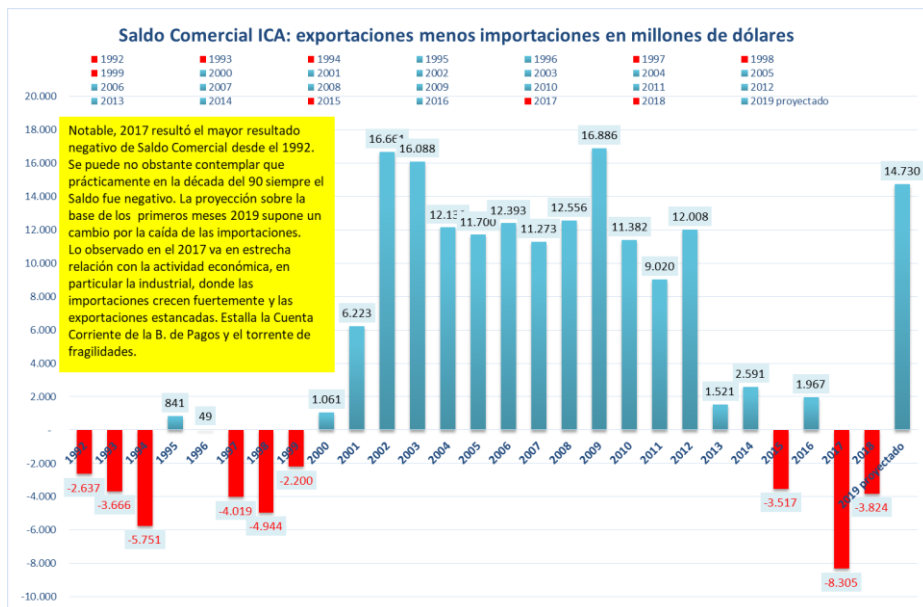
#### **Balanza comercial, niveles en los años recientes.**

La importancia del saldo positivo de la Balanza Comercial (BC del ICA), especialmente en períodos de vacas flacas en dólares, responde a una causa primordial: es la fuente genuina de dólares, producto de la actividad económica fundamentalmente del sector agropecuario. Si debiera ser así o solo en algunos períodos, es una discusión abierta, pero desde tiempos inmemoriales se registra tal cuestión respecto de los dólares genuinos. Pero si la Balanza Comercial resulta negativa frente a otras cuentas también negativas, es difícil imaginarse en nuestro país salidas airoas. En los años recientes, digamos 2017 y 2018, el saldo de la Balanza Comercial fue pesadamente negativo. Alcanzó en el primer año mencionado los u\$s 8.300 millones, por resultar elevadas las importaciones y exportaciones apagadas, continuó en el 2018, con u\$s 3.701 millones con el mismo signo negativo, duró hasta septiembre y luego se revirtió con fuertes crujiidos en la economía. Teníamos un antecedente en el 2015 de valor negativo, pero antes de eso debemos remontarnos a muchos años atrás para encontrar un signo similar. El saldo de la Balanza Comercial crecía en forma negativa y hasta podría decirse fuera de observación, o por lo menos aparentemente lejos de las preocupaciones centrales de las autoridades económicas.

Seguramente jugaron varias razones en los dos años con saldos negativos (2017 y 2018). El clima, el tipo de cambio apreciado, muy claro en el 2017 y parcialmente en el 2018, la abundancia de dólares por el endeudamiento e inflación en carriles elevados, pero no fuera de control como ocurrió en la segunda parte del 2018. Frente a estos números, algunos adelantaban el desenlace y aceleraban compras. Seguramente otras razones jugaron en este contexto y cada lector podrá incorporarlas.

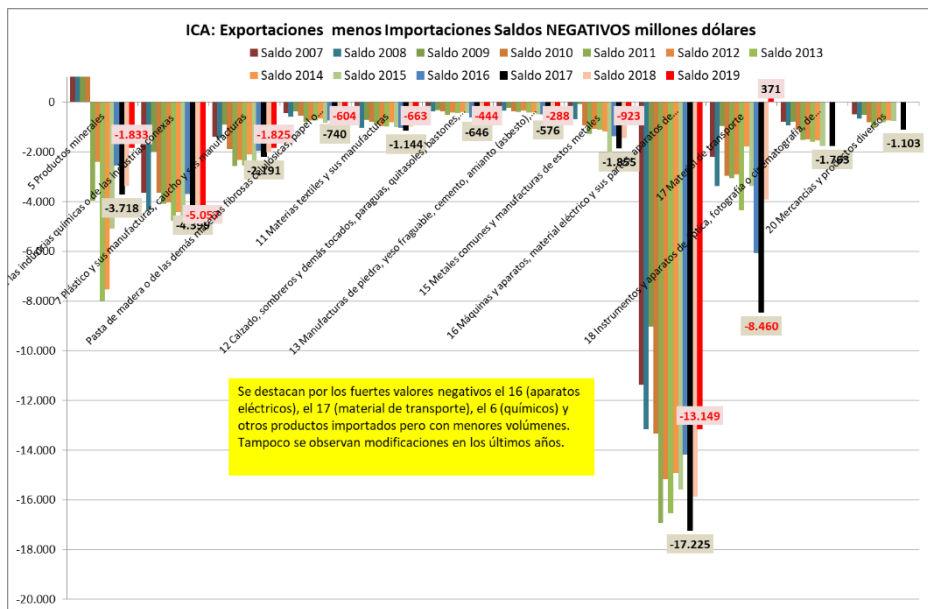
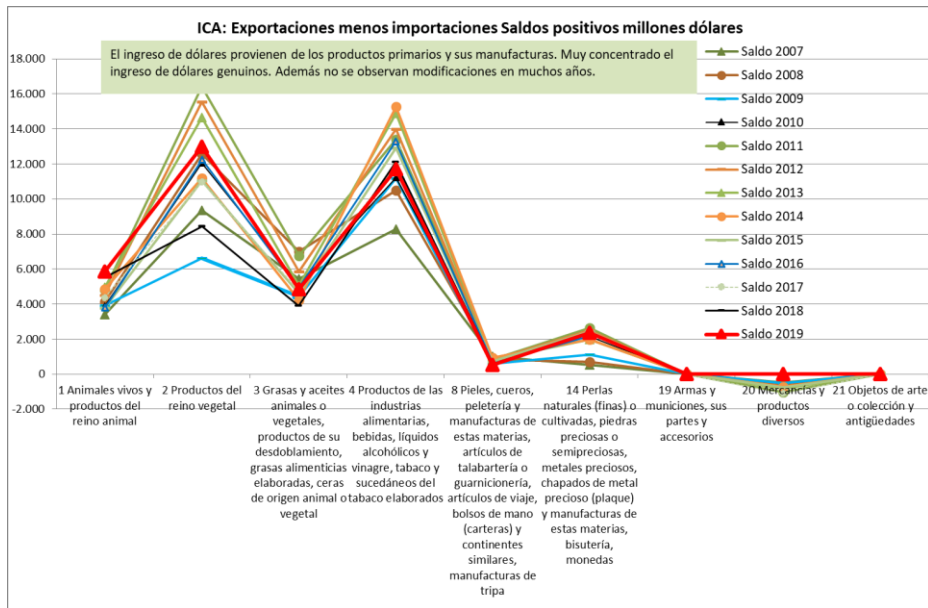
En el 2019 cambió el panorama por razones internacionales, pero especialmente por la fuerte caída de la actividad interna. Las importaciones cedieron terreno muy

abruptamente. Tampoco eso es bueno por cuanto la actividad industrial y agropecuaria tiene asentamiento y desarrollo en un flujo normal de bienes de capital, partes e insumos importados, especialmente en muchas de las ramas industriales. El saldo de la Balanza Comercial del 2019 será elevado y superará los u\$s 10.000 positivos. Pero igual quedarán las heridas en el tejido social y económico por caída de la actividad, aunque este saldo positivo sirva como unguento respecto de la Deuda.



### Balanza Comercial, saldos positivos y negativos.

El otro dato importante es contar con una aproximación de los saldos (positivos y negativos) de las principales secciones del nomenclador, o simplemente productos que exportamos e importamos. Observamos que los saldos positivos (exportaciones menos importaciones) están casi totalmente asociados a productos agropecuarios o sus manufacturas. Talla fuertemente el complejo sojero. En tanto que los saldos negativos es un amplio espectro de importaciones especialmente de bienes de capital, partes, piezas, insumos, vehículos y otros, más desagregados, como aparatos eléctricos, material de transporte, productos químicos, etcétera. Esto genera fuertes restricciones y un cuidado especial tanto en los diseños de políticas industriales como de comercio exterior. Con dólares abundantes y un tipo de cambio medianamente depreciado crecen las importaciones, pero esto acumula lo que venimos diciendo sobre el saldo de la Balanza Comercial. Y si le agregamos los resultados de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (lo veremos más adelante), siempre esta historia termina mal (en nuestro país, no en Finlandia) y generalmente arrastra e incrementa desconfianza y fuga. En definitiva es lo que vimos en los años recientes, pero también en otros tiempos.



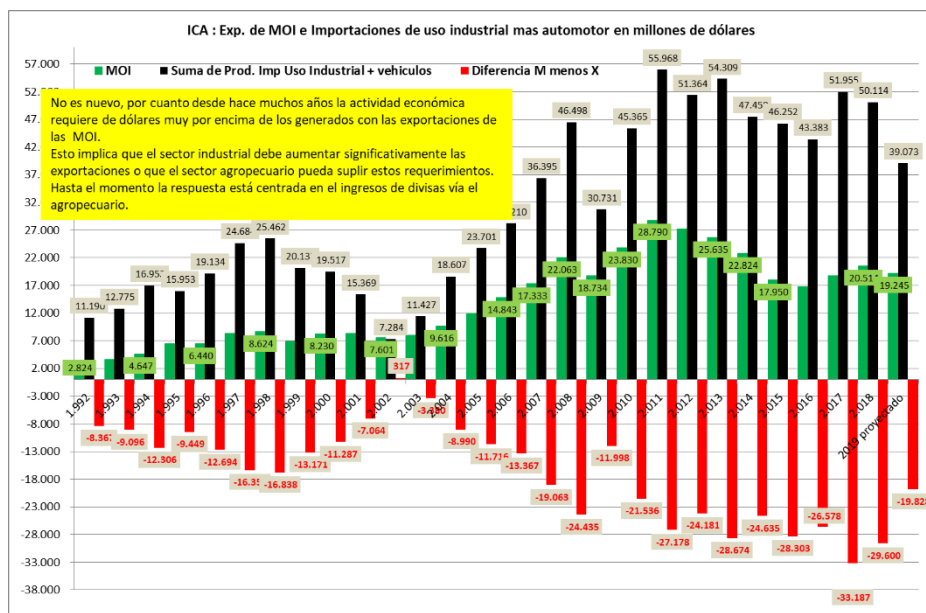
Diferencia entre Importaciones (M) y Exportaciones (X) de bienes industriales del ICA.

Otro punto a tener en cuenta son las sumas de importaciones de bienes industriales, partes, piezas, materias primas y agregamos material de transporte. Lo podemos confrontar con las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI). Valen dos aclaraciones, por un lado las importaciones son valores CIF o sea algo así como el 4 % más sobre los valores FOB; por el otro, una parte de las importaciones tiene como destino la actividad agropecuaria, pero no contamos con un porcentaje para definirlo con claridad. El sector importa bienes de capital, fertilizantes, productos de sanidad vegetal y animal, y así por estilo. Estas dos aclaraciones son para poner en contexto los números que surgen del gráfico. Como se puede apreciar se genera un contraste en el 2019 (estimando el cierre a diciembre). Las importaciones (de los productos de bienes industriales) caen de u\$s 50.000 millones a u\$s 39.000 millones, en tanto se exportaron (MOI) u\$s 19.000. La demanda de dólares se reduce. Conjeturando con números para todo el año, observamos que disminuye el saldo negativo exclusivamente por caída de

la actividad (se Importa menos), y problemas de abastecimiento de divisas o dólares en los dos últimos meses.

No es nuevo, por cuanto desde hace muchos años la actividad económica requiere de dólares muy por encima de los generados con las Exportaciones de MOI.

Esto implica que el sector industrial debe aumentar significativamente las exportaciones, cuestión que se dice siempre o que el sector agropecuario pueda suplir estos requerimientos. Hasta el momento la respuesta está centrada en los ingresos de divisas vía el sector agropecuario. Se puede decir que en algunos años los requerimientos estaban cerca de los u\$s 30.000 millones (por encima de las exportaciones MOI). Todo esto genera enormes tironeos y disputas agrias. Por un lado, las retenciones al sector agropecuario que cubren parte de las necesidades fiscales, que son sencillas de recaudar y que, más allá de las cuestiones ideológicas, seguramente el nuevo gobierno las incrementará (conjetura), pero debemos no olvidar que pueden desalentar la productividad, afectando la cadena de valor (incluyendo bienes industriales) especialmente en ausencia de fuertes precios de las commodities. Por otro lado, se presentan reclamos, como cerrar (condicionar el ingreso de bienes) la economía para achicar estas diferencias y además proteger o alentar sectores, aumentar el empleo (cuestión cierta por ser uno de los mayores empleadores). La promoción de actividades internas (pivoteando sobre el tipo de cambio y controles) suele generar problemas que tampoco se pueden obviar tales como la inflación o atrasos en la modernización de las actividades. Obviamente, esto no es de resolución sencilla. Cuesta mucho dejar conformes a todos los sectores. Pero es tocando estos bordes como se definen tanto las políticas sectoriales como las de un plan general. Funcionan las demandas de necesidades no cubiertas, los reclamos sectoriales, los lobbies, las urgencias, en fin, ¿funcionan los criterios de verdad en esto?, por ejemplo, ¿la verdad como consenso? Nos iremos enterando.

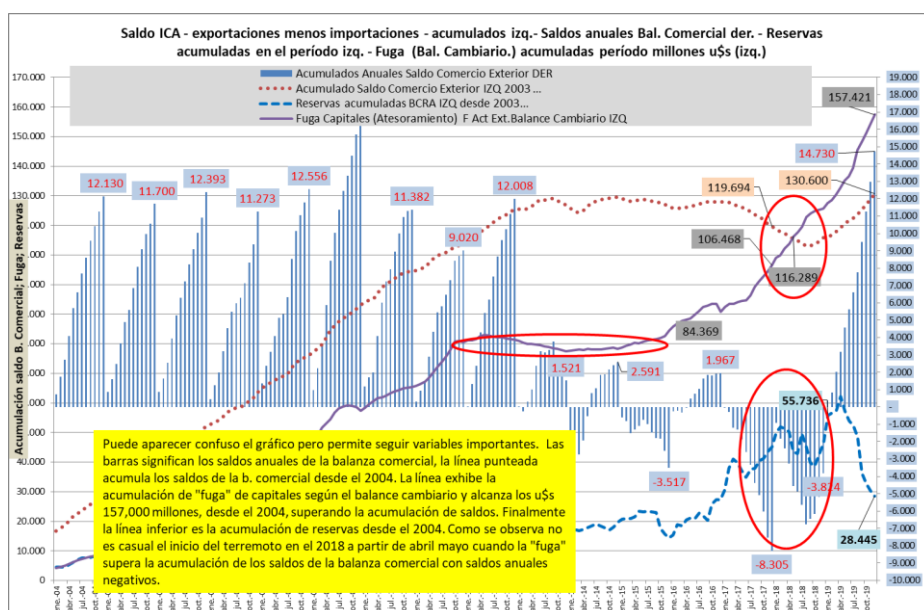


### Acumulación de Reservas y del saldo de la Balanza Comercial (ICA). Fuga.

Para completar este breve repaso de algunas de las cuestiones de alta significación económica, podemos recorrer los últimos años (en este caso desde el 2004) teniendo en cuenta cuatro variables claves. Por un lado, los saldos positivos y negativos de la Balanza Comercial (ICA) y su acumulación en todo el período, como también en cada año. Por el otro, la denominada "fuga" de acuerdo con el Balance Cambiario (base caja)

definido en la cuenta Sector Privado No Financiero, que registra el neto de compra venta de billetes y además otros activos en el exterior cursados en el MULC. El cuadro permite seguir por ejemplo que el primer cepo cambiario de octubre de 2011 frenó la fuga, en particular la compra de billetes, pero con el final del cepo en diciembre de 2015, nuevamente la "fuga" se inició con más fuerza y con mayores volúmenes por la disponibilidad de dólares. En mayo de 2018 es el punto de encuentro de los acumulados, de lo que denominamos "fuga" y el acumulado de la Balanza Comercial (analizar el gráfico y observar el punto u\$s 116.000 millones), y se hacen evidentes los problemas que durante el 2018 y el 2019 enfrentó la política económica en cabeza del Ministerio de Economía y del Banco Central. Se pueden observar los saldos anuales acumulados de la Balanza Comercial y también el registro de acumulación de Reservas desde el inicio del 2004. Conjeturando una pérdida de Reservas para los dos meses que restan en el 2019, el final de la película es que con estos números poco se puede hacer y seguramente es una de las razones de la práctica de endeudamiento cuando se puede o reperfil, cuando los dólares no alcanzan.

La cabeza bimonetaria de los argentinos es de larga data, aun cuando nos rasguemos las vestiduras y lancemos rayos y centellas. Ayer, hoy y seguramente mañana, sumamos el agregado de las especulaciones de afuera y adentro (combinando tasas y tipos de cambio) que siempre están a la vuelta de la esquina. Puede parecer confuso el gráfico que acompaña estas explicaciones, pero permite seguir las variables que comentamos, verlo con paciencia. Las barras significan los saldos anuales de la Balanza Comercial (ICA) con los montos al final de cada año. La línea punteada acumula los saldos de la Balanza Comercial desde el 2004. La línea negra exhibe la acumulación de "fuga" de capitales, según el Balance Cambiario del BCRA que alcanza los u\$s 157.000 millones desde el 2004, superando la acumulación de saldos de la Balanza Comercial con u\$s 131.000 millones. Finalmente la línea inferior es la acumulación de Reservas desde el 2004. Como se observa no es casual el inicio del terremoto en el 2018, a partir de abril-mayo, cuando la "fuga" supera la acumulación de los saldos de la Balanza Comercial y también los anuales negativos. ¿Y esto, pensaron muchos? Y muchos les respondieron siguiendo a Fontanarrosa, ***“Es por eso que estamos empeñados en salir de esta situación, empeñados en afrontar esta crisis.....en una palabra: estamos empeñados”***



## Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (INDEC). Períodos anuales del 2006 al 2019 y del 2014 al 2019

### Composición de la misma

El componente Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos permite identificar problemas que en algún momento se transforman en disparadores de crisis cambiaria cuando se desmadran. En primer lugar en los años recientes (digamos desde el 2006 al 2019), el saldo de la Cuenta Corriente (de la Balanza de Pagos) resulta positivo solo en el 2006, 2007, 2008 y 2009. En este período seguramente jugaron los precios de los productos exportados y los menores problemas cambiarios. En los 14 años analizados, y sobre todo en los últimos 9 (2010 a 2019), los saldos de la Cuenta Corriente resultaron negativos.

Si se analiza en el Balance de Pagos uno de los componentes de la Cuenta Corriente, el saldo de Bienes (exportaciones menos importaciones), los resultados positivos los encontramos en la mayoría de los años, pero no así en el 2015, 2017 y 2018.

Juegan para el color o déficit de la Cuenta Corrientes **dos cuentas principales**:

- 1) Por un lado, Servicios siempre con valores negativos. Las tres subcuentas de Servicios cuyos saldos definen son:

Transporte (todo tipo de transporte tanto de personas como fletes), siempre negativo.

Viajes (gastos de viajes de negocios, turismo, estudio, etcétera.) los primeros años del período analizado fueron positivos, pero desde el 2015 en adelante, fuertemente negativos.

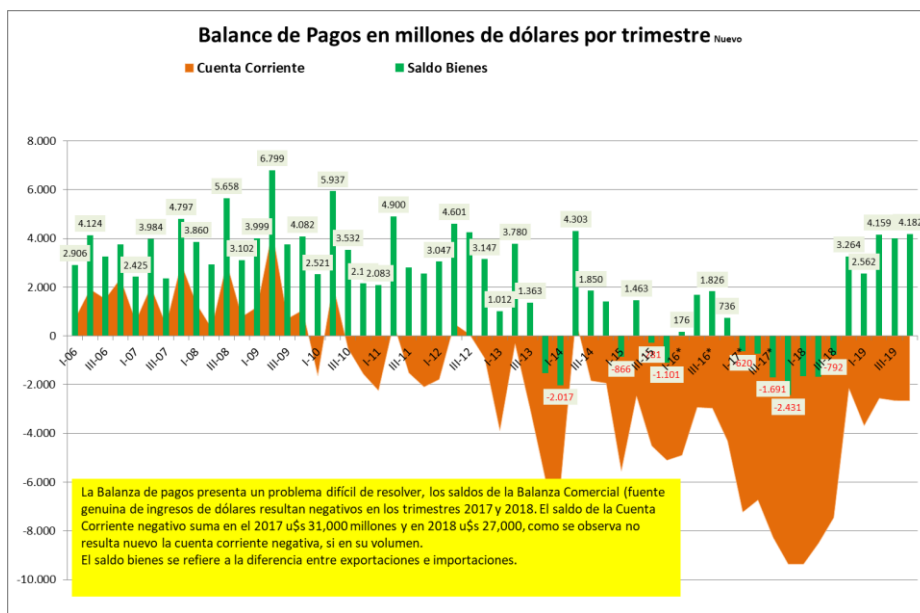
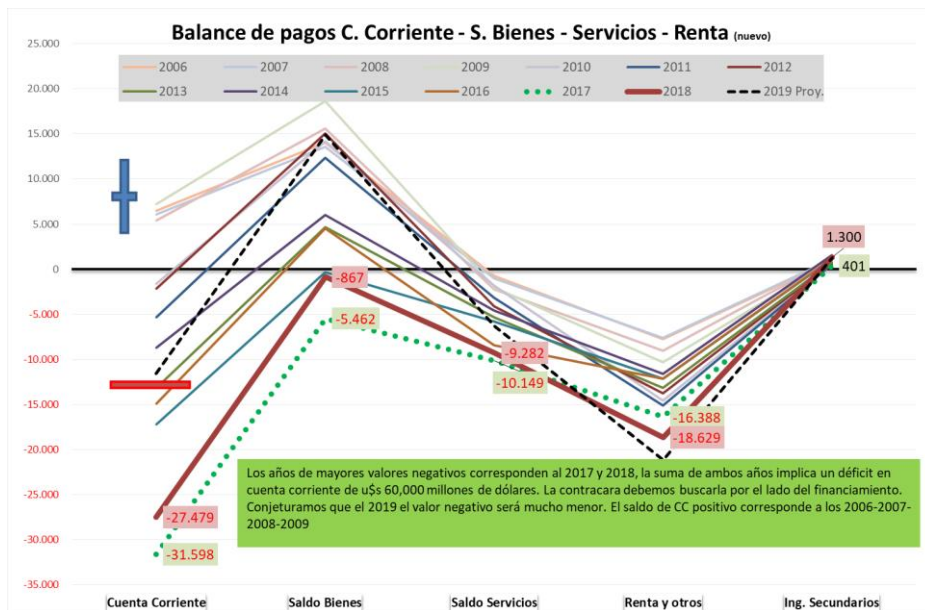
Cargos por el uso de la propiedad intelectual (derechos, patentes, marcas) es un componente importante con saldo siempre negativo.

- 2) La otra cuenta que juega fuertemente con resultados negativos es la denominada Ingreso Primario. Surge de la renta de la inversión, utilidades, intereses y similares. Principalmente es un producto de la Inversión directa y de cartera. Siempre con un elevado saldo negativo.

Trataremos de no generar más confusión con las explicaciones siguientes. En el período 2006 a 2019 el saldo de la **Cuenta Corriente** acumula un valor negativo de u\$s 104.000 millones, de los cuales el 77 % se produjo en los últimos cuatro años. El saldo de **Bienes** (mismo período) fue de u\$s 117.000 millones, pero solo aportaron en los cuatro años el 4 % o sea nada. El saldo **Servicios** acumula u\$s 61.000 millones negativos y los últimos cuatro años contribuyeron con el 50 %. Finalmente, **Rentas** acumula un valor negativo de u\$s 172.000 millones y los cuatro años contribuyeron con el 33%.

Podemos conjeturar que en estos años hubo un descuido en los saldos de bienes, especialmente por los bajos montos de las exportaciones y el aumento significativo de las importaciones, en algunos casos por razones entendibles (inundaciones, precios bajos internacionales). Los Servicios son históricamente negativos, pero es evidente que en los cuatro años recientes se agudizaron, especialmente en Turismo y Transporte. Rentas de la Inversión también es históricamente negativo y no parece sencillo modificarlo por los intereses y beneficios que se transfieren al exterior. Los inversores extranjeros son necesarios, pero no hacen obras de beneficencia.





### Cuenta Corriente (CC) de la Balanza de Pagos y el PBI (en base a PBI en dólares) e Indicadores. Promedios anuales.

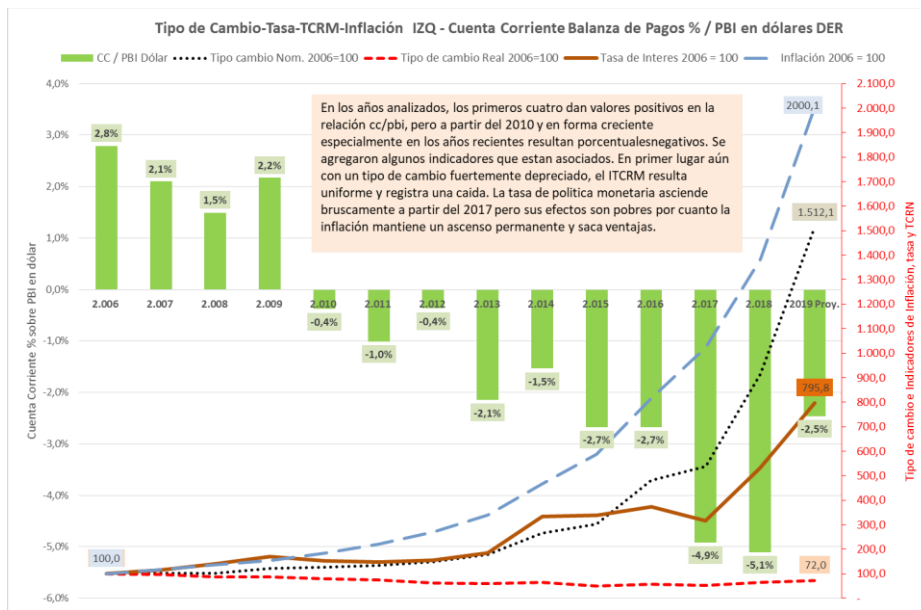
En los años analizados (del 2006 en adelante), se observa que la relación **% CC / PBI** en dólares muestra porcentajes positivos en los iniciales, pero a partir del 2010 y en forma creciente resultan muy negativos, especialmente en los años recientes.

Se agregaron indicadores que están muy asociados. En primer lugar, podemos observar que, con un **tipo de cambio** fuertemente depreciado, el **ITCRM** (Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral) resulta uniforme y registra una caída en los promedios anuales considerados. La **Tasa de Política Monetaria** (originada en Lebac y Leliq) asciende bruscamente a partir del 2017, pero sus efectos son pobres y sí costosos. Por su parte, la **Inflación** mantiene un ascenso permanente y saca ventajas.

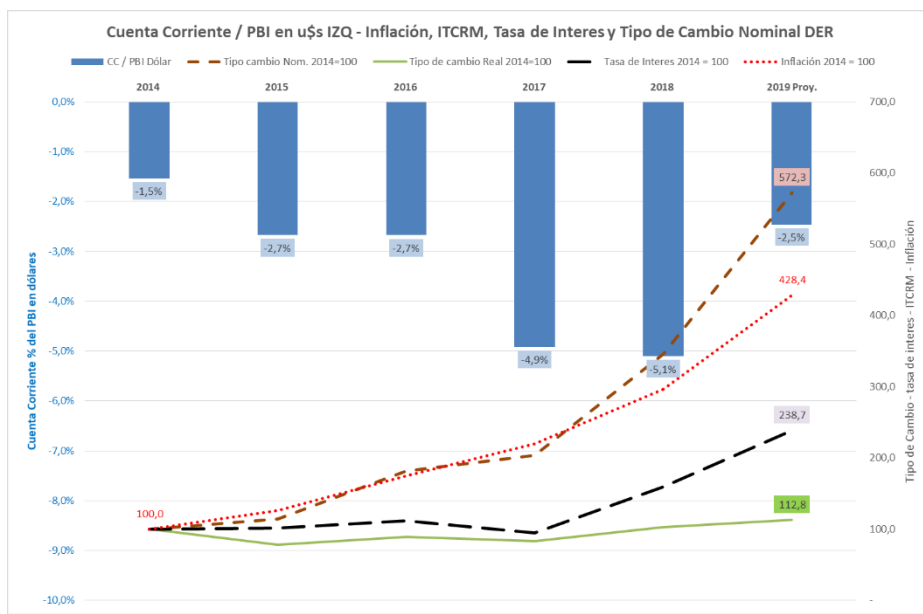
**¿Qué enseñanza dejan estas variables?**

La primera es de alta peligrosidad, que la Cuenta Corriente alcance los valores negativos registrados. La segunda es que más allá de los saltos del tipo de cambio el ITCRM no alienta las exportaciones y si las importaciones, obviamente contando con los dólares. Pero si a todo lo anterior le agregamos alta inflación, alcanzamos el peor de los mundos. Las restricciones surgen a partir de la desconfianza, de la fuga o atesoramiento de dólares (nada nuevo en nuestra historia), y esto va generando un clima de escasez que muestra su cara más dura a partir del año 2018. Hasta ese momento se podría afirmar que la economía funcionó sobre las endeables bases del endeudamiento y luego a partir de la mitad del 2018 y parte del 2019 con el fuerte aporte del FMI. Evidentemente algo hicimos mal. Fallaron los anticuerpos, los motores de la economía, los frenos y el diagnóstico, incluyendo al FMI en esto.

Ocurre que muchas veces los indicadores dan señales distintas, de acuerdo con la fecha de inicio, si son valores promedio anuales o de acuerdo con las relaciones que engloban. Para tratar de evitar o atenuar sesgos, presentamos un período más prolongado desde el 2006 al 2019 y lo destacado es que la inflación supera a los otros indicadores, especialmente al tipo de cambio, y que el ITCRM resulta negativo. Considerando un período más breve, desde el 2014 al 2019, encontramos diferencias. El tipo de cambio supera la inflación por la fuerte depreciación del 2018 y 2019. O sea, siempre conviene contar con el tercer ojo interno, lamentablemente los que conocen esto son los seguidores del Hinduismo, y no lo somos.







## Cuenta Corriente del Balance Cambiario (BCRA) más Fuga

Tomar coraje y seguir en la lectura, si encuentro otro buen comentario de Fontanarrosa lo incluyo.

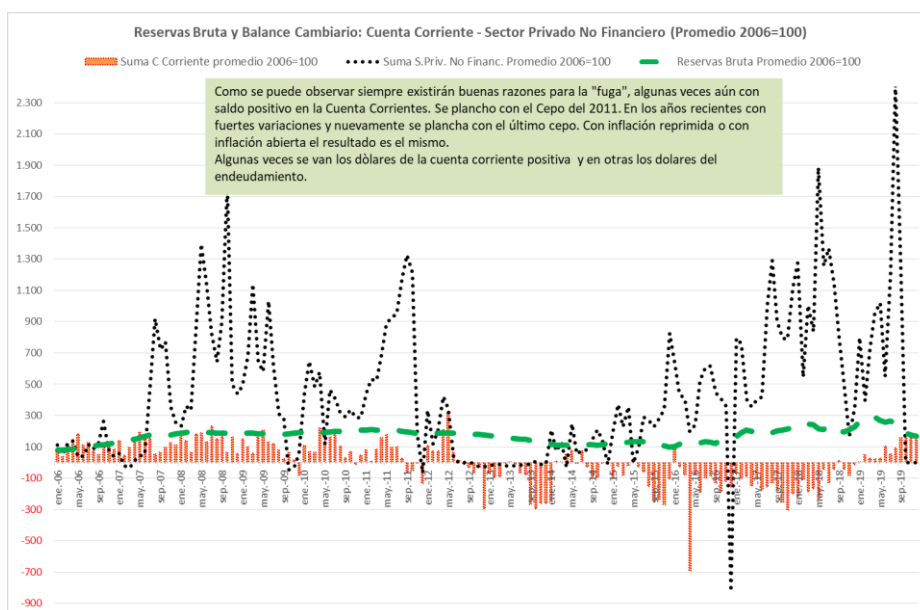
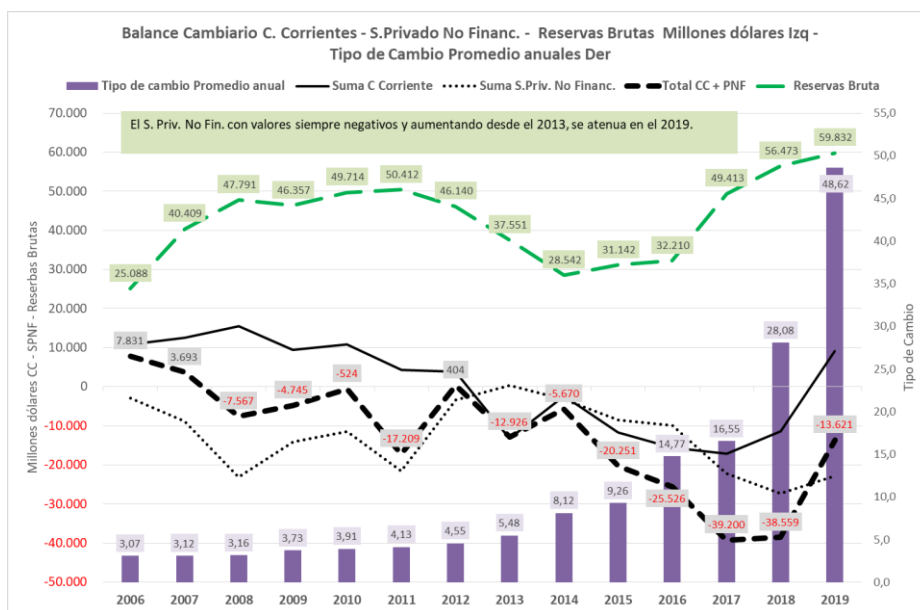
Lo tomamos en cuenta (al B. Cambiario) por cuanto presenta diferencias con el Balance de Pagos y en este caso asociamos el saldo de la Cuenta Corriente del Balance Cambiario y le sumamos lo que surge de la cuenta Sector Privado No Financiero (también del Balance Cambiario).

Permite observar la situación de los dos cepos, el primero en octubre de 2011. Los problemas saltaron en enero del 2011 producto de una fuerte depreciación, luego el BCRA contuvo la suba del dólar, pero se inició una fuga muy fuerte con un tipo de cambio apreciado, las reservas brutas alcanzaban (en enero 2011) los u\$s 52.000 millones y las de libre disponibilidad u\$s 38.000 millones. Pasados los primeros meses el 23 octubre 2011 el promedio del peso con el dólar era de \$ 4.23 y las reservas brutas alcanzaban en promedio u\$s 47.000 millones, y las de disponibilidad alcanzaban los u\$s 31.000 millones. Y se resolvió aplicar el cepo, que produjo efectos inmediatos en los últimos meses del año 2011.

El actual cepo de 2019 navegó por dos cambios en el plazo de días, reduciendo drásticamente la compra de divisas. El primero se produjo después del 11 agosto de 2019 (Paso mediante), el domingo 1° de septiembre. Generoso al inicio, liberando compras hasta los u\$s 10.000 mensuales. El segundo cepo modificó drásticamente el primero. Fue el 28 de octubre, después de la General, ahorrativo en exceso y llevando las compras a u\$s 100/200 mensuales. Las reservas Brutas al inicio del primer cepo (septiembre) alcanzaban los u\$s 54.000 millones y las de libre disponibilidad a u\$s 13.000 millones. En el segundo cepo (28 de octubre), las reservas brutas eran de u\$s 46.145 millones y las de libre disponibilidad u\$s 10.689. El último dato disponible al 11 de noviembre muestra las reservas brutas en u\$s 43.272 millones, pero no contamos con información sobre las de libre disponibilidad que seguramente están por debajo de los u\$s 9.000 millones.

Para contextualizar, en pocos meses se pasó de u\$s 71.663 millones de reservas brutas en abril de 2019 (ingresó en ese momento el generoso aporte del Fondo de u\$s 10.000

millones) a los actuales u\$s 43.000 millones. Por las razones que sean, se podría aplicar el dicho de mi pueblo: **“No hay que contar los pollos antes que nazcan”**.



## Deuda Bruta y aspectos del Banco Central.

Con valores al tercer trimestre 2019:

Tomamos en cuenta la publicación sobre la Deuda Bruta de la Administración Central de la Secretaría de Finanzas al cierre del tercer trimestre 2019. En algunos casos haremos mención, especialmente con las Letes y los pagos parciales de información mensual a octubre. Todos los números son en dólares, cuando se mencionan pesos se debe entender “pesos convertidos a dólar”.

La parte más enredada del documento es justamente el tema de cómo abordar la Deuda Bruta de la Administración Central. Trataremos de no confundir con lo que escribimos. Primera aclaración importante: tomamos los números que corresponden a la urgencia. Por eso solo vamos a considerar los años 2020, 2021, 2022 y 2023, así como a obviar

el 2019, en particular los últimos meses por entender que de alguna manera el Tesoro y el BCRA afrontarán los vencimientos no reperfilados de noviembre y diciembre. Es posible que la afirmación anterior implique el aumento del déficit primario para afrontar pagos, y que eso sea producto de la emisión del BCRA al Tesoro, y que además reduzcan tanto las reservas brutas como las reservas disponibles. Para la primera afirmación en parte eso se está observando en la ampliación del Presupuesto para el pago de intereses y seguramente el aumento de la Base Monetaria.

Otra aclaración, enfatizamos la deuda de Capital e Intereses con los Privados, suponemos que el Sector Público se reperfila o algo así automáticamente, algún día y en algún año se arreglará (o no). Establecemos diferencias en el caso de la deuda de Capital e Intereses en moneda extranjera o en pesos (traducidos a dólar) para tratar que se entiendan lo mejor posible los números.

**¿Se pueden pagar los vencimientos contractuales de los próximos años en las condiciones económicas actuales? Lamentablemente y definitivamente no.** Trataremos de aclarar esta afirmación luego de un par de párrafos previos sobre la situación numérica.

Encuadre general, antes de puntualizar los números con los Privados y los Organismos Multilaterales.

En los próximos años, la deuda de Capital (Privados, Organismos y sector Público) asciende a u\$s 308.743 millones, con vencimientos que llegan hasta el 2050. Corresponden a esa deuda de Capital la suma de Intereses hasta el 2050 alcanzando los u\$s 115.099 millones. La suma de ambos es de u\$s 426.842 millones.

La Deuda de Capital (Privados, Organismos y S. Público) por ejemplo para el 2020 en pesos (traducidos a dólares) alcanza lo u\$s 28.483 millones y en moneda extranjera u\$s 20.484 millones, o sea el próximo año la deuda de Capital es de u\$s 48.968 millones, bastante. En tanto la deuda correspondiente a Intereses (Privados, Organismos y Sector Público) en el 2020 en pesos (traducidos a dólar) significa u\$s 4.406 millones y en moneda extranjera u\$s 10.433 millones, bastante. La suma de ambos conceptos para el 2020 alcanza a u\$s 63.806, bastante.

Si agregamos como dato a poner bajo la lupa la suma de los cuatro años (2020, 2021, 2022 y 2023), el Capital (Privados, Organismos y Sector Público) asciende a u\$s 155.703 millones y los Intereses a u\$s 44.442 millones, ambos conceptos alcanzan la bonita suma de u\$s 200.000 millones. Usualmente estos números gigantes en cualquier país se refinancian, se reciclan en nuevos títulos, se pagan los intereses. No sería nuestro caso. Estas cifras las deben estar mirando todos los Fernández del país y de otros países, aunque no sean Fernández.

Deuda bruta de la Administración Central - Fuente Secretaría de Finanzas							
Perfil del vencimiento de la deuda de Capital e Interes millones de dólares							
Fuente Secretaría de Finanzas 3º Trimestre 2019							
	2019	2020	2021	2022	2023	Sub Total 4 años	Total
<b>Capital M u\$s</b>		<b>48.968</b>	<b>28.919</b>	<b>39.978</b>	<b>37.838</b>	<b>155.703</b>	<b>308.743</b>
Capital Corto Plazo M u\$s		9.204	0	0	0	9.204	15.239
Capital Largo Plazo M u\$s		39.764	28.919	39.978	37.838	146.499	293.504
<b>Capital M u\$s</b>		<b>48.968</b>	<b>28.919</b>	<b>39.978</b>	<b>37.838</b>	<b>155.703</b>	<b>308.742</b>
Capital denominada en Pesos		28.483	6.843	1.938	2.161	39.424	61.291
Capital denominada en Mon. Extranjera		20.484	22.076	38.041	35.678	116.279	247.451
		<b>2.020</b>	<b>2.021</b>	<b>2.022</b>	<b>2.023</b>	<b>Sub Total 4 años</b>	<b>Total</b>
<b>Intereses M u\$s</b>		<b>14.838</b>	<b>11.541</b>	<b>10.063</b>	<b>8.000</b>	<b>44.442</b>	<b>115.099</b>
Interés Corto Plazo M u\$s		114	0	0	0	114	450
Interés Largo Plazo M u\$s		14.725	11.541	10.063	8.000	44.329	114.649
<b>Intereses M u\$s</b>		<b>14.838</b>	<b>11.541</b>	<b>10.063</b>	<b>8.000</b>	<b>44.442</b>	<b>115.099</b>
Interés denominada en Pesos		4.406	1.978	1.315	935	8.634	16.472
Interés denominada en Mon. Extranjera		10.433	9.564	8.748	7.064	35.808	98.627
		<b>2.020</b>	<b>2.020</b>	<b>2.020</b>	<b>2.020</b>	<b>Sub Total 4 años</b>	<b>Total</b>
<b>Total Capital + Interes en M u\$s (incluye u\$s y \$)</b>		<b>63.806</b>	<b>40.460</b>	<b>50.041</b>	<b>45.838</b>	<b>200.145</b>	<b>423.842</b>
Capital Total M u\$s (incluye u\$s y \$)		48.968	28.919	39.978	37.838	155.703	308.743
Intereses Total M u\$s (incluye u\$s y \$)		14.838	11.541	10.063	8.000	44.442	115.099
		<b>2.020</b>	<b>2.021</b>	<b>2.022</b>	<b>2.023</b>	<b>Sub Total</b>	<b>Total</b>
<b>Capital Deuda Bruta Moneda en pesos</b>		<b>48.968</b>	<b>28.919</b>	<b>39.978</b>	<b>37.838</b>	<b>155.703</b>	<b>308.742</b>
Capital Deuda Bruta Moneda Extranjera		28.483	6.843	1.938	2.161	39.424	61.291
		20.484	22.076	38.041	35.678	116.279	247.451
		<b>2.020</b>	<b>2.020</b>	<b>2.020</b>	<b>2.020</b>	<b>Sub Total</b>	<b>Total</b>
<b>Capital Deuda Bruta Moneda en pesos</b>		<b>4.406</b>	<b>1.978</b>	<b>1.315</b>	<b>935</b>	<b>8.634</b>	<b>16.472</b>
Capital Interes Deuda Bruta Moneda Extranjera		10.433	9.564	8.748	7.064	35.808	98.627
<b>Total de Capital e Interes en Pesos y Moneda Ext.</b>		<b>63.806</b>	<b>40.460</b>	<b>50.041</b>	<b>45.838</b>	<b>200.145</b>	<b>423.841</b>

Los datos corresponden al segundo trimestre 2019 (apenas podamos actualizarlos lo pasamos)

La deuda de Capital se puede agrupar: en Deuda de Capital a Particulares que hasta el 2050 alcanza los u\$s 142.000 millones. Deuda de Capital a Organismos Internacionales (entre ellos FMI) por la suma de u\$s 68.073 millones y finalmente la deuda de Capital al Sector Público por u\$s 124.724 millones. Otro tanto se puede hacer con los Intereses que, en todo el período como ya dijimos, acumulan u\$s 124.017 millones, sobre los cuales estimamos la distribución (no contamos con el dato exacto). La mayor parte corresponde a Intereses a Particulares e Intereses al Sector Público.

Pero veamos los números que nos preocupan con el acento en la deuda de **Capital a Particulares y Organismos Internacionales** (especialmente el FMI) en los próximos cuatro años. Para los primeros (Particulares), la deuda de Capital suma en los cuatro años u\$s 50.889 con la siguiente distribución: en el 2020, u\$s 23.363 millones; en el 2021, u\$s 13.593 millones; en el 2022, u\$s 6.500 millones, y en el 2023, u\$s 7.437 millones.

En los mismos años la deuda de Capital a Organismos Internacionales alcanza a u\$s 46.589 con la siguiente distribución: en el 2021, u\$s 4.035 millones; en el 2022, u\$s 5.735 millones; en el 2023, u\$s 18.341 millones (especialmente al FMI), y en el 2023, u\$s 18.478 millones (especialmente al FMI).

Los Intereses correspondientes al Capital del punto anterior llegan a los u\$s 25.225 para los Particulares en los cuatro años, con la siguiente distribución: u\$s 9.097 millones en el 2020, u\$s 6.216 millones, u\$s 5.225 millones y u\$s 4.685 millones en los tres años siguientes.

En tanto para los Organismos Internacionales alcanzan los u\$s 9.099 millones los Intereses en esos mismos años con la siguiente distribución, u\$s 2.793 millones en el 2020, mientras que en los tres restantes: u\$s 2.613 millones, u\$s 2.342 millones y u\$s 1.351 millones.

Si queremos agregarle mayor precisión a los datos del Sector Privado para los cuatro años considerados, la suma en concepto de Capital en moneda extranjera (dólar) es de u\$s 31.896 millones, con la siguiente distribución: u\$s 10.226 millones, u\$s 10.470

millones, u\$s 4.991 millones y u\$s 4.991 millones, para los años 2020, 2021, 2022 y 2023, respectivamente. También en Capital para el Sector Privado, pero en moneda nacional (traducido a dólar), la suma es de u\$s 18.748 millones en los cuatro años.

Otro tanto para los Intereses correspondientes a Privados en Moneda Extranjera suman en los cuatro años u\$s 18.522. En tanto que para los Privados en Moneda Nacional (traducida a dólar) ascienden a u\$s 6.757 millones.

Deuda bruta de la Administración Central - Fuente Secretaria de Finanzas						
Perfil del vencimiento de la deuda de Capital e Interes millones de dólares: PRIVADOS Y ORGANISMOS						
Fuente Secretaria de Finanzas 2º Trimestre 2019						
	2.020	2.021	2.022	2.023	Sub Total 4 años	
	38.655	25.062	30.841	31.646	126.204	
Capital a Particulares M u\$s	23.363	13.593	6.500	7.434	50.889	Excl. Deuda eleg PendII Trim
Capital a Organismos Internacionales M u\$s	4.035	5.735	18.341	18.478	46.589	
Capital a Sector Publico M u\$s	11.257	5.735	6.000	5.735	28.726	No Incl. Ad. Trans. Ni L. Tes.
	2.020	2.021	2.022	2.023	Sub Total 4 años	
	15.946	11.622	10.000	7.928	45.495	
Interés a Particulares M u\$s	9.099	6.216	5.225	4.685	25.225	Excl. Deuda Pend. II Trim
Interés Organismos Internacionales M u\$s	2.793	2.613	2.342	1.351	9.099	Estimada la distribución
Interés Sector Publico M u\$s	4.054	2.793	2.432	1.892	11.171	No Incl. Ad. Tr. Ni Let. del T.
	2.020	2.021	2.022	2.023	Sub Total	
Total	54.601	36.684	40.841	39.574	171.699	
Capital + Intereses a Particulares M u\$s	32.462	19.809	11.725	12.118	76.115	
Capital + Intereses Organismos Internacionales M u\$s	6.828	8.347	20.683	19.829	55.688	
Capital + Intereses Sector Publico M u\$s	15.311	8.527	8.432	7.626	39.897	
	2.020	2.021	2.022	2.023	Sub Total	
	23.130	13.391	7.304	6.817	50.643	
Capital Privado Mon. Extr. M u\$s	10.226	10.470	6.209	4.991	31.896	Vcto Cap. Priv II trim.
Capital Privado Moneda Nacional M u\$s	12.904	2.922	1.096	1.826	18.748	Vcto Cap. Priv II trim.
	9.130	6.209	5.243	4.696	25.278	Total de Intereses fin periodo
Interés Privado Mon. Extr. M u\$s	5.713	4.643	4.226	3.939	18.522	Vcto Int. Priv II trim.
Interés Privado Moneda Nacional M u\$s	3.417	1.565	1.017	757	6.757	Vcto Int. Priv II trim.
	2.020	2.021	2.022	2.023	Sub Total	
Total Capital Privado + Intereses Mon. Extr. + Mon.Nac.	32.261	19.600	12.548	11.513	75.922	
Capital Privado + Intereses Mon. Extr. M u\$s	15.939	15.113	10.435	8.930	50.417	
Capital Privado + Intereses Moneda Nacional M u\$s	16.322	4.487	2.113	2.583	25.504	

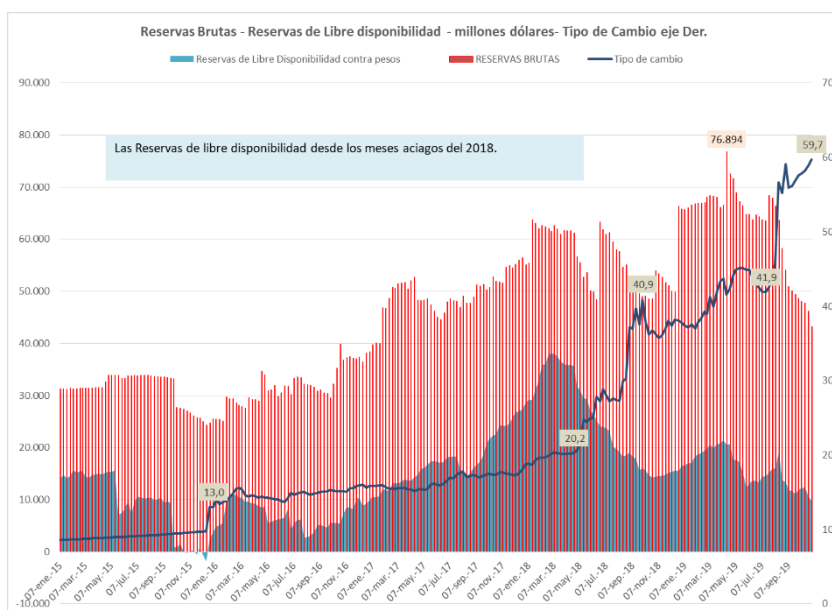
El nuevo Gobierno no tiene respiro y cuenta con poco margen para enfrentar la situación, ya que de arranque el 2020 implica vencimientos al sector Privado y Organismos Internacionales, tanto en dólares como en pesos. Esto lleva a negociar el reperfilamiento en forma inmediata para no caer en cesación de pagos, que siempre arrastra consecuencias muy dañinas y además nos vuelve reiterativos.

¿Qué hacer de entrada? ¿Negociar con el FMI? Somos los más elevados deudores. Nos deben necesariamente mirar con cariño. Es aplicable el dicho de Keynes que sabía de estas cosas por cuanto fue uno de los fundadores del FMI, **“si debemos tanta gaita, el problema es del otro”**, creo que usaba la palabra libra. Es posible que si se llega a un acuerdo, facilite las negociaciones con el sector Privado, todo en el campo de la conjetura. En los hechos la caída de los bonos y títulos de alguna manera despeja el camino para una quita y una ¿postergación del pago de intereses y de capital? Es complicado pensar en la alternativa de reperfilar sin quita, salvo un acuerdo de postergación de muchos años. **“Cosas veredes”**.

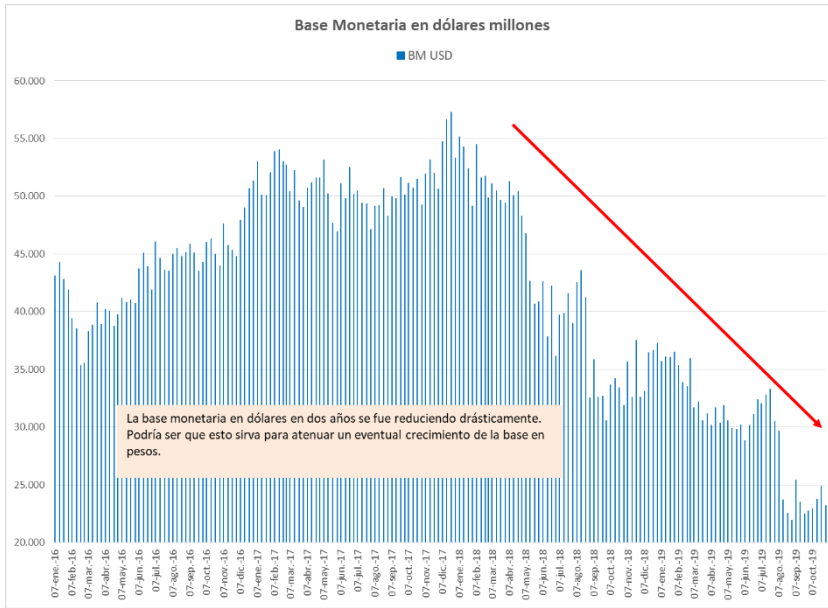
En comentarios anteriores, pasamos revista a la generación de dólares genuinos (saldo positivo de la Balanza Comercial) con las implicancias que significa, si se limita el uso de divisas para las importaciones, suponemos que no se adoptarán medidas en ese sentido. Pero el reciente saldo de la Balanza Corriente de la Balanza de Pagos tampoco deja mucho margen, aun mejorando claramente el saldo comercial como está ocurriendo en los meses recientes. De esto se puede deducir que por un tiempo (¿prolongado?) se va a mantener el cepo actual. Algo así: si no hay dólares, hay cepo.

Por otro lado, el Tesoro enfrenta vencimientos de Particulares y Organismos (en moneda extranjera y en moneda nacional traducidos a dólares), pero por el momento no parece sencillo encontrarle la vuelta y al no contar con superávit primario, tiene que comprar dólares y contar con pesos (seguramente por varios meses serán escasos),

¿cómo se resuelve? ¿Con aumento de la presión fiscal? O con emisión monetaria lisa y llana, y oraciones para que la gente se quede con los pesos en los bolsillos. Con una dosis de fe algo se puede lograr en este sentido, ayuda la baja utilización de la capacidad instalada (hoy en el 57.7 %) que puede crecer sin grandes inversiones y también la tremenda baja de la Base Monetaria (en dólares) que cayó desde el inicio de diciembre 2018 a la mitad hoy. Entonces la Base Monetaria puede aumentar, pero también puede que aumente la necesidad de pesos del público. Por supuesto, hay muchas otras alternativas para los expertos conocedores de nuestra historia. Pero siempre bajo el paraguas de que el clima de fuerte inercia inflacionaria es muy peligroso. ¿Se puede convivir con una elevada inflación sin que esto acelere las disputas sectoriales? No, en absoluto, en ninguno de los nueve cielos de la Divina Comedia se verifica. Las nuevas autoridades tendrán que armar un plan que contemple todas las variables y que convivan armoniosamente, algo así como un programa integral y que al mismo tiempo dé respuesta a los múltiples reclamos. No es sencillo para las autoridades de economía, ni para el Banco Central, ni para el Ministerio de la Producción, tampoco para los ansiosos. Por suerte Fontanarrosa pensó en estas situaciones con un memorable dialogo entre dos señores: ***“He leído un artículo desalentador sobre el futuro de nuestra economía, dice uno y responde el otro, No debe ser tan desalentador si menciona un futuro”:***







Bueno, basta. Saludos. Jorge