

El nuevo plan “dólar” de Guzmán: deuda, FMI y créditos para bajar el blue, la emisión y el déficit

26 octubre, 2020



El Gobierno hará algunos movimientos en las próximas horas para tratar de cambiar el escepticismo lanzado sobre el derrotero fiscal y monetario. Sumará a los bonos dólar linked otros, por ejemplo, una Letra ajustada por CER para el mes de diciembre y una Letra a tasa fija a diciembre. También un bono CER a 2021, un bono que paga tasa Badlar a 2021. Buscará descomprimir.

Deuda, intervención en el liqui, swap, FMI y varias herramientas más serán utilizadas desde hoy para vencer el fuerte escepticismo instalado. Con una brecha récord, la

apuesta del ministro Guzmán irá, por un lado, a tratar de reducirla. Para ello licitará mañana deuda dólar linked con vencimiento en abril de 2022, es decir, un bono en pesos atado a la evolución del dólar, pensado, en principio, como una forma de desviar las operaciones de los fondos de inversión que vienen utilizando el dólar liqui como una forma de salir de las posiciones en pesos. De esa forma el Gobierno juega a generar credibilidad en el mercado financiero. Es como si dijese “no voy a devaluar, si lo hiciese, esta deuda que estoy emitiendo atada a la evolución con el dólar se volvería mucho más difícil de pagar...”. En la economía real, muchas distorsiones que fueron mencionadas aquí hace una semana comienzan a verse. Transacciones de compra y venta de bienes y servicios de todos los días que están virtualmente detenidas. Se aceleraron importaciones y sigue retrasándose la liquidación de exportaciones. El que tiene que vender piensa primero a cuánto podrá hacer su reposición. Como no hay respuestas completas, entonces, para muchos, la preferencia es por no hacer, hasta nuevo aviso, operaciones comerciales en algunos de los rubros más importantes.

Como se verá más adelante en esta columna, el Gobierno hará algunos movimientos en las próximas horas para tratar de cambiar el escepticismo lanzado sobre el derrotero fiscal y monetario. Sumará a los bonos dólar linked otros, por ejemplo, una Letra ajustada por CER para el mes de diciembre y una Letra a tasa fija a diciembre. También un bono CER a 2021, un bono que paga tasa Badlar a 2021. Buscará descomprimir.

Las luces están sobre el ministro Martín Guzmán. El Presidente lo ungió como el protagonista excluyente. Por eso podría decirse que esta es, en términos prácticos, la segunda semana de Guzmán como ministro de una economía que venía esperando definiciones durante los meses de la pandemia, meses que se utilizaron para negociar la deuda con los acreedores. Tiene a su favor una victoria importante: después de la reestructuración, y sin contar al FMI, en los próximos tres

años solamente vencen, en total, unos u\$s2.600 millones en moneda extranjera.

Hay parámetros que se deben repasar. El aumento de la brecha cambiaria y el desplome de los bonos, gradual pero consistente, que llevó a que la tasa de rendimiento a 10 años llegue al 16% (baja el precio, sube el rendimiento, crece el riesgo-país), encontró cierto respiro el día viernes, cuando la cotización del dólar contado con liquidación (liqui) pasó de \$180 a \$172. La primera gran expectativa en el Palacio de Hacienda es que hoy pueda consolidar esa mejora. Como se dijo, salir a colocar deuda en pesos atada a la evolución del dólar oficial y atada a la evolución de la inflación es la estrategia que elige Guzmán. De esa forma, calcula, puede amortiguar el momento, ya que los fondos de inversión podrían ejercer una menor presión sobre el dólar liqui, sin temor a que los siga devaluando Miguel Pesce. Si la apuesta va por este lado, entonces la necesidad número uno es bajar la brecha cambiaria. El peligro, en términos de economía real, es que empiece a indexarse todo rápidamente. La preocupación por ver cuál es la salida que implementa el Gobierno para que los inversores institucionales que ingresaron en la época del expresidente Macri para invertir en pesos a tasas astronómicas y con un dólar a \$15 hoy puedan salir de esas inversiones. Se calcula que tienen el equivalente a u\$s7.000 millones (pero en pesos) según un tipo de cambio de \$180. Las últimas medidas de flexibilización del liqui y la anunciada emisión de u\$s750 millones en bonos (dólar linked) parecieron tener un efecto parcial y además guardan un interrogante que será respondido en breve: si el Gobierno les ofrece canjear bonos en pesos por bonos en dólares, habrá que ver qué bonos, además de los dólar linked, salen a licitación. Según un ejercicio de la firma 1816, si el Gobierno ofrece canjear un Boncer 21 que opera en paridad del 98% por un bono AL30 que opera una paridad menor al 40%, entonces el tipo de cambio implícito de esa operación sería superior a los \$200 por dólar, lo que se ubicaría por encima del dólar contado con liquidación actual. Si es así,

podría pensarse que los no residentes (los inversores atrapados) tendrían incentivos a continuar pagando “liqui” en los niveles que registraba la Bolsa la última semana. El mismo ejercicio vale para otros bonos, el Bote 21, el AL35, etc.

La troupe de economistas, brokers, inversores, empresarios, panelistas, periodistas especializados, el establishment o “mercado” insiste, letanía mediante, con el dogma ortodoxo. Esa mirada atiende, entre otras cuestiones, a las proyecciones del déficit fiscal y la emisión monetaria que fue utilizada para financiarlo, pero evitan hablar del impacto tremendo que tendría una devaluación. Probablemente lo sepan, porque el cálculo no es sólo económico: devaluar implicaría no sólo una transferencia regresiva de los ingresos, sino también generaría un sacudón inflacionario que erosionaría más el poder adquisitivo de las familias. Más pobreza. A la vez, tendría un efecto político aplastante en el electorado del Frente de Todos, que aguardaba medidas económicas que pudiesen restituir ciertas políticas de bienestar, mejorar los ingresos reales, estimular la demanda agregada. Todo ello, antes de la pandemia.

Volviendo a la estrategia asumida por Guzmán en las últimas horas, el viernes el BCRA le sumó ventas en el mercado de títulos y el anuncio de la próxima licitación. Resultado: esa cotización bajó.

Ahora, desde la Casa Rosada, parecen adherir a que todo mensaje a los mercados debe contener, siempre, algún tipo de línea que haga pensar en una reducción de la emisión monetaria del año próximo como mecánica excluyente de financiamiento, ya sea reemplazarla por fondeo de mercado vía Letras y bonos, anunciar la cancelación de adelantos transitorios del BCRA al Tesoro, o incluso alumbrar (suponiendo que estemos desplazándonos en una metafórica oscuridad) un camino fiscal para los próximos años, donde también se inscribe el capítulo de subsidios (menos, no más) y para ello se presta atención a que el Gobierno contemple la actualización de tarifas en los

próximos meses.

La clave es mostrarse “previsible” fiscalmente hablando aunque resultará difícil bajar el 4,5% del PBI de déficit estimado en el Presupuesto, ya que eso implica también una redefinición vinculada a los gastos en el IFE, ATP, movilidad de jubilaciones y otros planes sociales.

Un punto relevante es lo que da a conocer la periodista Estefanía Pozzo en las páginas de *Ámbito* en el día de hoy. Habrá una modificación en el esquema de financiamiento del déficit para el año entrante. A través de una serie de préstamos que está gestionando la administración nacional con distintas Instituciones Financieras Internacionales (IFI) para las inversiones en obra pública, habrá un cambio en la forma de financiamiento, de forma tal que el déficit del año próximo sea 55% a través de endeudamiento -principalmente con IFI y títulos en moneda local- y el restante 45% a través de financiamiento monetario. De ser así, revertiría el esquema original diseñado en el Presupuesto 2021, que contemplaba que los \$1,7 billones de pesos de déficit (equivalente al 4,5% del PBI) serían financiados en un 40% a través de endeudamiento y el restante 60% con asistencia monetaria del BCRA.

Aquí es donde entra el FMI. El organismo que conduce Georgieva aparece ahora como uno de los garantes del próximo camino que proponga el Gobierno. Y no está mal. Más allá del interrogante sobre si el Gobierno decidirá mantener el esquema de devaluación en línea con la inflación o lo hará rápido como parecen pensar en algunos bancos, consultoras e incluso la oposición política, es precisamente en la experiencia reciente, los últimos años con Cambiemos en el poder, que puede observarse que el tipo de cambio pasó de \$15 a \$30, y luego de \$30 a \$60 y hasta \$80 y la economía en lugar de mejorar, empeoró. Ergo, ortodoxos y varios heterodoxos piensan que un salto en el tipo de cambio sin un “programa consistente” detrás (hay que discutir qué quiere decir eso) lo único que asegura es que no servirá de mucho y que, sin dudas,

será una dura realidad para los sectores más vulnerables. Por ahora, el equipo económico se esfuerza en convencer de que puede mantener un ritmo pausado de devaluación, en línea con lo que marca la inflación. Para bajar la brecha, tiene que convencer a inversores, pero además ejercitar su músculo político, acumular respaldo.

Aunque parezca mentira, el FMI tiene una de las llaves que le hacen falta al Gobierno por estas horas: deberá analizar si avanza con la Argentina en un Acuerdo de Facilidades Extendidas que podría activar el repago de la deuda a partir del año 2024 y durante 10 años, pero que además sumaría recursos adicionales para alimentar las reservas. En esa línea, la política de acumulación de reservas será discutida con el FMI y tratada en el Congreso. Sumaría China su aval para activar el swap, siempre y cuando se utilice exclusivamente para remunerar las importaciones de ese país. Un cálculo "optimista" que realiza Delphos señala que los ingresos por exportaciones podrían alcanzar los u\$s66 mil millones en 2021. Si la economía (se supone) crecerá en torno al 5,5% según presupuesto, esto implica necesariamente una suba de las importaciones de 20,4%. Si ambos supuestos se cumplieran, el superávit de bienes se ubicaría en torno a los \$15 mil millones. La hipótesis arroja una lectura para tener en cuenta: un crecimiento del 20% de las importaciones sería todo un desafío para el estado de cosas actual, e implicaría restringir aún más las importaciones.

Fuente: Ámbito