

## ANTE EL PÁNICO, GUZMÁN DECIDE QUEMAR LAS NAVES

El ministro Guzmán, convertido en una suerte de nuevo *primus inter pares* del gabinete fernandista, decidió darle a los mercados financieros lo que le estaban pidiendo. Anunció un ajuste fiscal de \$150.000 millones para los últimos dos meses del año y se comprometió a reducir sustancialmente la asistencia al BCRA al Tesoro. Consolida así una nueva estrategia de endeudamiento que limita el margen de acción del gobierno para los próximos meses. Está obligado a bajar el gasto y mantener estable el tipo de cambio para no poner a la economía en una situación aún más delicada. ¿Cómo es la aritmética de la nueva estrategia?

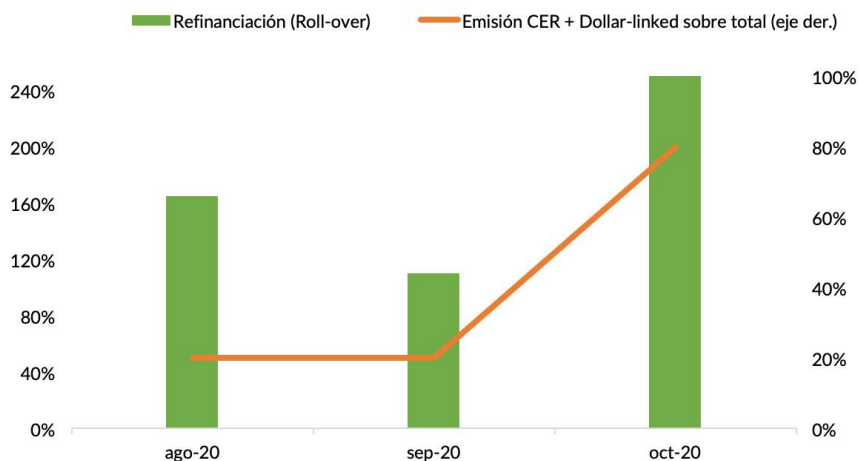
- Ante el pánico provocado por una brecha cambiaria instalada por dos semanas cómodamente por encima del 100%, el equipo económico decide jugarse la última carta y empezar el ajuste fiscal en noviembre sin esperar a 2021. En consecuencia, anticipa la eliminación de la mayor parte del gasto asociado al Covid-19 (IFE y ATP, especialmente). Es la única forma disponible para reducir en \$150.000 millones el gasto público y cumplir con el objetivo explicitado públicamente de alcanzar un déficit primario de 7% del PIB, 1% menos que el proyectado por Economía semanas atrás. Una señal también para el equipo del FMI que llegará en los próximos días para renegociar los casi USD 50.000 millones de vencimientos que tiene la Argentina con el organismo, principalmente a partir de 2022.
- La reducción del déficit también supone un aumento del 15% sobre la recaudación proyectada para el último bimestre, del orden de \$120.000 millones. Se trata de un escenario muy optimista, ya que los ingresos relacionados con el nivel de actividad siguen creciendo por debajo de la inflación; en octubre la recaudación de IVA cayó 17% en términos reales respecto al año pasado. El gobierno seguramente incorporó en sus proyecciones el impacto que tiene eliminar el ASPO (Aislamiento Social y Preventivo Obligatorio) en todo el AMBA, a partir del lunes.
- En el mejor de los escenarios, si logra bajar el gasto y la recaudación se recupera, queda por cubrir un déficit de \$480.000 millones, 1,6% del PIB, hasta fin de año. La mayor parte, \$400.000 millones, se financiará con el remanente de utilidades del BCRA correspondientes al ejercicio 2019. Cabe aclarar en este sentido que, si bien el Gobierno se comprometió a reducir la emisión monetaria, únicamente incluyó los adelantos transitorios, equivalentes al 30% de los \$1,7 billones que se emitieron durante 2020. Por caso, la semana pasada el Tesoro cerró octubre con una devolución de \$126.000 millones por este concepto.

## NUEVA DEUDA COMO ANCLA CAMBIARIA

- En consecuencia, de un déficit de \$480.000 millones proyectado para el último bimestre, sólo \$80.000 millones cancelará emitiendo nuevos títulos de deuda. El ejercicio que tiene Guzmán en mente es que el mercado le permitirá refinanciar todos los vencimientos de deuda de noviembre y diciembre, de alrededor de \$700.000. Economía también avisó que todo lo que logre emitir por encima de \$780.000 lo destinará a devolver más adelantos transitorios al BCRA.
- Proyectamos que vía mercado el Gobierno tiene posibilidades de tomar cerca de \$835.000 millones hasta fin de año, en línea con el resultado de octubre (\$420.000 millones). Eso implica que va a duplicar el endeudamiento durante el último trimestre respecto del anterior. En setiembre el Tesoro apenas colocó deuda para cubrir sus vencimientos, \$250.000 millones, mientras que en octubre consiguió emitir el equivalente a 250% de los vencimientos que afrontaba.
- Es evidente que el Tesoro dio un salto discreto en el nivel de endeudamiento y por la nueva composición, se obliga a reducir el gasto primario para evitar un escenario de stress financiero que desequilibre la consistencia macroeconómica. En concreto, la emisión de nueva deuda supone un porcentaje no licuable que pasó del 20% al 80%. Por lo tanto, si el BCRA devalúa aumenta en forma proporcional los pasivos del Tesoro, ya que las principales emisiones de octubre y probablemente las que vengan ajustan por tipo de cambio (dollar-linked) o inflación (CER). Eso fuerza una consolidación fiscal más agresiva porque, incluso si se acelerara la depreciación del peso en línea con la inflación, las amortizaciones no reducirían su peso para el fisco.

### LA NUEVA DEUDA AUMENTA LA VULNERABILIDAD

-en porcentaje respecto al total emitido de deuda en pesos-



Fuente: Analytica en base a Secretaría de Finanzas

- De esta forma, Guzmán da la señal de preferir un mayor ajuste fiscal a recurrir a una fuerte devaluación para cerrar la brecha cambiaria, hoy en 85%. Como se indicó, dada la nueva

composición de deuda, un salto en el tipo de cambio amplifica el deterioro del balance del Tesoro. Así, ocasiona por un lado una caída en el nivel de actividad que reduce la recaudación tributaria y por otro, aumenta la carga de intereses para las cuentas públicas.

---

- Ahora bien, Economía necesitará un mayor acompañamiento del Banco Central para evitar que se acelere la devaluación. Si se busca reducir el exceso de liquidez de las empresas, cómo señalamos en el [Analytico anterior](#), no alcanza con emitir deuda equivalente a otorgar seguros de cambio. La tasa de interés debe seguir aumentando. El mercado ya habló: en la emisión a tasa variable de la última semana, el Tesoro quiso colocar \$18.000 millones y apenas adjudicó poco más de la mitad, principalmente a minoristas. La tasa ofrecida de 37,7% no resultó atractiva para los fondos de inversión, donde se encuentra gran parte de la liquidez de las empresas.

## ¿HASTA DÓNDE ESTÁ DISPUESTO A ACOMPAÑAR EL BCRA?

- Seguimos observando que se mantienen diferencias en cuanto a la intensidad de las medidas entre el Ministerio Economía y el Central para responder a la crisis cambiaria. Mientras el primero está dispuesto a reducir el gasto social en un contexto donde la pobreza aumentó por encima del 40%, el segundo aún mantiene las tasas de interés por debajo de la inflación. Ir hacia un esquema de tasas de interés reales positivas, que desincentive la dolarización de carteras, implica que el BCRA coloque la tasa de referencia en un nivel cercano al 42%, frente al 35% de hoy.

- De todas formas, como señalamos en otros [Analyticos](#)<sup>1</sup>, el Central si bien no comunica, hace. Veamos; a mediados de octubre impuso nuevamente los encajes fraccionarios, reduciendo la liquidez de los bancos para otorgar préstamos. En particular, ya no les permite reducir sus saldos inmovilizados al otorgar créditos blandos al 24%. De esta forma, continúa contrayendo los agregados monetarios (M2 privado y M3 privado cayeron 5% y 4% mensual en octubre, respectivamente), y pone un freno a la expansión de la base monetaria vía sector público.

- A su vez, también con el objetivo de reducir la liquidez, generó nuevos incentivos para que los bancos vuelvan a ofrecer plazos fijos a grandes clientes, algo que en la práctica no estaba ocurriendo. Para ello, dejó inalterada la tasa de las Leliqs en 32% y, aumentó la de pases al 35%. Ese arbitraje entre tasas le permite al sector privado financiero obtener ganancias absorbiendo liquidez.

- Las primeras reacciones de los mercados a esta combinación de endeudamiento, seguros de cambio y contracción monetaria son favorables. El dólar MEP bajó 22% en las últimas dos semanas mientras el contado con liquidación lo hizo 17%. Por su parte, los futuros del dólar cayeron 10% en todos sus vencimientos. Sin embargo, Economía sabe que aún no es suficiente y promete también reducir el gasto público. Si bien estimamos que el Central continuará aumentando paulatinamente las tasas de interés, es claro que tampoco alcanza. La pregunta es si Pesca está dispuesto a acompañar a Guzmán en su giro ortodoxo y llevar las tasas por encima de la inflación.

---

<sup>1</sup> Ver [Analytico#576](#) y [Analytico #579](#).

- 
- Resta esperar si estas medidas favorables a los mercados serán legitimadas por la coalición de gobierno. Es claro que sin un plan basado en acuerdos entre los principales actores cualquier solución luce transitoria. Y si el gobierno fracasa en este último intento, el costo será dejar a la economía en una situación de mayor fragilidad. Quemar las naves siempre acarrea costos.