

## **CAMBIOS EN LA POLITICA MONETARIA Y FISCAL**

### **De Emisión Monetaria a Deuda.**

Atravesando un clima de presión cambiaria, que tiene como origen la incertidumbre tanto a nivel político, como a nivel económico, por falta de un rumbo cierto.

Se necesita un programa integral que ponga principalmente el foco en la cuestión fiscal.

Las medidas aplicadas el 15 de septiembre endureciendo el cepo cambiario, no han tenido los resultados esperados por el Gobierno.

Una demanda de Dólares en el corto plazo, que no cede y una oferta de divisas que no aparece en la medida de las necesidades, más allá de las reducciones temporales de las retenciones a las exportaciones agrícolas, sumándole la caída constante de Reservas y una gran masa monetaria en Pesos, conforman un combo inquietante.

Siguiendo la línea de atacar las consecuencias y no las causas, se reduce a las alternativas de urgencias para enfrentar la coyuntura.

El Gobierno ya lo expreso, tratara por todos los medios de evitar un salto devaluatorio por las consecuencias económicas y sociales que ello implica y más pensando en el próximo año que es electoral.

Algunos funcionarios del Gobierno pensaron en el desdoblamiento del Tipo de Cambio, pero tuvo una gran resistencia por parte del BCRA, por lo tanto lo descartaron.

Al final el Ministro Guzmán, encuentra una alternativa, mediante algunas medidas monetarias y fiscales para poner paños fríos a las cotizaciones de los Dólares financieros y al Dólar Blue con respecto al Dólar Oficial, tratando de reducir la brecha cambiaria.

Diferentes agentes económicos, lo denominan “El plan aguantar”, dicho de otra manera ganar tiempo por 90 días, mediante un “puente de estabilidad” para llegar a un acuerdo con el FMI por un lado y a los Dólares de la liquidación de la Próxima cosecha gruesa.

En principio había que tomar alguna acción para tratar de calmar la cotización del Dólar CCL.

Se le “solicito” a los ALYCs, que mueven grandes volumen de Deuda, que no operen con cartera propia y así las intervenciones del ANSES puedan concretar el efecto deseado. Se recuerda este tipo de operación a las que realizaba Guillermo Moreno.

El Ministerio de Economía da a conocer una nueva estrategia. Financiar el Déficit Fiscal con más Deuda y menos emisión de Pesos.

Por este periodo, el BCRA no asistirá al Tesoro con Adelantos Transitorios, inclusive le devolvió \$ 100.000 M a la entidad regente financiera. Aunque todavía dispone \$400.000M en concepto de Transferencias de Utilidades disponibles.

Para evitar la emisión de Pesos, el Tesoro licita Instrumentos de Deuda en el Mercado interno que ha permitido renovar vencimientos y captar recursos netos tratando de mejorar el tránsito fiscal hacia fin de año.

Para bajar la cotización del Dólar CCL, el BCRA y el ANSES mediante el Fondo de Garantías de Sustentabilidad, venden Bonos (AL30) en Dólares contra Pesos y luego puede ser que con esos Pesos recompren Títulos bajo la modalidad de "Dólar Linked", de esa manera el Estado a precios actuales está convalidando una Tasa muy alta alrededor del 16% TNA y al mismo tiempo está cambiando Deuda de Intersector Público por Deuda con el Sector Privado. Lo que cambiaría el perfil de la Deuda.

El Gobierno refuta la crítica de endeudamiento caro, y declara que los Bonos se contabilizan al Tipo de Cambio Oficial, que se vende en el Mercado de CCL, se recibe el doble de Pesos, que al Dólar Oficial, el precio del Bono es U\$S 70 a un endeudamiento del 6% y no a U\$S 36 lo que daría esa Tasa del 16% TNA.

Pero la explicación del Gobierno es poco clara. Si comprarían Bonos en Dólares, con la escasez, no se sabe de dónde saldrían los Dólares y en ese caso si se diera, no deberían caer las paridades de los Bonos como caen.

La baja de los Dólares CCL, MEP y el Blue, es básicamente por acción directa del Gobierno al vender Bonos en Dólares contra Pesos.

Esta situación no es sostenible por mucho tiempo, tienen más Stock de Bonos que Dólares y quedan pocas Reservas, por lo que significa una competencia de Stock contra Flujos difícil de sostener.

Dentro del campo de lo positivo, se manifiesta una incipiente recuperación de la Actividad Económica aunque de forma heterogénea en diversos sectores, y en los dos últimos meses subió la Recaudación por arriba de la inflación.

El BCRA, continúa con su Programa de "Armonización de Tasas".

Los rendimientos que arrojan sus instrumentos de Deuda, influyen en las Tasas de Corto Plazo de toda la economía.

Los Pasivos remunerados del BCRA son emisiones de Deuda, a través de la cual esteriliza el excedente de Pesos y también garantiza que los Bancos sostengan un rendimiento real positivo para los Plazos Fijos. (No siempre se cumple).

Esta armonización de Tasas que ha venido sucediendo, se fundamenta en sucesivas alzas en las Tasas de Pase Pasivos que del 19% TNA a un día de Plazo, llega hoy al 31% TNA. Y la Tasa de Pases Pasivos a 7 días al 34,5% TNA. Mientras que la Tasa de las LELIQs cayeron de 37% TNA a 36% TNA a 28 días de Plazo.

La última licitación en la deuda del Tesoro se fijaron Tasas del 35% TNA / 39,8% TEA por ahora por arriba de la inflación (36,6% anual.)

Las Tasas de Plazo Fijo, a 30 días, no tuvo retoques, se encuentran en 34% TNA por colocaciones menores a un millón de Pesos.

Con estos Pasivos, con una Tasa de 39,8% TEA, del orden de \$ 2,7 Bill. Exigirán intereses por \$ 1 Bill. en los próximos 12 meses, siempre y cuando se renueven los vencimientos sin adicionar nuevas absorciones ni incrementos de Tasas.

Así, que los Pasivos Pasivos más las LELIQs alcanzaron \$ 2,68 Bill. Superando a la Base Monetaria con la cual funciona la economía con \$ 2,31 Bill.

Por lo que los agentes económicos, podrán atención en la evolución de los Pasivos Pasivos y las LELIQs. Ya que la esterilización de liquidez de hoy por esta vía, significa más emisión en el futuro, lo que agrava aún más los desequilibrios monetarios hacia adelante.

Todo este mecanismo monetario, de autoría más de Guzmán que de Pesce, donde estos Pasivos del BCRA tienen su contraparte a los Bancos, no apunta tanto absorber la liquidez en la economía, sino que la redistribuye, retirando el excedente de las grandes empresas importadoras y Fondos de Inversión, entre otras para que no presionen en el mercado del Dólar y mediante el Gasto Público inyecta liquidez en Sectores que no tiene capacidad de compra de Dólares. Como la demanda de Bienes y Servicios está deprimida, sostiene que todavía hay margen para crecer sin presionar las Reservas vía incremento de importaciones. Desde ya que todo es de dudoso resultado.

### **El puente de estabilidad Macro**

El Ministro Guzmán y su equipo económico, están elaborando un Programa de Estabilización plurianual acompañando al Presupuesto.

Por ahora, consiguió calmar al Mercado de Cambio. Con el tiempo habrá que ver los costos y cuánto dura.

En cuanto al Programa, apunta a normalizar las cuentas de la Economía, el Sector Externo, la acumulación de Reservas, la parte Fiscal, al mismo tiempo que la Economía se vaya recuperando.

En cuanto a la Política Cambiaria, mantendrá llevar la cotización del Dólar Oficial al ritmo de la inflación.

Mayor prudencia Fiscal, a través de la reconversión de los Programa COVID19 (todavía no hay precisiones de un IFE 4 por ejemplo).

Se está recuperando la Actividad Económica y la Recaudación Impositiva. Los salarios deben mejorar para que traccione la Economía, en donde hay muchos recursos productivos que no están siendo utilizados, en un contexto de recesión, según Guzmán.

Pero todo el foco de los Mercados y los agentes económicos están puestos en cómo va abordar el Rojo Fiscal.

Economía, según sus cálculos, necesita para el 2021, aproximadamente U\$S 10.000M. para cubrir el 60% del 4,5% del Déficit Fiscal primario del PBI, comprometido en el Presupuesto.

Guzmán cree que las necesidades finales se reducirían a U\$S 5.000 M., descuenta la aprobación del FMI el nivel de desequilibrios bajo un contexto de la Pandemia, que podría continuar todo el año próximo.

Según el presupuesto 2021, el 4,5% del PBI correspondiente al Déficit Fiscal primario, se cubriría con un 40% de endeudamiento interno en principio y un 60% con emisión. Suponiendo que siga el calendario como hasta ahora y hasta fin de año el 40% estaría casi asegurado.

Pero la preocupación pasa como va afrontar el otro 60%, lo que intranquiliza a los Mercados y que Guzmán percibe que va necesitar acciones concretas para generar confianza.

El primer paso, el anuncio que el Tesoro dejó de financiarse con el BCRA.

El segundo paso, la Negociación con el FMI, y la posibilidad de conseguir un giro por U\$S 3.500M. por la Línea especial de COVID19, para todos los miembros, sin condicionamientos.

El tercer paso, quedarían por conseguir U\$S 6.500M. Con una gestión con los Organismos Multilaterales de Crédito como el Banco Mundial, el BID, y otros, en el mejor de los casos podría obtener unos U\$S 1.500 M. liberando fondos de unas metas para utilizarlas en otras y con movimientos contables del Presupuesto.

Aquí resulta, los U\$S 5.000M. (Un país con la envergadura de Argentina, no debería peligrar la estabilidad Macroeconómica, pero no hay que desestimar la falta de credibilidad que se viene arrastrando desde hace tiempo, que se refleja en la Economía y en la Sociedad).

La pregunta que se hacen los analistas, como encarara, para conseguir esos U\$S 5.000M. y como tomara el Mercado la situación.

Habría en el mejor de los casos dos opciones o una combinación de ambas.

La primera, emitir más deuda en el Mercado Local. Tendría que absorber una cantidad inmensa de Pesos, por lo que secaría la plaza Local, quedándose prácticamente sin financiamiento el Sector Privado (crowding Out).

La segunda, recurrir al FMI, por el dinero destinado a la Argentina en custodia, suspendido en septiembre del 2019. La negociación se perfila como difícil, no se percibe cohesión en la administración gobernante, la Política se manifiesta errática y con la aplicación de medidas que no son las más apropiadas para atraer inversiones e incrementar las exportaciones para generar divisas genuinas, tanto para la evolución del país como para honrar la Deuda.

En caso que se logre ese dinero del FMI, va a estar atados a condicionalidades tanto si viene bajo la condición de un Stand By, a un menor plazo, o bien con un acuerdo de "Facilidades Extendidas", con más plazos, mayor monitoreo y exigencias de cambios estructurales, a lo que nuestros políticos, no son muy proclives de aceptar.

Por lo tanto, si bien en el corto plazo, con pocas medidas y muchas propuestas, se consiguió por ahora calmar el Mercado con los diferentes tipos de Dólares, pero está muy lejos de la solución de la crisis.

Por el momento, no hay un Plan Económico Integral, no se atacó a los profundos desequilibrios macroeconómicos, donde se encuentran las causas de nuestros problemas y por otro lado también se necesita respuestas responsables desde la Política, para que haya mínimos consensos para lograr las metas económicas necesarias para salir de la crisis.

Lic. VICTOR LIOI

Comisión PYME.

CPCE de la Pcia de Sta Fe. ROSARIO CII.

REALIZADO: 06/11/2020.