

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

LA PANDEMIA EXPLICA LA BRECHA, NO EL CEPO

Cerrado el acuerdo con los bonistas, se inicia una etapa clave para la política económica. El Gobierno tiene que resolver los desequilibrios macroeconómicos que deja la pandemia y, a la par, renegociar USD 44.500 MM que se adeudan al FMI. El primer paso será equilibrar la demanda y la oferta de pesos. La incertidumbre y las restricciones a la movilidad generadas por el COVID-19 llevaron a niveles excepcionales la preferencia por liquidez ⁽¹⁾. El problema es que a medida que se ingrese en la nueva normalidad esas tenencias de dinero se irán desarmando y presionarán, por distintos canales, sobre la brecha cambiaria. En este informe planteamos cuál es el camino elegido por el gobierno para contener la brecha.

- Días atrás, el presidente Alberto Fernández mencionó los cinco preceptos clave para la fortaleza de la economía: i) desendeudarla, ii) mantener las cuentas públicas en orden, iii) tener superávit comercial, iv) acumular reservas, v) mantener un dólar competitivo. En informes anteriores te contamos cómo creemos que el Gobierno debe moverse para ordenar la macro de modo de cumplir con esos preceptos. Urge discutir los instrumentos para conseguir esos objetivos, en particular cómo financiar el nuevo gradualismo y acumular reservas en medio de restricciones al libre movimiento de capitales y una demanda de dinero que presumiblemente caerá cuando cesen los efectos de la pandemia.

- **En concreto, debe ampliarse el menú de instrumentos financieros en pesos para relajar la monetización sostenida del déficit fiscal.** Ya que el gobierno, de forma coherente, no planea emitir deuda en dólares. El problema es que eso anula también una fuente importante para la acumulación de reservas. Los dólares deberán provenir entonces del mercado de cambios, vía saldo comercial (exportaciones - importaciones) y el financiero (más inversiones y menos fuga). Esto, en ausencia de un ordenamiento macro aceptable, requerirá constantes ajustes del cepo. Por lo tanto, el balizamiento a través de señales concretas será igual de importante que la comunicación de un plan, o como mínimo de objetivos.

¹ La velocidad de circulación del dinero es el método para medir cuánto tarda el dinero en cambiar de manos y se ubica en niveles inferiores a los observados en el cepo cambiario anterior, entre 2011 y 2015 y los más bajos desde 1975.

○ MÁS PESOS, PERO NO POR MUCHO TIEMPO

- Existe una relación, con bastante consenso, que vincula la velocidad de circulación con la demanda de dinero. Cuanto más rápido rota el dinero, menor será su demanda. A su vez, en ese escenario la liquidez excedente respecto de la deseada derrama sobre otros mercados; entre ellos, el dólar en todas sus variantes (contado con liqui, MEP, *blue*).

- Ahora bien, ¿por qué en tiempos de pandemia la velocidad es baja (o, lo que es lo mismo, la demanda de dinero es elevada)? Se destacan dos motivos:

- Existen restricciones físicas a la movilidad, lo que impide que la gente consuma. Ejemplos sobran, pero principalmente aparecen sectores de servicios no esenciales como el turismo, los bares, los restaurantes, etc.
- Frente a la incertidumbre asociada a la pandemia, las familias y empresas aumentan las tenencias “protectivas” de efectivo y los saldos en cuentas a la vista.

- A su vez, el cepo también incentiva mayores niveles de liquidez. Las empresas y familias mantienen saldos en pesos que no pueden dolarizar de forma directa y tampoco indirecta (contado con liqui, *blue*, etc.). El problema es que una vez que se levanten las restricciones a la movilidad física, aumentará la velocidad de circulación y la preferencia por tener pesos caerá. La presión sobre las diferentes cotizaciones del dólar será aún mayor.

- En un contexto como el actual, acelerar el ritmo de devaluación oficial no implicará menores niveles de demanda de dólares. Por lo tanto, será muy complicado para el BCRA hacerse de divisas en el mercado de cambios a pesar de contar con superávit comercial.

- A modo de ejemplo, las compras de dólares siguen batiendo récords. A principio de mes, 400.000 personas que pretendían comprar “dólar ahorro” hicieron colapsar los sistemas de “homebanking” de varias instituciones financieras, y eso en un contexto, como dijimos previamente, de preferencia por la liquidez. Por caso, mientras las compras de dólar billete en marzo fueron por USD 93 MM en junio alcanzaron USD 655 MM.

○ LOS DÓLARES SON PARA EL FMI

- Se acumulan reservas por al menos dos motivos:
 - a) Hacer frente a problemas de liquidez que podrían afectar el normal cumplimiento de los compromisos externos.
 - b) Contener oscilaciones indeseadas en la cotización de la moneda doméstica.

- En la Argentina, desde el acuerdo con los bonistas el principal motivo es pagarle al FMI. Prácticamente la totalidad de los USD 44.500 MM que se le adeudan se deben cancelar en 2022 y 2023. En tanto, gracias al canje, los compromisos con acreedores privados hasta 2023 dejaron de ser un problema, cayendo de de U\$S 30.800 MM a U\$S 4.600 MM.

- La negociación del gobierno con el FMI buscará estirar los plazos, aplanar la curva de vencimientos. No hay margen para discutir una quita de capital, tanto por la prohibición que establece el estatuto del Fondo como por el precedente que generaría frente a otros países. A diferencia de los fondos de inversión, cualquier concesión que haga el Fondo a la Argentina automáticamente habilitaría al resto de sus deudores a reclamar igual trato.

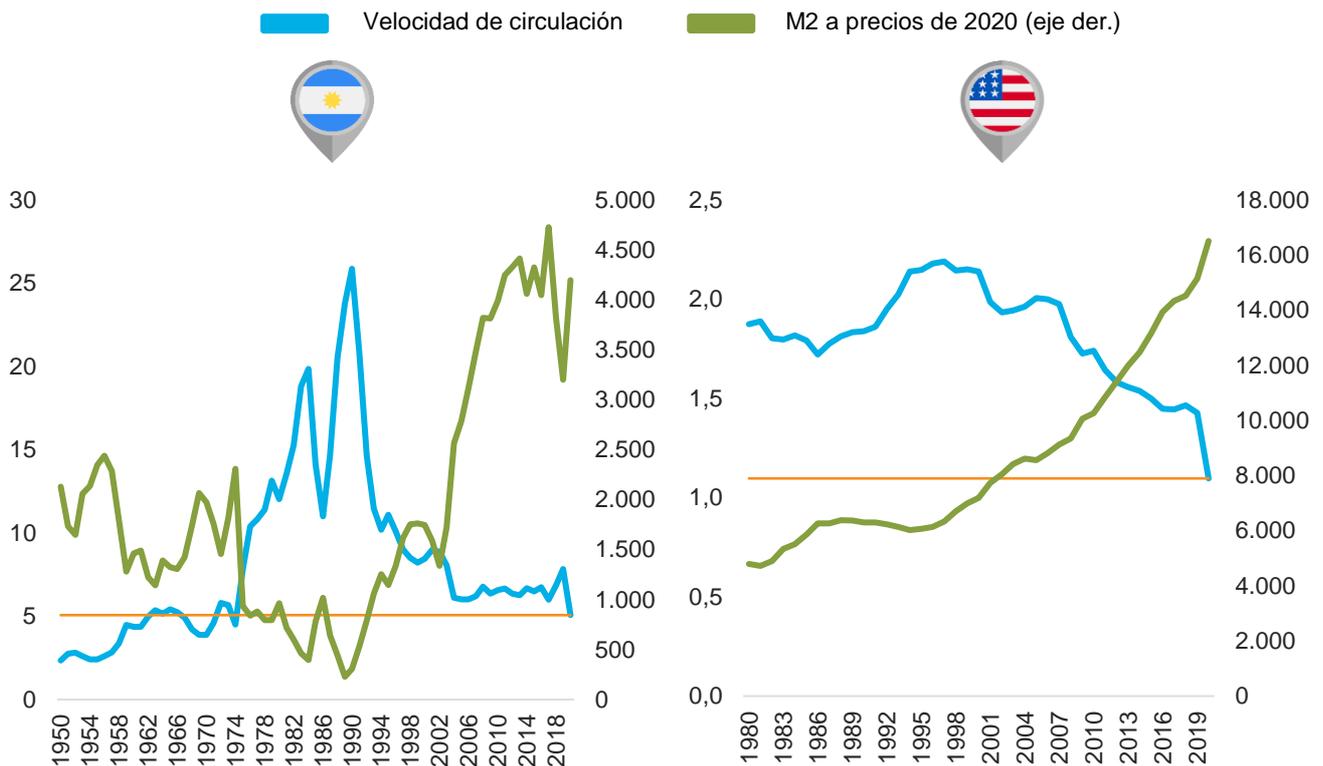
- Más allá de las declaraciones públicas, la negociación del FMI con la Argentina estimamos que será rápida y en buenos términos. Desde diciembre existe un dialogo constante entre ambas partes que derivó en el apoyo del Organismo a la reestructuración con los acreedores privados. Ese resultado seguramente haya estado supeditado a ciertas exigencias que saldrán a la luz en los próximos meses. Más allá de los detalles, Alberto Fernández está obligado a acumular reservas para cumplir con su parte del acuerdo. La pregunta es cómo.

¿CÓMO ACUMULAR RESERVAS?

- No estimamos que el gobierno emita nueva deuda pública en dólares. Por lo tanto, las divisas las tendrá que aportar el sector privado. Con superávit comercial, la demanda de dólar ahorro no se puede desbordar para permitir que el BCRA adquiera los dólares excedentes, acumulando reservas. La contracara es el balance entre oferta y demanda de pesos, un equilibrio especialmente delicado donde se sabe que la demanda va a caer y la oferta *puede* seguir elevada.

DINERO Y VELOCIDAD: ARGENTINA VERSUS ESTADOS UNIDOS

M2 y velocidad de circulación (M2 / PIB corriente) ⁽²⁾



Fuente: Analytica en base a BCRA, INDEC y FRED

- El primer objetivo para aumentar las reservas es contener la oferta de pesos y, a la vez, estimular la demanda. Para lo primero, la consolidación fiscal es clave; debe administrarse eficientemente la monetización del déficit, en particular si se espera que el BCRA compre dólares en el mercado. Para eso es necesario generar nuevas vías para financiar el gasto público aumentando la participación de instrumentos de mercado, por ejemplo, emitiendo deuda pública con bonos "dólar-linked". En tanto, para sostener la demanda de pesos se puede: i) aumentar la tasa de interés, ii) recomponer los niveles de actividad, iii) bajar las expectativas de devaluación, iv) cómo seguramente será el caso, una combinación de todos los anteriores.

- Si se cumple el primer objetivo, habrá condiciones para lo más importante: el ingreso de dólares al circuito formal. Como se dijo, las divisas van a provenir del sector privado. El gobierno ya está dando varias señales en ese sentido. Por caso, los planes que se discuten con el sector de la construcción para estimular la ejecución de viviendas privadas o los lineamientos que se trabajan en el Ministerio de Desarrollo Productivo para incentivar las inversiones en Vaca Muerta, buscando alentar el ingreso de dólares y reducir las importaciones. Es claro, en esta etapa a Martín Guzmán le tocará frenar la salida de dólares mientras a Matías Kulfas hacer que entren.

² La velocidad de circulación es el coeficiente entre el M2 y el PIB a precios corrientes. Cuanto mayor es el coeficiente mayor la velocidad de circulación.

M2 son los billetes y monedas en poder del público y depósitos en caja de ahorro y cuenta corriente del sector público y privado. Los valores están expresados en miles de millones de pesos (y dólares estadounidenses) constantes del último dato disponible de 2020.