

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

DESDE SETIEMBRE SE ABRE UNA VENTANA DE SEIS MESES

El Banco Central sigue perdiendo reservas: USD 230 millones en lo que va del mes y USD 1.630 millones desde marzo, cuando se suspendieron los pagos de deuda. Al igual que sucedió entre 2011 y 2015, el cepo no es suficiente para frenar el drenaje de dólares. Sin embargo, a diferencia de esos años, si en el corto plazo se absorbiera el exceso de liquidez en pesos, la presión sobre el balance cambiario se reduciría significativamente. El desafío es encontrar un equilibrio entre endurecer la política monetaria, aumentando las tasas, y estimular la demanda. A mediados de setiembre, al estar en claro la adhesión definitiva al canje de deuda y los lineamientos del Presupuesto 2021, se sabrá cuán cerca de ese equilibrio está la política económica. Se abre así una ventana de oportunidad de seis meses para comenzar a ordenar la macro sin condicionamientos externos.

- La actual caída de las reservas del Banco Central responde a una lógica bien distinta de la del período 2011-2015, aun con cepo cambiario en ambos períodos. Por entonces, se acumulaban tres desequilibrios macroeconómicos: atraso del tipo de cambio, exceso de liquidez en pesos y fuertes desajustes en las tarifas. Como resultado, las expectativas de inflación eran siempre alcistas. Hoy, el desequilibrio solo aparece en el mercado de pesos. El tipo de cambio real es adecuado y el retraso tarifario, manejable.

- Si el déficit primario de 2021 se ubicara cerca de los 5 puntos del producto y el gobierno pretendiera financiarlo mayormente con emisión como hasta ahora, se alcanzaría en dos años el mismo nivel de expansión monetaria que en la primera etapa del cepo. Durante 2011-2015 el BCRA le transfirió al Tesoro, mediante adelantos transitorios y utilidades, el equivalente a 12,5 puntos del PBI.

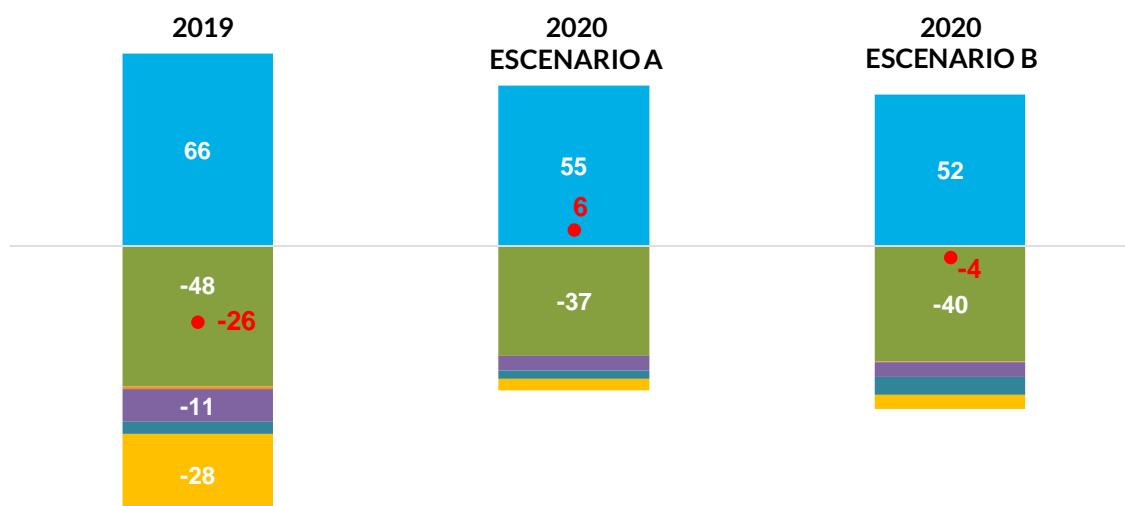
¿POR DÓNDE SE VAN LOS DÓLARES?

- El crecimiento de la venta de dólares por parte del BCRA durante agosto hace aumentar la preocupación acerca de su capacidad para administrar la política cambiaria. En el mes, la autoridad monetaria lleva vendidos USD 70 millones diarios en promedio, más del doble que en julio (USD 30 M/día). La pérdida acumulada de agosto (USD 230M) es impulsada también por el pago de USD 370 M a organismos internacionales en el mes, en tanto, otras operatorias y el aumento de las cuentas corrientes en dólares de los bancos aportan USD 900 M.
- Lógicamente, en este contexto resurge el debate acerca del verdadero poder de fuego del BCRA. En términos brutos, las reservas internacionales hoy alcanzan los USD 43.115 M, pero sólo la mitad está disponible para intervenir en el mercado. Y básicamente todo depende del swap con China, que representa el 43% del total. Su renovación a principios de mes es una buena señal, aun cuando no debe olvidarse que la gestión anterior intentó utilizarlo sin éxito en el último tramo de gobierno.
- Ahora bien, ¿qué tendría que hacer el BCRA para no poner en juego su política cambiaria en un llamado telefónico? Nuestro modelo de consistencia macroeconómica indica que si el Central comienza una absorción gradual del exceso de pesos podrá acelerar el ritmo de la devaluación, atenuar la compra privada de dólares y cerrar el año con un aumento del orden de USD 6.000 M en las reservas internacionales, tal como se proyecta en el **Escenario Cambiario 2020-A**. Por el contrario, de continuar con el esquema actual de administración cambiaria con liquidez excedente, la pérdida de reservas alcanzaría los USD 4.000 M a fin de año (**Escenario Cambiario 2020-B**).

LOS DILEMAS DEL BALANCE CAMBIARIO

Oferta y demanda de divisas, en miles de millones de dólares

■ Exportaciones ■ Importaciones ■ Utilidades y dividendos ■ Intereses ■ Resto ■ Fuga de divisas ● Var. Reservas



Fuente: Analytica en base a BCRA.

- El problema básico que hoy evidencia el mercado de cambios es el comportamiento del ahorro minorista. Sin servicios de deuda e inhabilitada la posibilidad de adelantar el pago de importaciones, la pérdida de reservas se explica por la adquisición de bienes dolarizados de las familias, sea a través de importaciones o del atesoramiento de divisas. Es por ello que el debate público se centró en la última semana respecto de la posibilidad, por ahora descartada, de eliminar las compras máximas permitidas de USD 200 mensuales.
-
- En el primer semestre, la dinámica había sido otra. La pérdida de reservas (-USD 1.500 M) se explicaba principalmente por los servicios de deuda, en un mercado de cambios deficitario de apenas USD 160 M.
-
- El resultado obedecía a que, en un contexto de expectativas de devaluación, las empresas buscaban adelantar importaciones y servicios de deuda. En consecuencia, el déficit de los distintos sectores productivos alcanzó USD 7.124 M que, junto a la venta de dólares para atesoramiento y otras operaciones de los hogares (-USD 2.275 M) significó un déficit de USD 9.399 M. El aporte del agro, por USD 9.239 M, prácticamente alcanzó para compensar el déficit. A su vez, también ayudó a frenar la demanda de divisas la decisión del Central de restringir desde junio el diferimiento entre ingresos de importaciones y sus pagos.

EL MISMO CEPO, OTRA COYUNTURA

- La característica esencial del cepo es que permite mantener la tasa de interés nominal por debajo de la inflación esperada. Así, se impulsa la demanda de crédito y a la par se reduce la volatilidad del tipo de cambio nominal. Pero generalmente, para impulsar la demanda, estos esquemas se acompañan de retraso de tarifas y del tipo de cambio. Para financiar el déficit fiscal asociado, se suele optar por transferencias desde el BCRA hacia el Tesoro. En consecuencia, hay más pesos en circulación, a la vez de mayores restricciones para ahorrar en dólares.
-
- Desde ya, el esquema genera expectativas alcistas de la inflación porque se espera una corrección de precios relativos y/o el sobrante de dinero derrama sobre otros mercados, especialmente el dólar y el mercado de bienes. En particular, el retraso de tarifas genera cuellos de botella en el mercado energético, la apreciación cambiaria reduce la disponibilidad de dólares comerciales y el sobrante de dinero desordena toda la nominalidad, en particular evidenciado en las cotizaciones alternativas del tipo de cambio.
-
- Sin embargo, el cepo actual se desarrolla en otro contexto: los niveles de tarifas de servicios públicos se encuentran, respecto de los salarios, en niveles cercanos a los de 2017 y 2018, cuando el mercado no percibía retrasos. Al mismo tiempo, el tipo de cambio se ubica en niveles de 2010, cuando las cuentas externas eran relativamente saludables.

- ¿Dónde radica entonces el problema? En los agregados monetarios, que hoy están 4 puntos del producto por encima de lo registrado durante el cepo anterior. El desajuste es importante, máxime teniendo en cuenta que en 2012 la economía crecía.

EL BCRA LO PUEDE HACER

- Cuando en los primeros días de setiembre se conozcan los lineamientos de la política fiscal para 2021 en el nuevo presupuesto y también el grado de aceptación del canje de deuda, el BCRA deberá endurecer la política monetaria. ¿Cuánto? Dependerá de la brecha cambiaria, termómetro de los desequilibrios causados por el cepo. En niveles de 30-50% la economía logra funcionar, por encima se acumulan los problemas. ¿Cómo ajustar la política monetaria? Veamos algunas opciones:

a) Para disminuir el M2 (circulante + depósitos a la vista) basta con restituir el esquema de encajes previo a las modificaciones que tuvo durante la pandemia. Hoy los bancos no ven reducida su capacidad prestable cuando otorgan préstamos de las líneas de asistencia asociadas al Covid-19.

b) Esterilizar los pesos excedentes mediante pasivos remunerados de modo de llevar la base monetaria a niveles congruentes con la monetización requerida en la transición hacia el fin de la pandemia y el acuerdo con el FMI durante el segundo trimestre de 2021.

-
- Desde ya esquemas de este tipo requieren controlar el déficit cuasifiscal que implicaría la emisión de pasivos remunerados y un plan que indique que los niveles de los agregados monetarios observados debido al Covid son meramente transitorios.

-
- Ambos requisitos son manejables. Con estos niveles de tasa de interés y sosteniendo el tipo de cambio real, el Central tendrá superávit en su balance ya que sus activos se mueven en línea con el dólar en tanto los pasivos con la tasa de interés.

-
- Además, si el nuevo presupuesto incluyera un componente de “gasto contingente” asociado al Covid, que implique un desmantelamiento gradual de los costos de la pandemia el año próximo, podría utilizarse un formato similar para estructurar un programa monetario, fijando los lineamientos de la política monetaria y fiscal en función a la fase de la cuarentena, además de establecer una cota para los agregados independiente de la evolución de la pandemia. Algo así como un marco general de prudencia matizado por los vaivenes generados por el Covid-19.

-
- Sin un acuerdo vigente con el FMI y con el canje de la deuda resuelto, a partir de setiembre el gobierno tendrá una ventana de seis meses para implementar una política económica sin condicionamientos externos. Superada la etapa inicial de la crisis, que sirvió para unificar las demandas sociales y políticas tras una causa común, empezará a hacerse evidente en estos meses una puja distributiva más intensa. Está en la habilidad de los hacedores de política económica resolver la conflictividad social generando a la vez las condiciones iniciales para estabilizar la macroeconomía.