

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

ECONOMÍA Y BCRA, O EL DILEMA DE LOS CAMINOS OPUESTOS

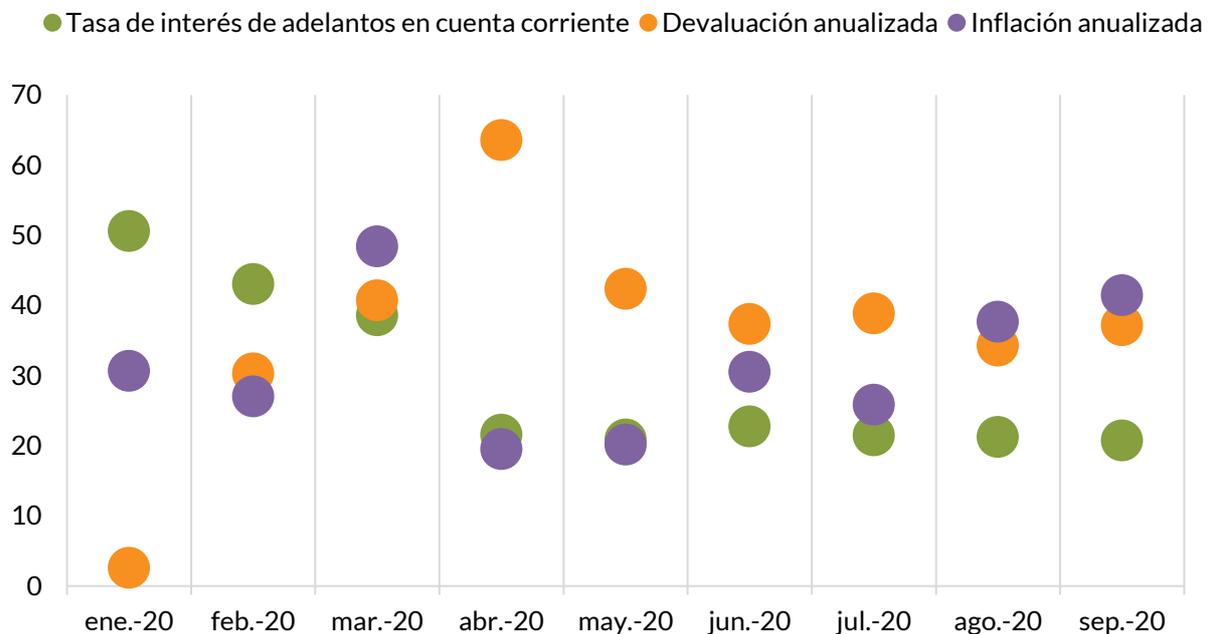
En la semana las políticas monetaria y fiscal siguieron caminos opuestos. Al tiempo que el ministro Guzmán presentaba el proyecto de Ley de Presupuesto 2021 con la eliminación completa del gasto Covid-19 y se mostraba un sendero hacia una consolidación fiscal reclamada por el FMI y los mercados financieros, el Banco Central endurecía la política cambiaria restringiendo el acceso al dólar oficial para empresas y ahorristas. El resultado obvio es que aumentó la incertidumbre y se vuelve a poner en duda el compromiso oficial con la estabilización macroeconómica.

- El éxito del canje de deuda externa no se pudo trasladar al mercado de cambios. En la primera quincena de setiembre las reservas internacionales cayeron USD 340 millones. El BCRA, obligado a reaccionar, siguió mediante la Comunicación A7106 un camino desafortunado. Si bien el diagnóstico es acertado (la demanda creciente de dólar ahorro y la concentración de vencimientos de capital para la deuda privada), la solución propuesta sólo puede profundizar el problema.
- El último dato disponible del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) muestra que entre abril y julio el déficit llegó a USD 1.400 millones. Si bien la cuenta corriente fue superavitaria en USD 2.200 millones, tanto los exportadores como los importadores apostaron desde entonces a una corrección del tipo de cambio. Por caso, el agro liquidó un 12% menos que en los mismos cuatro meses del año pasado y aumentó sus importaciones en 200% (+USD 850 millones).
- De todas formas, la caída en las reservas se debe al déficit de la cuenta capital y financiera. Entre abril y julio salieron USD 3.600 millones. Principalmente a través de pagos por préstamos financieros de las empresas, USD 2.300 millones, y en menor medida compras de dólar ahorro, USD 1.300 millones.
- El problema es claramente de expectativas. El tipo de cambio real es competitivo, encontrándose en los mismos niveles de 2011. Sin embargo, la brecha entre el dólar oficial y el CCL se ubica en torno a 75% y la inflación esperada por la media del mercado para los próximos doce meses es de 51%, a pesar de que a diciembre ese mismo promedio es de 37%. El futuro sólo espera una devaluación.

- Si el tipo de cambio real es elevado en términos históricos, ¿cómo se explican estas expectativas devaluatorias? Por la elevada liquidez en pesos que persiste en el mercado. La base monetaria crece al 78% interanual y el M2 lo hace al 97%. El gobierno es consciente y desde agosto desaceleró fuertemente la asistencia del Central al Tesoro. Pero todo indica que no es suficiente.
-
- Los impactos del endurecimiento del cepo sobre el sector privado serán negativos. Tasas de interés por debajo de la devaluación oficial crearon incentivos en los últimos meses para que las empresas tomaran deuda barata en pesos y la destinaran a la compra de dólares. A contramano de lo que se hubiese esperado, en plena recesión aumentó la cancelación de deuda local en dólares.
-
- El endurecimiento del cepo sólo permite resolver el goteo minorista por el dólar ahorro, donde el ajuste es tanto por precio como por cantidad, al impedirle el acceso a aquellos que perciben algún tipo de asistencia estatal en el marco de la pandemia. En tanto, las empresas tienen limitado el acceso al dólar oficial, pero mantienen la posibilidad de financiarse con tasas de interés que están más de 10 puntos por debajo de la inflación corriente (por caso, los adelantos en cuenta corriente son a tasas del 20%). Un esquema a todas luces insostenible.
-

UN PROBLEMA DE INCENTIVOS

en % n.a.



Fuente: Analytica en base a Ministerio de Economía y BCRA.

HAY ALTERNATIVAS

- Desde hace semanas venimos indicando las alternativas de política que tiene la conducción económica para ordenar los desequilibrios del mercado de cambios (ver [Analytico#570](#)). En particular,
 - **Subir las tasas de interés:** el Banco Central restringió la demanda de divisas, pero también afectó la oferta al empeorar las expectativas. Las tasas de interés que remuneran los depósitos se mantienen en línea con la inflación registrada (30% anualizada), pero por debajo de la esperada (51% a 12 meses). Las tasas activas, a su vez, se ubican todavía por debajo (los adelantos apenas superan el 20% n.a.), de la devaluación anualizada (34%). Mejorar el traslado del nivel actual de Leliq a las tasas pasivas o restringir la liquidez bancaria para aumentar las tasas activas, al menos para los sectores que realizan operaciones de comercio exterior, podría ser una alternativa válida para aumentar la demanda de pesos y evitar la dolarización de cartera.

- En tanto, si bien los recientes depósitos dólar *linked*, calzados contra prefinanciación de exportaciones, lucen un instrumento interesante para evitar la dolarización, tienen un efecto marginal ya que su participación sobre el total de depósitos es muy baja. Por otro lado, muchas empresas comenzaron a adoptar en forma reciente este instrumento para captar deuda a un tipo de cambio cercano a los dólares paralelos y utilizar esos fondos para acceder al tipo de cambio oficial y cancelar deuda en moneda extranjera. Esta maniobra financiera colabora con la presión sobre dólar oficial y es, en parte algo que se busca restringir con la nueva normativa cambiaria.

- **Aumentar las colocaciones netas del Tesoro:** la emisión de deuda nueva en el mercado local redistribuye la demanda de dinero. Esto es así porque toma pesos de un sector que busca alternativas de inversión y presiona sobre la demanda de divisas cuando busca dolarizarse. A la vez, esos pesos los dirige en gastos a sectores que no son propensos a comprar dólares: los receptores del haber mínimo jubilatorio, por ejemplo.

- **Intervenir con operaciones de mercado abierto:** a través de los bonos del Tesoro que canjeó el Banco Central, tiene la opción de intervenir en el mercado absorbiendo base monetaria y reduciendo la cotización del tipo de cambio paralelo.

- **Comunicar una postura férrea sobre un objetivo concreto:** a la incertidumbre de un endurecimiento del mercado cambiario se sumó una mala estrategia de comunicación. Más allá de la contradicción respecto de las declaraciones del Ministro de Economía apenas días atrás, los cambios normativos del BCRA se conocieron antes de que algún funcionario explique la necesidad y los objetivos de la medida. A su vez, se desaprovechó la oportunidad de capitalizar la presentación del Presupuesto ante el Congreso.

LA SEÑAL DEL EQUILIBRIO FISCAL

- Aunque el propio gobierno se encargó de minimizar sus impactos sobre las expectativas, el proyecto de ley de presupuesto 2021 contiene algunas definiciones interesantes y, hasta la irrupción del Central a escena, de factible cumplimiento.
-
- El dato más relevante, ya discutido en el [Analytico anterior](#), es que se busca reducir el déficit fiscal en 2021. Así, se plantea un déficit financiero objetivo del 6% del PBI, financiado 60% con emisión monetaria (3,6% del producto) y 40% con títulos públicos. Parece un esquema lógico, que implica colocaciones de deuda del orden de los \$ 75.000 millones mensuales, una dinámica similar la que muestra el Tesoro en esta coyuntura (en agosto colocó \$53.400 millones en títulos atados al CER).
-
- La señal de eliminar todo el gasto extra ocasionado por el Covid-19 es un balizamiento acorde a las políticas que plantea el FMI en el actual contexto mundial. Sin embargo, la situación socioeconómica plantea un interrogante sobre su factibilidad. Entendemos que la duplicación de la inversión en infraestructura, hasta alcanzar 2,2% del PIB, es muy optimista, y es probable que sean las partidas a reasignar para mantener en parte el gasto social pospandemia.
-
- Una vez más, mientras Economía explica cómo piensa su sendero de expansión de agregados monetarios el año próximo, el BCRA no da a conocer cuál es su estrategia para acumular reservas y absorber base monetaria. En su lugar, adopta medidas de corto plazo que se contradicen con los supuestos sobre los que se basa el presupuesto.
-
- El proyecto estima un crecimiento de 5,5% en 2021, partiendo de una contracción de 12,1% este año. Un rebote de la economía explicado principalmente por arrastre estadístico (en torno al 4 p.p.). El problema es que considera como uno de los drivers de la recuperación a la inversión (+18%). En esa lógica las importaciones crecerían 16%, un aumento difícil de convalidar dado el nivel de restricciones actuales. Lo mismo sucede con las exportaciones (+10%). Con mayor brecha cambiaria y encarecimiento del endeudamiento en dólares para las empresas, que las ventas al exterior aumenten es una estimación por lo menos optimista.
-
- El gasto en subsidios (+55% en transporte y +38% en energía), asume correcciones fiscales algo menores al tipo de cambio (+26%) y la inflación (+29%). Es claro el objetivo de encontrar el equilibrio entre aumentar tarifas para que no caiga la inversión y contener el aumento de la nominalidad. Sin embargo, de prorrogarse las medidas del BCRA, el impacto sobre los costos financieros podría trasladarse a precios, dando por tierra las perspectivas de inflación para el año que viene, exigiendo más subsidios o un aumento en las tarifas.
-
- La renegociación de la deuda y los efectos del Covid-19 pusieron a la política económica en una situación de emergencia dónde el qué importaba mucho más que el cómo. El gobierno pasó exitosamente ese examen. Pero parece encontrar problemas en la gestión de la sintonía fina. Parte de un diagnóstico correcto, pero falla en la resolución. Aún tiene herramientas para reducir la incertidumbre, pero debe terminar de decidir qué considera más dañino para el bolsillo de los argentinos: un aumento de la tasa de interés o expectativas crecientes de una nueva devaluación.