

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

UNA BALA DE PLATA PARA EVITAR LA DEVALUACIÓN

El gobierno, por primera vez, propone un atisbo de plan económico, luego de una sucesión de errores no forzados. La palabra clave en la presentación del ministro Guzmán es coordinación. Resulta una buena señal, ya que ahora sí parece que el Banco Central decidirá en conjunto con Economía. Se elige el mal menor: encarecer el crédito subiendo la tasa de interés antes que devaluar. El paquete monetario, tal como fue presentado, luce tardío e insuficiente. Las malas decisiones previas no son gratis. Varias medidas anunciadas requieren, además, tratamiento legislativo; el tiempo conspira contra la urgencia. Y luego, la instrumentación y la gestión interna de la política económica (comunicación externa incluida) tienen mucho por corregir.

- Cuando un mes atrás el ministro Guzmán cerraba el canje de deuda con una aceptación casi total, había chances de que el gobierno planteara una lógica más ordenada de política económica para encarar un proceso consistente de baja de la inflación para luego recuperar velocidad de crecimiento. Sin bajar la inflación no es posible volver a crecer.
- Se rumoreaban “60 medidas”, estímulos sectoriales, incentivos a la inversión; en suma, un piloto de programa económico. Incluso se llegó a enviar la señal de cierta consolidación fiscal para 2021 (con el inicio de un nuevo acuerdo con el FMI incluido) y lo que se esperaba era que el Banco Central finalmente “hablara”, indicando cómo reducir la brecha cambiaria, el problema del cortísimo plazo.
- Pero en lugar de elegir una estrategia monetaria integral que vuelva más atractivo quedarse con los pesos, el BCRA eligió hace quince días endurecer todos los grifos de acceso al dólar oficial, para personas y para empresas. Malhumor social, golpe al financiamiento empresario, desincentivos a las nuevas inversiones. Así, desactivar expectativas de devaluación con más restricciones es una contradicción de términos: golpeando a la demanda también se espanta la oferta de dólares. Más problemas, no menos para un gobierno que recién lleva un quinto del tiempo de gestión.

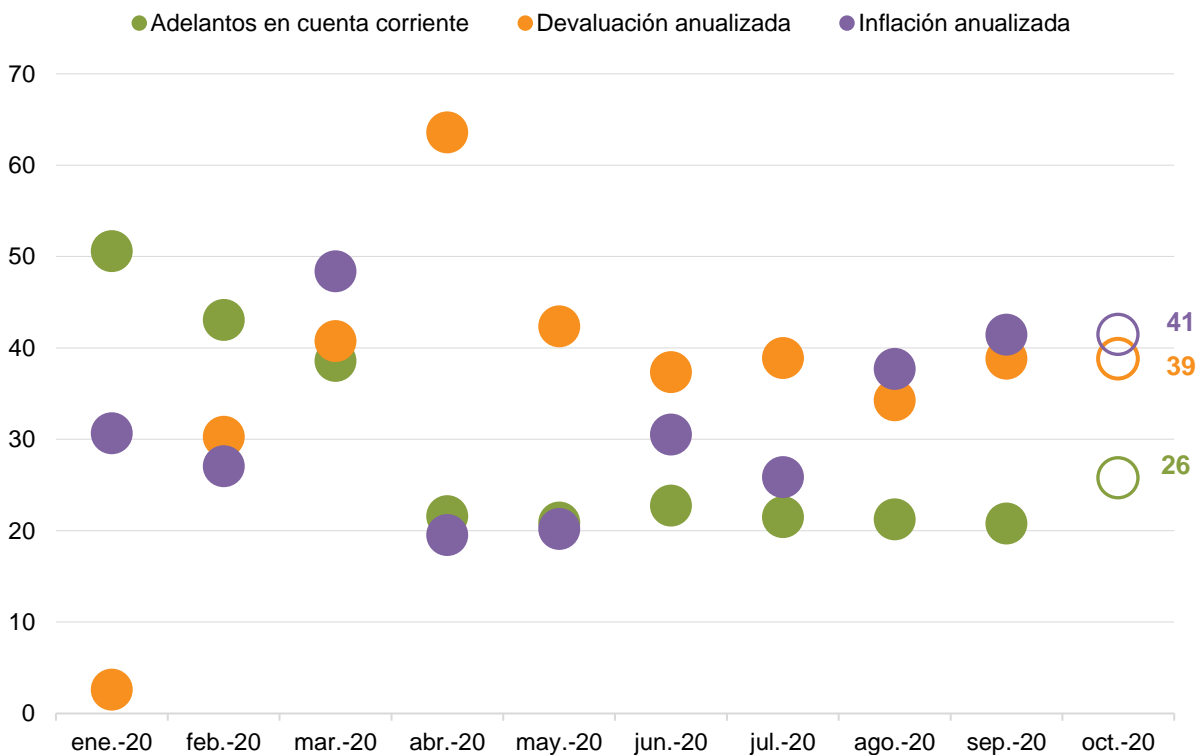


¿EL BCRA SE SUBIÓ AL RING?

- La brecha cambiaria es el termómetro diario del éxito o fracaso de la política económica. Está por encima del 90% dada la elevada liquidez en relación al promedio histórico, comprometiendo las expectativas respecto del nivel del dólar. Por lo tanto, de las medidas anunciadas, las más relevantes en el corto plazo son la “armonización de las tasas de interés” y la decisión de que el Tesoro emitirá nuevos bonos atados a la evolución del dólar.
- La suba de 5% en las tasas de los pases pasivos del Banco Central, hasta 24%, apunta a disminuir el beneficio de tomar crédito en pesos para financiar importaciones y costos asociados a retener exportaciones, operación que venían realizando las empresas vinculadas al comercio exterior (ver [Analytico #573](#)). La suba parece escasa dado que la tasa de interés del crédito de corto plazo (adelantos en cuenta corriente hasta 90 días) respecto de la tasa de devaluación (39%) seguirá siendo negativa en torno a 10%.
- En el gráfico (ya utilizado en dicho semanal) se observan las diferencias de tasas que configuraban los incentivos a dolarizarse por parte de los sectores vinculados al comercio exterior. El cambio en las políticas del Banco Central apunta a modificar esos racionales, no sólo a través de la suba de tasas sino además porque el BCRA anunció un cambio en su política de devaluación, para hacerla menos predecible.

¿5% SERÁ SUFICIENTE?

En % n.a.



Fuente: Analytica en base a BCRA

- Por su parte, los que apuestan a la devaluación tendrán a partir de esta semana bonos emitidos por el Tesoro atados a la evolución del tipo de cambio (*dólar-linked*). El próximo martes será la primera licitación. Implica un cambio significativo en la política de endeudamiento del gobierno, ya que una de sus banderas era la desdolarización de la deuda local. La estrategia incluyó el canje de bonos dólar-linked por títulos ajustados por inflación (CER). En efecto, los títulos en pesos pasaron de representar el 47% al 57% del total de deuda legislación argentina. Ese porcentaje deberá caer todo lo necesario como para garantizar que la emisión de deuda atada a la evolución del dólar absorba gran parte del exceso de liquidez e intentar relajar la presión sobre la brecha cambiaria.

-
- El Central parece apostar todas las fichas a bajar el techo de la brecha (los dólares financieros) participando de licitaciones de títulos públicos y operaciones de mercado abierto (compra y venta de títulos públicos en el mercado secundario), herramienta que comunicó luego de los anuncios ministeriales. El éxito de esta estrategia dependerá del volumen que esté dispuesto a utilizar; hasta ahora, fue reacio a ese tipo de intervenciones.

-
- La apuesta implica una jugada fuerte que hasta ahora ni la autoridad monetaria ni el Tesoro venían realizando y que se vio reflejada el mismo viernes en la baja de precios de la cobertura a través de dólar futuro.

-
- Junto con la suba de tasa de pasés el Central redujo la tenencia de Leliq de los bancos, obligándolos a colocar su liquidez en pasés a un día. Esto fortalece el instrumento y mejora el canal de transmisión de la política monetaria porque opera en el plazo inmediato, a diferencia de las Leliq con licitaciones semanales. Si bien las medidas no implican una suba de las tasas de los plazos fijos, sí impactan en las tasas del Money Market, las cauciones y el descubierto, evitando que queden demasiado por debajo de la tasa de devaluación y dando la posibilidad al Banco Central de maniobrar con más poder de reacción. Esta volatilidad, sumada a las operaciones del Tesoro con bonos *dólar-linked* puede reducir los canales especulativos.

LA DEVALUACIÓN FISCAL

- El actual esquema de controles cambiarios genera una multiplicidad de tipos de cambio. Por eso antes de devaluar el oficial, que sigue siendo referencia para la mayor parte de las transacciones, el gobierno decidió mejorar fiscalmente aquel que afecta a los exportadores. El objetivo es recuperar parte de los USD 2.500 M no liquidados respecto de los niveles del año pasado. Veamos sector por sector.
 - **Complejo sojero: reducción de los derechos de exportación de forma transitoria** para el poroto de soja al 30% en octubre, 31,5% en noviembre y 32% en diciembre para retornar a su valor original (33%) en enero. Respecto de los derivados de la soja se reducen hasta el 27%. El complejo cerealero y de

oleaginosas liquidó entre abril y agosto un 15% menos que un año atrás lo que representa USD 1.900 millones. A priori, existen pocos incentivos a liquidar por parte de los productores, que llevan vendida apenas algo más de la mitad de la cosecha a setiembre (el porcentaje más bajo de las últimas cuatro campañas). En el gobierno se estima que la mayor devaluación del tipo de cambio oficial y los mejores precios internacionales facilitarán las ventas hasta fin de año.

- **Complejo minero: reducción de 12 a 8% los derechos de exportación de metales** mediante la reglamentación de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva. El sector está liquidando desde abril un 30% menos que el año pasado, lo que representa USD 150 millones menos.
- **Complejo industrial: se eliminan los derechos de exportación para bienes industriales finales y se reduce a 3% para los insumos**, a la vez que se aumentan los reintegros hasta 7% y 5%, respectivamente.

- La devaluación compensada mejora el tipo de cambio de exportación, pero no influye sobre las importaciones, que es el principal problema de la cuenta corriente. Las compras al resto del mundo crecen al 24% interanual (USD 3.200 millones entre abril y agosto) durante la peor recesión de la historia. Es por ello que mientras la brecha cambiaria no se reduzca de forma significativa no puede proyectarse un cambio de magnitud en la liquidación de exportaciones.

- Si bien no tendrán impacto sobre la oferta y demanda de dólares en el corto plazo, hay otras dos medidas que buscan mejorar su uso en el largo:

- **Construcción:** habrá una **exención del pago de Bienes Personales** durante tres años para los activos financieros que se apliquen a nuevas construcciones de viviendas y **se difiere el pago del Impuesto a las Ganancias y del Impuesto sobre las Transferencias de Inmuebles** relativo al aporte de un inmueble a un proyecto hasta el momento de finalizada o cobrada la obra. Estas medidas impulsan las inversiones en pesos y reducen la presión sobre la demanda de dólares. A su vez, se proyecta a la creación de un Fondo Fiduciario de modo de permitir que los nuevos créditos hipotecarios para la construcción de viviendas puedan ajustarse por la variación de los salarios, permitiendo que la nueva oferta encuentre rápidamente la demanda. Una interesante apuesta, por sus impactos multiplicadores sobre la actividad y el empleo.
- **Planes exportadores:** habrá **subsidios para el desarrollo de inversiones que aumenten las exportaciones y busquen sustituir importaciones** en los sectores de carnes, vinos, economía del conocimiento, automotriz, petróleo y gas, foresto industrial, textil, calzado, minería y metalmecánica.