

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

LAS DOSIS HOMEOPÁTICAS NO ESTÁN RESULTANDO

Los tibios cambios en la política económica decididos una semana atrás no están funcionando. Las reservas continúan cayendo (USD 280 millones), y la brecha cambiaria superó el 100%. El atisbo de plan confirma que las señales del BCRA y Economía luchan contra el condicionante principal, que es el tiempo. Si no se modifica la tendencia, en octubre se perderán USD 1.000 millones más de reservas. Cada día que pasa sin generar soluciones de fondo hacen crecer los costos de una corrección desordenada que no hará más que debilitar aún más los delicados equilibrios sociales. La pregunta clave es si la crisis de expectativas económicas se resuelve con meros cambios de equipo o si, por el contrario, requiere de un profundo acuerdo político que la resuelva de manera ordenada.

- En los últimos cinco días el BCRA perdió a razón de 44 millones de dólares por día, apenas 10 millones menos el promedio de los 30 días hábiles anteriores. El actual nivel de reservas brutas, USD 41.100 millones, supera al que existía en 2014, cuando se dio la devaluación más fuerte en un contexto también con control de capitales y cepo cambiario. En octubre de 2013 las reservas caían a razón de USD 70 millones por día y al mes siguiente pasó a 140 millones. Así las cosas, el gobierno se vio forzado a devaluar un 28% el tipo de cambio oficial entre diciembre de 2013 y enero de 2014.
- En la actualidad, el problema no es de stock sino de flujo. Para cortar con la pérdida de reservas y las expectativas de devaluación el gobierno tiene dos caminos: profundizar el cepo o generar un cambio en las expectativas. Hasta ahora eligió un camino intermedio que claramente no da resultados. Veamos por qué.

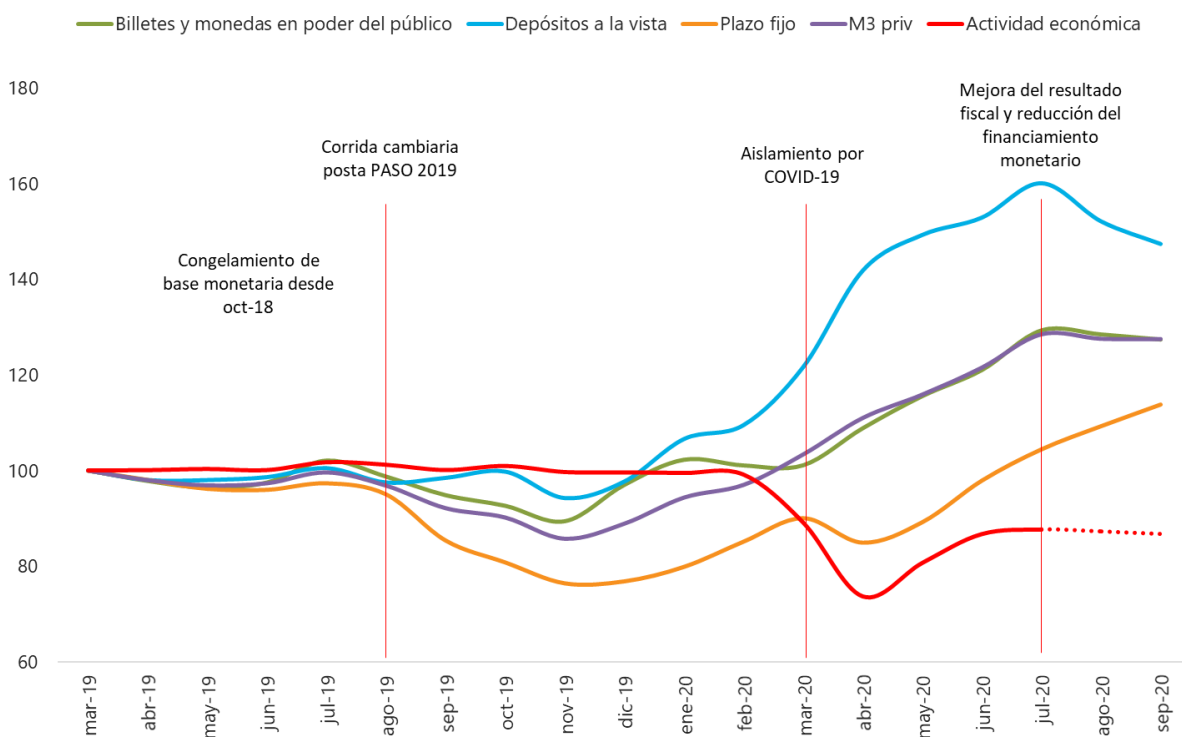
UN BANCO CENTRAL QUE HACE PERO NO DICE

- Los agregados monetarios crecen fuertemente a partir de marzo. Esa dinámica comenzó a revertirse a partir de julio porque aumentó la recaudación y mejoró el resultado fiscal; el déficit primario pasó de \$254.000 millones en junio a \$89.500 millones en agosto. De esa forma se redujo el financiamiento con emisión del Central al Tesoro en casi \$500.00 millones entre el segundo y el tercer trimestre.

- Sin embargo, el menor ritmo de crecimiento de los agregados aún no es suficiente para compensar la caída en la demanda de dinero producto de la mayor velocidad de circulación en un contexto de apertura gradual de las actividades. El exceso de oferta sigue generando presiones sobre el tipo de cambio paralelo, empujando la brecha hasta superar el 100%.
- Es por esta razón que durante la última semana el Banco Central aumentó 8 puntos la tasa de pases, hasta 27%, y devaluó 1% el tipo de cambio oficial. La suba de las tasas de interés de corto plazo, junto con la volatilidad cambiaria, encarece el crédito para financiar la retención de granos y las importaciones. Y modera la liquidez.
- En nuestro Analytico anterior (#575) planteamos que faltaban detalles y precisiones respecto de cómo el Banco Central absorbería los pesos excedentes. Si bien aún no se explicitó un plan, se percibe un cambio de enfoque en la autoridad monetaria, que está comenzando a tomar decisiones considerando un nivel óptimo de liquidez.
- Por caso, el vicepresidente segundo del Banco Central publicó un *twit*¹ con un seguimiento del comportamiento de los agregados monetarios, donde refleja que crecieron como el PIB real entre mayo y julio, pero cayeron en agosto y septiembre.

EL EXCESO DE LIQUIDEZ

En pesos constantes



Fuente: Analytica en base a BCRA

¹ <https://twitter.com/jorgecarreraok/status/1314197693908971523?s=08>

- Por su parte, el Tesoro también comenzó a actuar buscando reducir el exceso de liquidez. En la semana licitó bonos dólar linked, absorbiendo \$136.105 millones y revertiendo su política de desdolarizar la deuda pública. Una señal fuerte de que este equipo económico no quiere devaluar. El costo de dicho endeudamiento estará definido por la tasa de devaluación. Cada punto porcentual que devalúe se traduce en \$1.360 millones adicionales que deberá pagar el Tesoro. Para contextualizar, una devaluación del 10% equivale a una AUH mensual.
-
- A su vez, en su última emisión de Letras (8 de octubre) a 1 y 4 meses, Economía convalidó tasas del 28,5% y 33,5%, respectivamente. De esa forma, acompañó el aumento en la tasa de los pases del BCRA y dio muestras de una mayor coordinación entre ambas reparticiones.
-
- ¿Qué es lo que está faltando en la política monetaria? Los órdenes de magnitud no alcanzan para revertir las expectativas de devaluación, porque se está optando por dosis homeopáticas ante la gravedad de la crisis. El aumento de la tasa de interés debería ser mayor, a nuestro juicio, y debería complementarse, como sostenemos desde agosto, con intervenciones en el mercado bursátil que amedrenten las expectativas devaluatorias que generan demanda de cobertura contra el tipo de cambio.
-
- También falta comunicación, para que el mercado entienda qué se está haciendo y pueda seguir la lectura del Banco Central sobre la dinámica de la expansión de dinero, el financiamiento al Tesoro, las perspectivas de la actividad económica y las expectativas sobre la inflación y el tipo de cambio.
-
- El tipo de cambio en los niveles actuales no justifican una devaluación de shock, pero el excedente de liquidez afecta las expectativas. El camino hasta ahora elegido es el correcto: control de agregados e incidencia sobre la tasa de interés, pero falta intensidad en las políticas. La brecha cambiaria y la pérdida de reservas lo dicen todos los días. Administrar las políticas públicas en situaciones extremas como una pandemia requiere respuestas extremas y comunicación clara. La profundidad de la crisis parece exigir, a esta altura, más que meros cambios de figuras. Todo indica que la gestión Fernández deberá encontrar acuerdos políticos y sociales básicos más integrales, a la manera de los alcanzados en 2002.