N° 579 – 01/11/2020

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

CIERTO ALIVIO, PERO LOS PESOS SIGUEN BUSCANDO REFUGIO

En octubre el Tesoro cambió su estrategia de financiamiento y tomó $266.000 millones del mercado a través de bonos atados a la evolución del dólar. Aprovechó la necesidad de las familias y empresas de cubrirse frente a las expectativas de devaluación para financiarse sin recurrir a la emisión monetaria. A su vez, el BCRA y la ANSES operaron en el mercado del contado con liquidación (CCL). En la última semana se logró el objetivo de reducir la brecha entre el dólar oficial y el CCL, que pasó de 132% a 94%. Pero los indicadores monetarios y financieros aún muestran inconsistencias que, de no corregirse, perpetuarán la brecha por encima de niveles sostenibles para un normal funcionamiento económico.

- En octubre la brecha cambiaria se instaló durante un par de semanas por encima del 100%, un nivel sólo alcanzado en episodios traumáticos de la historia económica de nuestro país. Por caso, desde el regreso de la democracia sólo sucedió en julio de 1989 y duró un mes. Esta vez fueron 19 días, entre el 9 y el 27 de octubre.

- Mientras la actividad económica acumula una caída de 13% a agosto y el tipo de cambio real multilateral se ubica en niveles de 2010, es evidente que la escasez de dólares y la consecuente brecha se explican por el canal financiero y no por la dinámica de la economía real. Por caso, el superávit comercial acumulado a setiembre es de USD 11.560 M, 22% mayor que el de un año atrás.

- Los sectores menos perjudicados por la caída del nivel de actividad durante la pandemia mantuvieron su nivel de ingresos, pero aumentaron su preferencia por la liquidez, en un contexto de una política monetaria expansiva del BCRA que mantuvo las tasas de interés por debajo de la inflación. En el momento en que las empresas y las familias decidieron reducir su liquidez demandaron más dólares en todas las ventanillas a disposición (importaciones, dólar ahorro, CCL, *blue*, etc.). Y como la demanda superó la oferta, la brecha cambiaria se disparó.

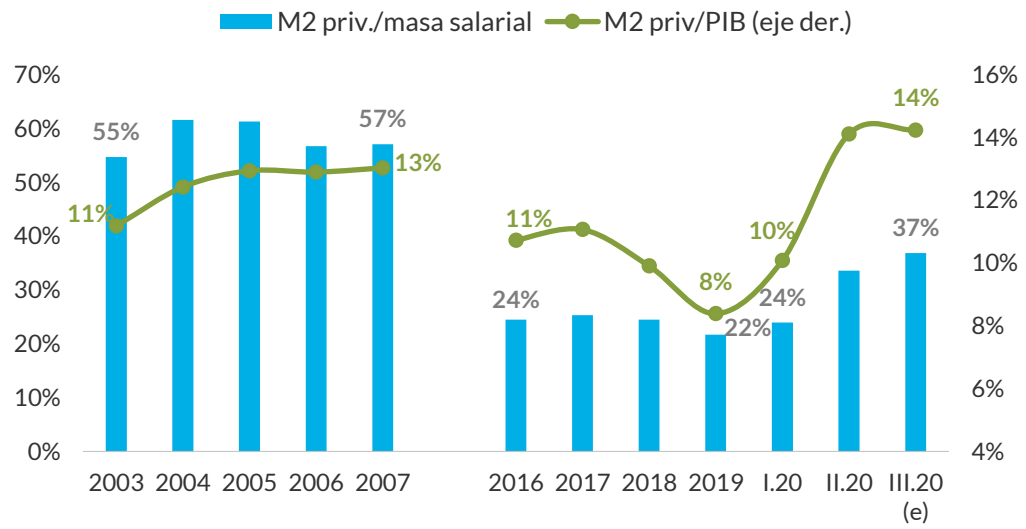
MÁS LIQUIDEZ E INCENTIVOS PARA DOLARIZARSE

- Como respuesta al impacto del Covid-19 el gobierno volcó $1,04 billones de gasto público hasta agosto, con un aumento real del 17% respecto de 2019 (+4% del PIB). El financiamiento integral de este aumento extraordinario del gasto, ante la caída en la recaudación por la contracción de la actividad y los vencimientos de deuda en pesos, provino de transferencias del BCRA al Tesoro por $1,7 billones.

- En paralelo, para moderar la violenta recesión, el Central mantuvo una política de tasas de interés reales negativas (20 puntos por debajo de la inflación esperada), garantizando crédito barato a los sectores en dificultades. Pero a medida que crecía la tasa esperada de devaluación, esta política también incentivó a las empresas a endeudarse en pesos para adelantar importaciones. Como resultado, el crédito comercial creció 52% en términos reales a octubre.

- Este exceso de liquidez en manos de las empresas puede estimarse a partir de la diferencia entre los medios de pago privados (M2 privado) y la masa salarial, medida como la suma de los salarios percibidos. De este modo, en 2007, año con un PIB similar al actual y sin brecha cambiaria, la liquidez del sector privado respecto de la masa salarial era de 57%, mientras que hoy se ubica en 37%, veinte puntos menos. Por lo tanto, la expansión del dinero (+6% del PIB en un año) en un contexto de contracción de la masa salarial (-$ 500.000 millones), resultado del aumento del desempleo y las suspensiones, está en poder de las empresas, no de las familias que mayoritariamente consumen. Muchos pesos en las tesorerías buscando refugio es parte del problema…

EL EXCESO DE PESOS ESTÁ EN LAS EMPRESAS



Fuente: Analytica en base a BCRA e INDEC.
Nota: para el periodo 2008-2015 no hay datos oficiales de la Cuenta Generación del Ingreso.

- En los primeros meses de cuarentena, el exceso de liquidez no impactó del todo en el mercado cambiario dado que la menor movilidad redujo la velocidad de circulación del dinero. Pero a partir de mayo, con la recuperación parcial de la actividad, esa tendencia se revirtió. Aumentó la inflación, de 1,8% promedio mensual en el segundo trimestre a 2,5% en el tercero. Y también la brecha cambiaria, que en abril se ubicaba en 60% y ya había crecido a 75% en agosto. Es claro que el salto se dio por la mayor incertidumbre asociada a la renegociación de la deuda; de hecho, luego del exitoso cierre del canje, la brecha nuevamente bajó al 60%. Desde entonces, la percepción de ausencia de rumbo económico, la profundización de las restricciones a la demanda de dólares y los desequilibrios monetarios acumulados hicieron que la brecha volviera a crecer hasta perforar el 100%.

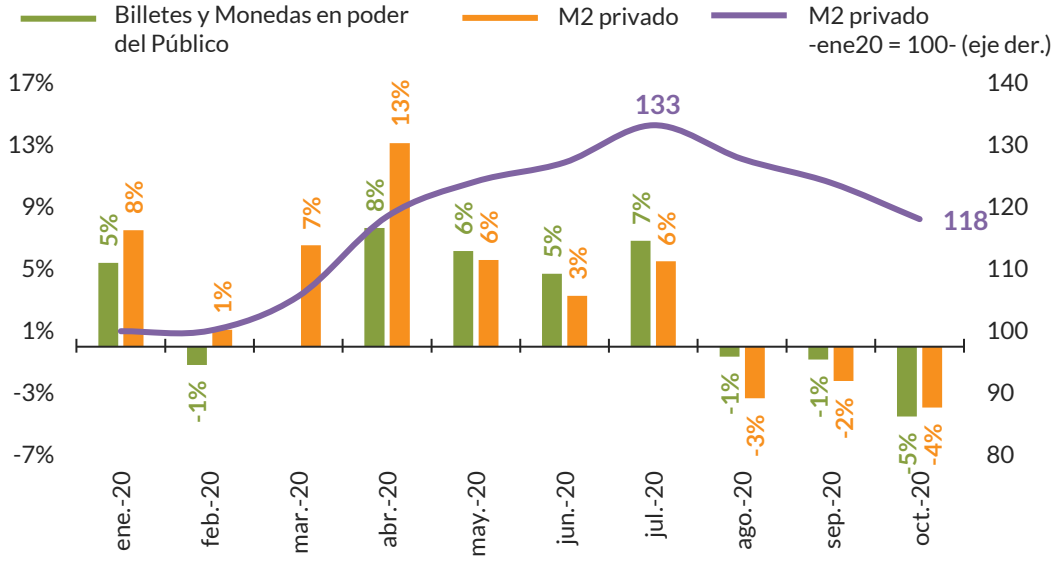
- Como resultado, 70% de la pérdida de reservas del BCRA en el año (usd 4.100 millones) se produjo entre agosto y octubre.

EL BCRA CAMBIA DE OBJETIVO

- Desde agosto, el Central muestra una tímida reacción y, como mencionamos en el Analytico N° 576, congeló la base monetaria estableciendo un objetivo de agregados. Sin embargo, no logra frenar la caída en las reservas. Su respuesta en las últimas semanas fue elevar en 11 puntos la tasa de interés de los pases pasivos, hasta 30%, y acelerar el ritmo de absorción de agregados monetarios.

UNA SILENCIOSA CONTRACCIÓN MONETARIA

-variación mensual y nivel-



Fuente: Analytica en base a BCRA e INDEC

- El Tesoro comenzó a jugar en tándem con el BCRA y en octubre, mediante dos bonos dólar-linked se endeudó con el sector privado por $266.000 millones, un 7% del M2 privado. De esa forma redujo la necesidad de emisión monetaria y el consecuente aumento de la liquidez. A su vez, colocó Letras de Descuento (LEDES) a dos meses al 35% convalidando la política de tasas bajas del BCRA.

- La estrategia de Guzmán técnicamente no absorbe liquidez, porque no cambia la cantidad de pesos en la economía, pero sí los redistribuye. Esto es, retira el excedente de las empresas y los fondos de inversión y mediante gasto público inyecta liquidez en sectores que no tienen capacidad de comprar divisas[1]. A su vez, como la demanda de bienes y servicios se encuentra deprimida hay margen para crecer sin presionar sobre las reservas vía aumento de importaciones. En efecto la redistribución de pesos está disminuyendo la presión sobre el *blue*, CCL y MEP.

- La tímida respuesta del BCRA y las medidas adoptadas por Economía dieron resultado la última semana: la brecha se redujo 38 puntos, desde el pico de 132% hasta 94%. Un paso que va en la dirección correcta, pero que sigue lejos de quebrar definitivamente las expectativas de una devaluación. La situación demanda medidas más agresivas. El gradualismo no se corresponde con la dimensión de la crisis.

[1] Si bien luego se prohibió que los beneficiarios del IFE accedieran al mercado cambiario, en escala no se trata de sectores de relevancia en el mercado cambiario, todavía menos con este nivel de cepo cambiario.

- Hasta fin de año el Tesoro enfrenta vencimientos en pesos por $900.000 millones. En base a la estrategia desplegada hasta ahora, proyectamos que colocará nueva deuda por $400.000 millones, en tanto los $500.000 millones restantes los financiará con emisión monetaria. Para que la base permanezca constante, el Central se verá obligado a incrementar el stock de Leliq y Pases en un 20%.

- Si logra esterilizar el aumento de la emisión durante noviembre y diciembre, aún existirá un sobrante de pesos del orden de 1,5% del PBI, $500.000 millones en cuentas a la vista y billetes en manos del sector privado y $250.000 millones en la base monetaria[2]. Suficientes pesos como para mantener la presión sobre el tipo de cambio y la brecha cambiaria en niveles superiores al 70%.

- Una opción es que el Tesoro salga a colocar deuda por $800.000 millones y continuar con la lógica de devolverle adelantos al Central, achicando así la base monetaria. Esta importante señal de coordinación con la lógica de contraer agregados del BCRA llegó esta semana, cuando comunicó que cancelará $125.000 millones (un 35% del sobrante estimado) con la autoridad monetaria. La pregunta es si el mercado está dispuesto a seguir financiando al Tesoro. El atractivo de los bonos dólar-linked seguirá estando presente, pero una emisión de estas características triplicaría el volumen emitido hasta ahora con este tipo de instrumentos.

- Más allá de la colocación de nueva deuda por parte del Tesoro, el Central también puede aumentar las tasas para los pasivos remunerados (Leliq y Pases), secando la liquidez principalmente de los bancos, aseguradoras y fondos comunes de inversión. El objetivo sería llevar la tasa de pases a 7 días al 40-45%, absorbiendo el exceso de pesos y finalizando con el proceso de "armonización" de tasas iniciado este mes. Así, finalmente se ubicarían por encima de la inflación esperada y de la tasa de devaluación. En contrapartida, se encarecerá el financiamiento para las empresas. Pero sin dudas es más costoso para el sector privado funcionar con brechas del 100% y expectativas sostenidas de devaluación. En todo caso, el aumento del costo de financiamiento sobre las PyMes puede compensarse mediante políticas de crédito dirigido.

- En adelante, el gobierno intentará principalmente reducir el exceso de liquidez tomando deuda. Algo que ya hizo saber cuándo planteó modificar la forma de financiarse en 2021 pasando de 60% emisión y 40% financiamiento por mercado a 45% y 55% respectivamente. No creemos que sea suficiente, y por lo tanto estimamos un encarecimiento en el costo de financiamiento del sector privado en los próximos meses mientras la brecha se mantiene elevada.

[2] El cálculo surge de la estimación de la demanda de dinero en función del PIB y el multiplicador de la base monetaria. Además, se tiene en cuenta que luego de la colocación de bonos atados al dólar del martes pasado, el Tesoro realizó una cancelación anticipada de Adelantos Transitorios al Banco Central por $100.000 millones.