

SUBE LA DEMANDA DE PESOS Y SE ENDURECE EL BCRA

Las crisis argentinas siempre se tornan más complejas durante el último mes del año. Y 2020 no es la excepción. A un latente aumento de la conflictividad social, en este diciembre hay que sumar que la brecha cambiaria, aunque controlada, sigue siendo el factor más relevante de desestabilización macroeconómica. El cierre del año, con todo, es un momento donde aumenta estacionalmente la demanda de pesos de las empresas y, en consecuencia, tienden a disminuir las presiones sobre el dólar. Dentro de este contexto, el Banco Central comunicó el inicio de una fase de endurecimiento de su política monetaria a través de un mayor control de los agregados monetarios. Así, la “tranquilidad cambiaria” duraría algunas semanas más, pero hacia febrero la demanda de pesos podría volver a revertirse si las condiciones básicas no cambian.

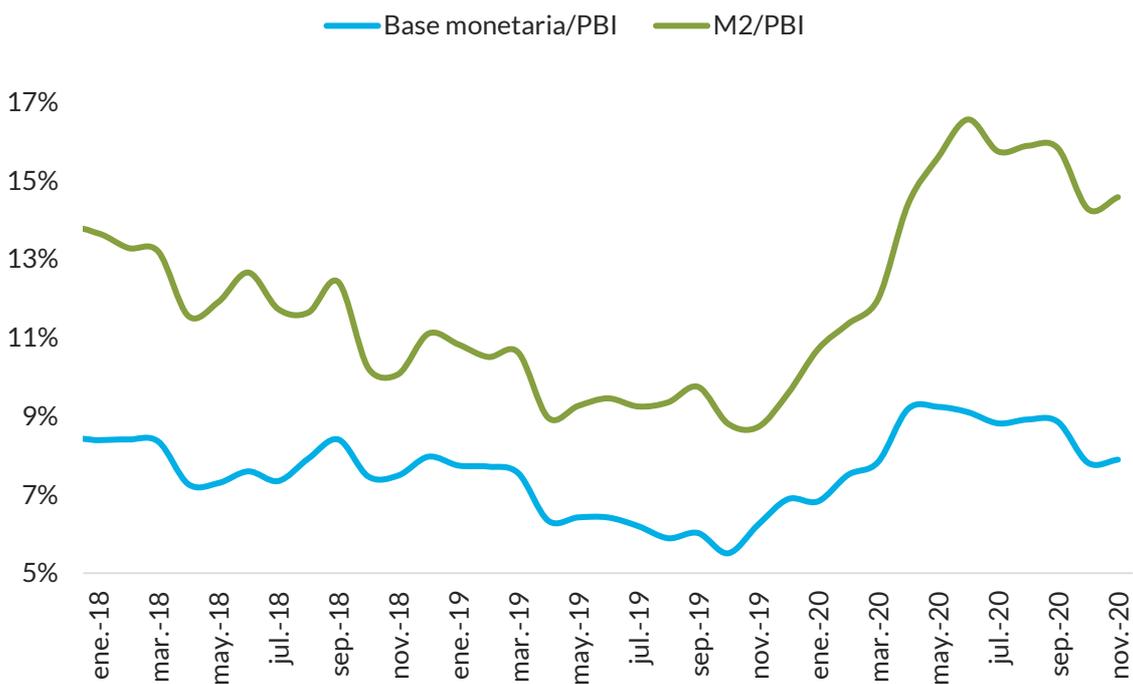
- Noviembre encendió una luz de alarma. La recaudación de impuestos en términos reales cayó 2,7% respecto de octubre. Y el IVA, el componente principal de los ingresos tributarios e indicador directo del nivel de actividad, registró la primera caída mensual desde abril. Si bien para diciembre proyectamos una recuperación, principalmente por el repunte estacional del consumo, se abre un interrogante respecto de la sostenibilidad del programa financiero del gobierno para el próximo año.
- En el Presupuesto 2021, el gobierno estima que la recaudación aportará un 1% del PIB más en comparación con 2020. Principalmente por una baja base de comparación, a noviembre los ingresos tributarios acumulan una caída real del 8% en el año. En consecuencia, las arcas públicas perdieron más de un billón y medio de pesos de ingresos.
- El Covid-19 profundizó una crisis que ya existía. La merma en los ingresos comenzó en el primer trimestre, con una caída real del 6% respecto de un año atrás. El aislamiento llevó a una caída de 20% durante los siguientes tres meses, y a partir de la segunda mitad del año, la mayor movilidad morigeró la pérdida de ingresos a un promedio mensual del 2%.
- La obvia consecuencia de la caída de la recaudación fue el aumento de la emisión monetaria para financiar el incremento del gasto público generado por la asistencia pública en la pandemia, que -errores del Central mediante- fueron elevando la brecha hasta niveles complicados. Desde octubre, el mayor control de la política económica del ministro Guzmán llevó a reducir la emisión por la vía de un aumento de las colocaciones de deuda en pesos. Si bien diciembre comenzó con el pie derecho, donde Economía logró refinanciar sus vencimientos y captar \$17.400 millones extra en el mercado, en las próximas tres licitaciones, los días 15, 18 y 28, deberá conseguir al menos \$367.000 millones sólo para hacer frente a los

vencimientos. Esto significa que en estas semanas el mercado tendrá que financiar al gobierno por un monto igual al que acumuló en todo el segundo trimestre. Todo un desafío.

LOS AGREGADOS MONETARIOS COMO OBJETIVO

- La bienvenida decisión de reducir el exceso de liquidez (ver Analytico #579) presumiblemente llega tarde. Ya en junio, el M2 (efectivo y depósitos a la vista) alcanzó máximos históricos, del 17% del PBI. Recién en octubre, y sin comunicarlo explícitamente (ver Analytico #576), tanto el BCRA como el Ministerio de Economía, empezaron a mostrar un cambio de enfoque.
- La señal más importante se dio en noviembre, cuando en su último informe de política monetaria¹ el BCRA explicitó que comienza a endurecer la política monetaria con el objetivo de evitar que la demanda de dinero estacionalmente alta de diciembre provoque un nuevo salto en la brecha cambiaria. Para ese objetivo, reduciría el circulante un 1% entre el tercer y cuarto trimestre, llevando el stock de billetes y los depósitos a la vista nuevamente a valores normales del 14% del PBI.

EL BCRA ACTIVÓ LA ASPIRADORA DE PESOS



Fuente: Analytica en base a INDEC y BCRA.

¹ Informe de Política Monetaria, nov 2020, <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM1120.pdf>

- A su vez, mantendría la base monetaria (circulante más encajes) en un nivel constante de 8% del PBI. Esta es otra señal que va en línea con el endurecimiento de la política monetaria. Cabe señalar que entre 2004 y 2019, en el 70% de los casos en diciembre la base monetaria aumentó casi 1% del PBI.
-

- Ahora bien, para lograr ambos objetivos el BCRA necesita llevar de forma sostenida la base monetaria a \$2,6 billones y el M2 a \$4,6 billones. La diferencia entre ambos agregados está explicada por la expansión secundaria de dinero, que se regula a través de los encajes. Si no se modifican, el nivel de M2 no puede mantenerse por debajo de \$4,7 billones. Los encajes, hoy en torno al 30-35%, deben aumentar cerca de 3 puntos porcentuales. Por cada punto, el M2 cae en \$45 MM sin necesidad de modificar la base monetaria.
-

- Teniendo en cuenta que las cuentas públicas son altamente deficitarias en diciembre, es probable que el BCRA vaya a un esquema de encajes remunerados por títulos públicos. Esto le permitiría obtener tres beneficios: i) reducir la emisión de pesos para financiar al Tesoro ya que aumenta la demanda de títulos públicos por cuestiones normativas, ii) mejorar los balances de los bancos ya que son encajes que se remuneran, iii) hacer más efectivos los mecanismos de transmisión de política monetaria ya que ahora la tasa de plazos fijos podría ser más elevada para el mismo nivel de tasa de referencia que determina el Central.
-

- La política de reducción de agregados monetarios explica en parte la pasividad de las autoridades en el manejo de las tasas de política monetaria en un contexto donde la inflación se acelera. ¿Pero es suficiente para llevar la brecha cambiaria a valores por debajo del 80%? Creemos que no.
-

- Aún persisten incentivos para volcar los pesos excedentes en activos dolarizados. Hace falta profundizar la así llamada por el equipo económico “*armonización de las tasas de interés*”. Si Guzmán continúa con un objetivo de tipo de cambio real ubicado en los niveles de diciembre de 2019, con la inflación aumentando al 4% mensual, el mercado descuenta una tasa anualizada de devaluación en torno al 48%. En tanto, las tasas activas de corto plazo, por caso, los giros en descubierto, se ubican en 33%.
-

- Así las cosas, no están dadas las condiciones para que la brecha muestre una caída significativa. De este modo, se condicionan las posibilidades de recuperación en 2021. Mientras el dólar financiero cotice por encima del 60% respecto del oficial, seguirá habiendo pérdida de reservas internacionales y la inversión no va a recuperarse del piso histórico al que llegó durante el segundo trimestre, de 12,5% del PIB. El gobierno aún tiene herramientas no utilizadas a disposición; a nivel agregado aún falta conocer cuál es su plan económico. Por ahora, sólo da a conocer medidas puntuales que muchas veces se contradicen entre sí.