

## LA MACRO EXIGE INCENTIVOS MÁS ALINEADOS

Desde octubre, forzado por una brecha cambiaria que desequilibró aún más la dinámica de la actividad, el equipo económico cambió su estrategia. Por un lado, reemplazó en parte la emisión monetaria por financiamiento de mercado, principalmente dollar-linked. A la par, redujo el gasto público, eliminando el IFE y el ATP. Finalmente, aumentó la tasa de interés de referencia. En consecuencia, y también gracias a factores estacionales, el año termina con el dólar paralelo estable, aunque aún en un nivel elevado, y con las reservas internacionales dejando de caer. Sin embargo, si el gobierno no profundiza la corrección de los desequilibrios que desencadenaron la crisis cambiaria meses atrás, difícilmente pueda iniciar un proceso de estabilización económica.

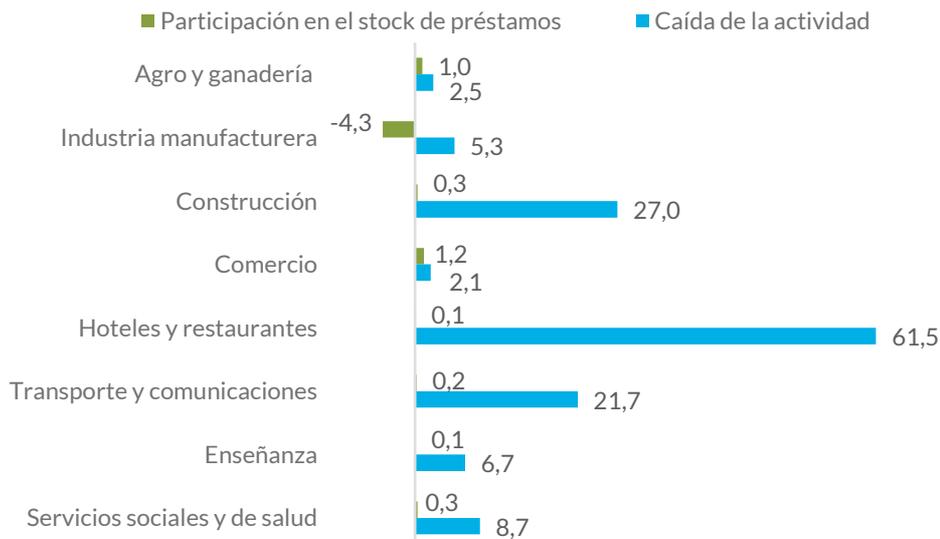
- Después de cuatro meses consecutivos de caída, diciembre va mostrar un leve aumento en las reservas internacionales. Durante las tres primeras semanas se incrementaron en usd 180 millones y proyectamos que el saldo en las próximas dos continuará siendo positivo. Es evidente que eso no modifica la frágil situación externa que enfrenta el país desde 2019, en los últimos dos años se perdieron el 40% de las reservas, hoy en USD 38.500 millones.
- El BCRA pudo hacerse de dólares principalmente porque aprovechó el aumento estacional de la demanda de pesos en diciembre, efecto que reforzó endureciendo la política monetaria (ver [Analytico #584](#)). Sin embargo, aún están dadas las condiciones para que durante el primer trimestre de 2021 la presión sobre el dólar recrudezca.
- La tasa de interés de referencia para el financiamiento de las empresas, adelantos en cuenta corriente, sigue siendo negativa en términos reales. Hoy se ubica en -11%, lejos del pico que alcanzó en septiembre, -20%, pero lo suficientemente alta para que las empresas tengan el estímulo a endeudarse a bajo costo en pesos para comprar dólares mediante importaciones o el mercado financiero (CCL-MEP). Ante la aceleración que muestra la inflación, las firmas tienen aún más incentivos. Porque como el equipo económico tiene un target de tipo de cambio real, crece la expectativa de una mayor tasa de devaluación.
- El gobierno no tiene margen para sostener, al igual que en 2020, esquemas que desequilibren el mercado de cambios. Durante este año, bajas tasas de interés combinadas con expectativas de un salto en la depreciación del peso, financiaron a muy bajo costo tanto aumentos en las importaciones por encima del nivel de la actividad económica como demoras en la liquidación de exportaciones. Por caso, a octubre los pagos por importaciones de bienes aumentaron en usd 6.400 millones respecto a un año atrás, mientras el nivel de actividad cayó 11%.

## FALTA SINTONIA FINA EN EL CRÉDITO

- Para revertir esa situación el Banco Central, a fines de mayo, condicionó el acceso de los importadores al mercado de cambios. El efecto inmediato fue que el pago diferido de importaciones cayó en USD 1.000 millones en junio. Sin embargo, en julio volvió al nivel anterior. Algunos incentivos son más fuertes que otros.
- Sin embargo, recién en octubre cuando la brecha cambiaria llegó al 132% el equipo económico decidió aumentar las tasas de interés para quitar presión sobre el tipo de cambio. Comprendió que un dólar paralelo sin techo es mucho más contractivo para la economía que aumentar el costo del financiamiento. Hoy la tasa de referencia de la política monetaria (pases a 7 días) se encuentra en 36,5%, 3,5 puntos porcentuales más que hace dos meses.
- La decisión de mantener tasas reales negativas durante la etapa más crítica de la crisis era lógica. El salto en el financiamiento comercial muestra la necesidad que tenían las empresas de financiar su capital de trabajo ya que su facturación pasaba en muchos casos a ser nula. Pero a medida que las restricciones a la circulación disminuían y se recuperaba el nivel de actividad, las tasas deberían haber aumentado y el crédito barato haber sido dirigido únicamente hacia los sectores más castigados por la pandemia.
- Durante el primer trimestre, los préstamos comerciales (adelantos en cuenta corriente + documentos a sola firma y descontados) crecían, descontando la inflación, al 1% mensual. El descalabro financiero que causó la pandemia hizo que dieran un salto al 12% entre abril y junio. Sin embargo, a medida que las restricciones a la circulación disminuyeron y el nivel de actividad empezó a recuperarse, los préstamos a las empresas volvieron al 1% mensual de crecimiento en el tercer trimestre, comenzando a caer en el mismo porcentaje durante octubre y noviembre.

### UNA DISTRIBUCIÓN INEFICIENTE DEL CRÉDITO

-tercer trimestre 2020, variación interanual-



Fuente: Analytica en base a BCRA e INDEC

- Al mismo tiempo, si se analiza la apropiación del financiamiento por parte las distintas actividades, vemos que no creció más en aquellas donde la recesión fue más fuerte. Al tercer trimestre, la participación del agro y ganadería aumentó en un punto porcentual, y si bien su producción cayó 2,5%, junto a comercio y, electricidad, gas y agua, está entre los sectores menos afectados.
- 
- Así las cosas, la caída en las necesidades de financiamiento de las empresas, producto de la recuperación del nivel de actividad, y el bajo crecimiento en el stock de préstamos de los sectores más afectados por la pandemia, permiten que el BCRA tenga más margen para aumentar las tasas de interés.
- 
- La oferta se encamina a volver a niveles pre-pandemia en los próximos meses. Y garantizar tasas de interés reales negativas genera más perjuicios que beneficios al conjunto. Hoy el problema es de demanda; la inversión sigue sin recuperarse a pesar del costo del financiamiento y, los bajos niveles de salario y empleo no permiten que el consumo traccione. En consecuencia, si no se reduce la brecha cambiaria y se delinea un programa creíble de reducción de la inflación solo podemos esperar para 2021 un crecimiento basado en el arrastre estadístico.