

03 de julio de 2020

Los desafíos monetarios

La pandemia arrasó con las finanzas públicas de los Estados Soberanos, tanto en las economías desarrolladas como emergentes. La brusca caída en el nivel de actividad provocó un desplome en la recaudación impositiva. Al mismo tiempo observamos grandes paquetes de ayuda fiscal para los ciudadanos y las empresas con su correlato en el incremento del gasto público.

Esta dinámica se repite en todos los países afectados por la pandemia. En general, los paquetes contracíclicos son más grandes, en términos del producto, en las economías desarrolladas. Nuestro país muestra una dinámica similar al resto de las economías emergentes. De hecho, la ayuda y el agujero fiscal en términos del PBI son menores al promedio, por lo menos hasta el momento, pero obviamente dependerá de la evolución de las medidas de aislamiento en cada país. Si bien la dinámica fiscal es similar para las economías emergentes, nuestro país tiene algunas particularidades no deseables.

Estas particularidades son producto de mala praxis macroeconómica por décadas. El Presidente en ejercicio podría argumentar con cierta validez que son problemas heredados y además le tocó lidiar con la peor crisis internacional en casi un siglo. Tres reflexiones. En primer lugar, una gran frase dice (algunos la adjudican a la Canciller Alemana, otros a un politólogo colombiano, poco importa):

"Los presidentes no heredan problemas. Se supone que los conocen de antemano, por eso se hace elegir para gobernar con el propósito de corregir esos problemas. Culpar a los predecesores es una salida fácil y mediocre"

En segundo lugar, gran parte de los problemas actuales de la economía argentina se gestaron con la política económica en 2007-2015, justamente bajo el liderazgo de su socia política. En tercer lugar, en más de un semestre de gobierno no han tomado medidas que parezcan atacar estas particularidades de nuestra economía, más bien todo lo contrario.

La economía argentina tiene algunas particularidades, íntegramente conectadas, que la diferencian de otras económicas emergentes. En

primer lugar, al estar excluida del mercado internacional de deuda, no puede recurrir al crédito para llevar a cabo políticas contracíclicas. Muchos emergentes, incluidos nuestros vecinos, han colocado deuda a tasas muy bajas en dólares en las últimas semanas aprovechando la liquidez global (sólo a modo de ejemplo, Uruguay emitió al 2.48% a 10 años con un libro que fue 7.5 veces mayor al monto que tomó).

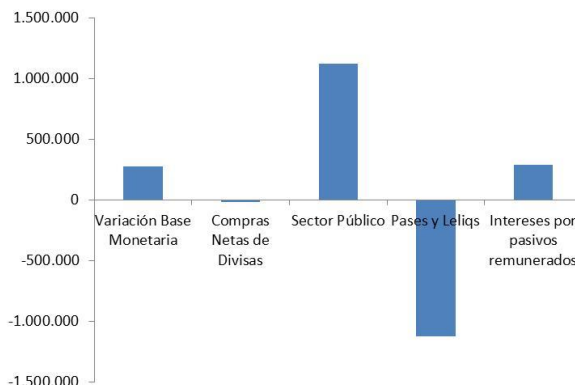
En segundo lugar, nuestro país tiene un mercado de capitales muy débil que no le permiten al sector público ni al privado contar con el necesario fondeo doméstico. Brasil, por ejemplo, puede financiar la mayor parte de sus necesidades financieras en el mercado local. Las últimas regulaciones de estos meses no hacen más que dañar y achicar aún más el mercado de capitales doméstico. En los últimos meses, la secretaria de finanzas viene trabajando para normalizar el fondeo en moneda doméstica de forma satisfactoria. Sin embargo, en lo que va del año, las emisiones en el mercado local en pesos fueron menores a los vencimientos, con lo cual el fondeo neto fue negativo, cubriendo dichos pagos con emisión monetaria.

Por último, en los últimos doce años terminamos de destruir nuestra moneda. Esto le marca claros límites a la emisión monetaria como herramienta transitoria de fondeo. Dicho en otras palabras, el financiamiento monetario del déficit tiene consecuencias indeseadas, su utilización es muy nociva en relación a lo que pasa en otras economías emergentes, incluso en este contexto. En este *Resumen* nos dedicaremos a detallar algunos datos en relación a este punto.

El déficit primario del Tesoro rondará el primer semestre los \$800.000 millones¹. Este déficit, se explica aproximadamente en partes iguales por la caída en la recaudación debido a la recesión y por las medidas de alivio implementadas por el Gobierno. Además, como mencionamos, si bien en los últimos meses el roleo de la deuda en pesos se fue normalizando, el gobierno no logró rolear todos los vencimientos del semestre en moneda local. Con lo cual, ante la falta de crédito externo, el gran bache de pesos fue cubierto con emisión. La

¹ Fe de erratas en el *Resumen* de la semana pasada hablamos de un déficit de \$650.000 millones, dicho importe hacía referencia a los 5 meses acumulados al mes de mayo.

asistencia de pesos al Tesoro por parte de BCRA superó los \$1.100.000 millones el primer semestre. En el mes de marzo, el BCRA intentó desarmar el mercado de leliqs para bajar la tasa y al mismo tiempo se vio obligado a emitir fuertemente para financiar al fisco. Esta brutal inyección de liquidez al mercado rápidamente disparó el dólar libre. El BCRA tomó nota y corrigió el rumbo. De hecho, está siendo prudente dentro de los pocos márgenes de acción que tiene. De la emisión fiscal, esterilizó prácticamente todo vía pasivos y leliqs.



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

Por el momento estamos viendo al sector público como una inmensa aspiradora de pesos y un BCRA que viene controlando la base monetaria con operaciones de esterilización. Gran parte de este fenómeno se explica por la pandemia. La cuarentena derrumbó la velocidad de circulación del dinero provocando un brutal crecimiento de los depósitos a la vista. La gente y las empresas acumularon pesos por motivos precautorios. Por otro parte, la inmensa contracción de la actividad provocó un estancamiento de los préstamos en términos reales. Mientras los depósitos a la vista del sector privado crecieron por encima del 60% en sólo 6 meses, los préstamos lo hicieron al 20%. Estos grandes saldos de liquidez en las entidades financieras le facilitaron al BCRA la gran esterilización.

Sin embargo, el BCRA tendrá un segundo semestre muy exigente. Seguirá financiando al Tesoro para cubrir el déficit de pesos, por un monto que dependerá de la cuarentena. Por otro lado, tendrá que emitir para pagar los intereses de las leliqs y los pasivos. Con lo cual, tendremos un crecimiento muy importante de los pasivos monetarios. Este crecimiento de la emisión y de los pasivos del Banco Central contra una posición muy débil de reservas erosiona fuertemente su posición patrimonial. Como se nota en el siguiente gráfico, tomado

prestado de un colega, la posición de reservas contra pasivos del BCRA se debilitó fuertemente los últimos meses. Esta catarata de pesos emitidos sumado a la caída de reservas, no hacen más que alimentar las expectativas de devaluación. Mayores expectativas de devaluación alimentan aún más la brecha y provocan mayor faltante de dólares de caja.

En el cuadro se ve claramente la dinámica. Cuando los pasivos del BCRA (base monetaria más leliqs/lebac y pasivos) crecen como proporción de las reservas, la posterior corrección se da vía una devaluación del oficial. Muchos pesos contra pocas reservas más presión sobre el dólar. El super cepo puede retrasar esta corrección, pero tarde o temprano se produce. El cepo desvía la presión sobre los dólares libres (MEP/CCL/blue), se amplía la brecha y desaparecen los dólares de caja. El faltante de dólares de caja presiona sobre el oficial. El mecanismo de corrección es más indirecto pero llega al final del día.

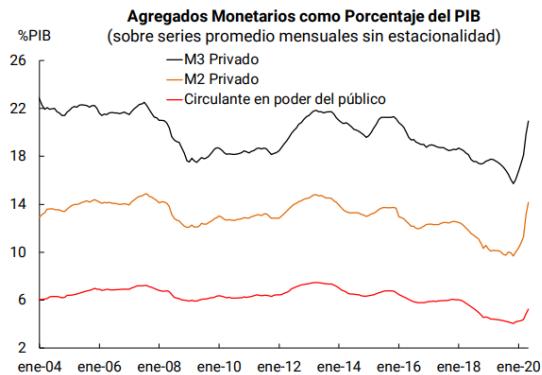
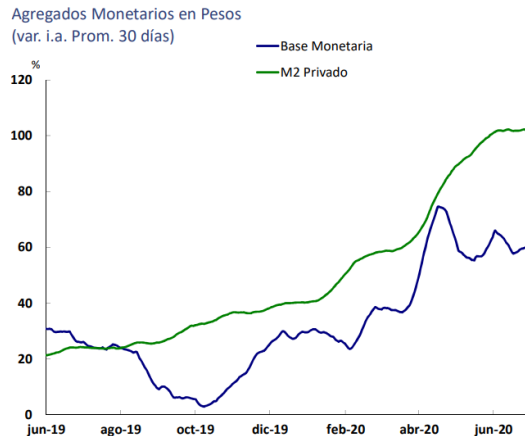


Fuente: @animalspirit

Hasta el momento, el BCRA intenta amortiguar eso con esquema de devaluaciones semifijas del tipo de cambio oficial. Este camino es correcto, dado que intenta amortiguar el efecto de la emisión y la inercia de precios en el atraso cambiario. Sin embargo, dada la brutal emisión requerida por el fisco, el tipo de cambio seguirá bajo presión.

Algo de tiempo el BCRA ganó por la fuerte contracción monetaria hecha por la gestión de Sandleris. Como se pueden ver en los gráficos a continuación, los agregados monetarios vienen creciendo a toda marcha en los últimos meses. Pero medidos contra el PBI, está retornando a los niveles

anteriores al 2018, previos a la política muy contractiva del BCRA del periodo 2018/2019.



Fuente: Publicaciones BCRA.

En el esquema macroeconómico actual, un salto del tipo de cambio parece el escenario más probable. Emisión fiscal, default y brecha cambiaria no le permiten al BCRA juntar reservas a pesar del cepo y de una inédita recesión que desploma las importaciones. Un salto cambiario desde los niveles de pobreza actuales creo que nos llevaría a la ruina como sociedad.

Sin embargo, como venimos mencionando, un cambio fuerte en las expectativas todavía puede evitar que se produzca un salto en el tipo de cambio. Señales en la dirección correcta son necesarias de forma urgente para bajar los niveles de incertidumbre. Cerrar un acuerdo con los acreedores que consiga aire financiero es la primera señal. Salir del default sería más que bienvenido para que las empresas y las provincias normalicen su situación financiera en los próximos meses.

Pero el canje es condición necesaria pero no suficiente. Urge la necesidad de ver un programa económico serio y pragmático para la postpandemia. El Presidente todavía está a tiempo

de poner otra agenda económica para la postpandemia. Las señales y las expectativas son claves para contener la brecha. De elegir este camino, el BCRA podrá seguir moviendo el tipo de cambio de forma pausada.

Con este rumbo, default, sin programa monetario ni fiscal, con señales contradictorias contra la seguridad jurídica, con burdas y torpes regulaciones que complican la operatoria del dólar libre formal (MEP Y CCL) para incentivar el dólar blue, lo único que conseguirá es una brecha cambiaria insoportable bajo la cual ningún esquema económico podrá funcionar. Lo que llevará, más tarde o más temprano, a ver otra devaluación del oficial y experimentar niveles de pobreza no advertidos en nuestra historia.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar