

SOLUCIÓN DE FONDO

Ante la necesidad de algún cambio en el frente cambiario, el BCRA sorprendió el pasado 15-sep con medidas que apuntan a restringir más el acceso al MULC (principalmente al dólar ahorro y a los pagos de vencimientos de deuda). Así, se siguió apostando por la contención de la demanda, lo cual incrementa la brecha y espanta más aún a la oferta de dólares, manteniendo su drenaje.

Ante esta situación, quince días después los Ministerios de Economía y Producción anunciaron reducciones en derechos de exportación con el fin de estimular la oferta de dólares comerciales. Al mismo tiempo, el BCRA dispuso una suba de la tasa de pasés (que una semana después complementó con otra suba y una reducción de la tasa de LELIQ) y comunicó que abandonaría el *crawling peg* para darle más volatilidad al tipo de cambio. En la práctica, esto no implicó un cambio en el sesgo de política monetaria (la tasa promedio de esterilización se mantuvo casi inalterada), sino un conjunto de medidas destinadas a incentivar mayores liquidaciones de exportaciones. Hacia adelante, posiblemente sea necesario mayores tasas nominales, en la medida en que, ante la aceleración de la inflación, las tasas reales se adentran cada vez más en terreno negativo.

Ante la falta de divisas, ni las restricciones a la demanda ni el estímulo a la oferta de divisas son efectivas en la medida que no se ataque también la causa de fondo: el exceso de pesos que existe en la economía. La contracción de la actividad producto de la pandemia hizo necesarias políticas fiscales expansivas que, ante la ausencia de financiamiento de mercado, implicó una fuerte expansión monetaria para asistir al fisco. Entre abril y julio, dicha expansión convivió con un crecimiento marcado de la demanda de pesos que contuvo los efectos sobre la inflación y el mercado cambiario. Desde agosto, la demanda se estabilizó e incluso empezó a mostrar signos de debilitamiento, lo cual acota el margen con el que cuenta el BCRA para continuar emitiendo pesos. Esto se reflejó en la aceleración de la inflación y en el incremento de las ventas de dólares por parte del BCRA.

En este contexto, tanto el Presupuesto 2021 como las negociaciones con el FMI actúan como alineadores de expectativas. El Proyecto de Ley del Presupuesto generó dudas respecto del tamaño del déficit fiscal que proyecta (4,5% del PBI) y de cómo sería financiado (la mitad, vía emisión monetaria). Creemos que este escenario sólo sería posible con niveles de inflación por encima de los estimados por el propio Gobierno e incluso por el mercado. Por su parte, las negociaciones con el FMI serán claves para entender si finalmente el Gobierno propone algún cambio en su hoja de ruta que contenga su déficit fiscal esperado en 2021 o que reduzca su financiamiento monetario, lo que permitiría pensar en un escenario con más estabilidad y menos nominalidad.

MUCHAS ASPIRINAS, POCO ABRIGO

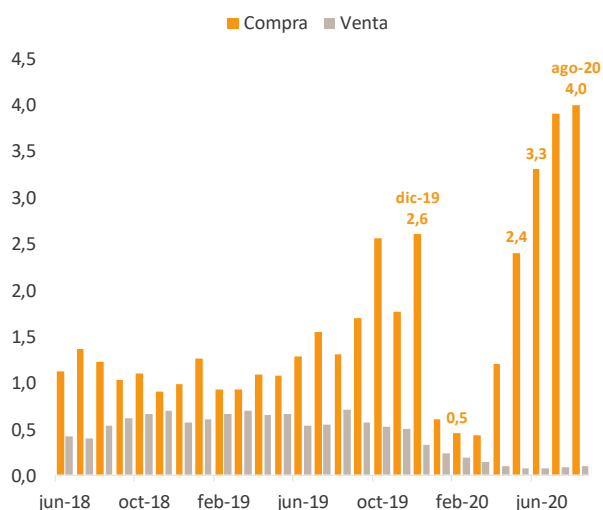
El frente cambiario se encuentra desde hace varias semanas bajo fuerte presión. Si bien los desequilibrios de la macroeconomía argentina son numerosos, la cuestión cambiaria es la que más atención demanda actualmente por parte no sólo de los mercados, sino del gobierno y del BCRA. En el Informe Mensual de septiembre se expresó la necesidad de tomar medidas adicionales con el fin de corregir las presiones sobre el tipo de cambio, y se mostraron cuatro posibles alternativas que el gobierno podía adoptar. En ese entonces, la opción de un desdoblamiento, que consiste en la imposición de un tipo de cambio comercial (precio al cual se venderían divisas al sector importador y se pagarían los dólares liquidados por el sector exportador) y de un tipo de cambio financiero (cuya cotización dependería de la oferta y la demanda), sonaba fuerte.

Sin embargo, el gobierno optó por otro camino y el BCRA sorprendió el día 15-sep con el anuncio de nuevos controles cambiarios, que dificultaron todavía más el acceso al Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) para **consumos en el exterior**, la **compra de divisas para ahorro** y las **operaciones cambiarias con bonos**. Las medidas tuvieron un impacto tanto vía cantidades como vía precios, con mayor racionamiento y encarecimiento de las distintas cotizaciones del dólar.

En primer lugar, los **consumos en el exterior** (o las compras en dólares con tarjeta de crédito o débito) comenzaron a computarse como parte del cupo de USD 200 mensuales por persona a tipo de cambio oficial, al cual desde diciembre 2019 se le sumaba un 30% de recargo en concepto del Impuesto PAIS. En el caso de compras con tarjeta de crédito que superen el límite de USD 200 mensuales, se descontará dicho excedente del cupo de los meses siguientes. La medida fue retroactiva, con vigencia a partir del 1-sep. A su vez, el acceso al mercado cambiario para **adquirir divisas para atesoramiento** volvió a limitarse. Hasta mediados de septiembre, las restricciones para acceder al cupo de USD 200 mensuales afectaban principalmente a quienes hubieran comprado o vendido dólares a través del mercado de valores. Por el creciente desequilibrio cambiario, la cantidad de demandantes de dólar ahorro iba en aumento, llegando a casi 4 millones de personas en agosto. Con las restricciones adicionales, a partir del 15-sep también quedaron excluidos de la compra de moneda extranjera en el MULC los beneficiarios de planes de asistencia social, los monotributistas que hubieran recibido el Ingreso

Compraventa de Dólares Billete

En millones de personas



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

Familiar de Emergencia o el préstamo a tasa 0% dentro del marco del Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP). Asimismo, aquellos trabajadores cuyo salario hubiera sido parcialmente cubierto mediante el ATP al menos una vez también perdieron el acceso al mercado de cambios, a lo que se sumaron quienes hubieran refinanciado los saldos impagos de tarjetas de crédito¹. Por último, quedaron también excluidos quienes fueran beneficiarios del congelamiento de las cuotas de los créditos hipotecarios².

Las empresas también sufrieron mayores restricciones en el acceso al MULC, ya que aquellas que presenten vencimientos de capital en moneda extranjera superiores a USD 1 millón por mes entre el 15-oct-20 y el 31-mar-21 sólo podrán adquirir el 40% de las divisas necesarias para hacer frente a sus obligaciones de deuda; el 60% restante deberá ser refinanciado o saldado con divisas propias. También se restringió el financiamiento en moneda extranjera para las grandes empresas exportadoras, que requerirá autorización previa por parte del BCRA.

Por el lado de las medidas que buscaron **limitar la demanda de divisas vía precios**, las compras de dólares para atesoramiento o el gasto en moneda extranjera con tarjeta comenzaron a estar gravadas con un 35% a cuenta del pago del Impuesto a las Ganancias o de Bienes Personales. Esta medida llevó a la cotización del dólar "ahorro" (o "solidario", como se lo conoce comúnmente en el mercado) de ARS/USD 103,17 a ARS/USD 131,16 entre el 15-sep y el 16-sep.

Adicionalmente a las medidas que afectaron el acceso al MULC, el BCRA impuso **restricciones a la apertura de cuentas en dólares**, exigiendo que quien quiera abrir una deberá demostrar ingresos propios y no podrá ser beneficiario de ningún plan social. También se limitó la compra de moneda extranjera a una por cuenta, en el caso de que ésta tuviera más de un titular. Asimismo, la Comisión Nacional de Valores restringió el acceso de no residentes a dólares a través de operaciones con bonos.

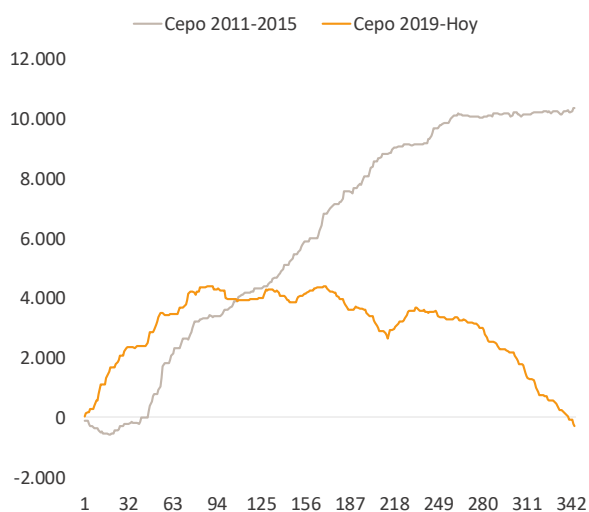
Esta serie de medidas restrictivas apuntó a **resguardar las escasas Reservas del BCRA**. A principios de septiembre, la entidad monetaria había vendido USD 1.009 M al sector privado (con un promedio de ventas diarias de USD 112 M), cuando en las dos primeras semanas de agosto las ventas habían sido de

¹ Aplicado sobre los vencimientos de abril y de septiembre.

² Decretado a fines de marzo.

BCRA - Compra de Divisas al Sector Privado

USD Millones | Acum. desde inicio controles cambiarios



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

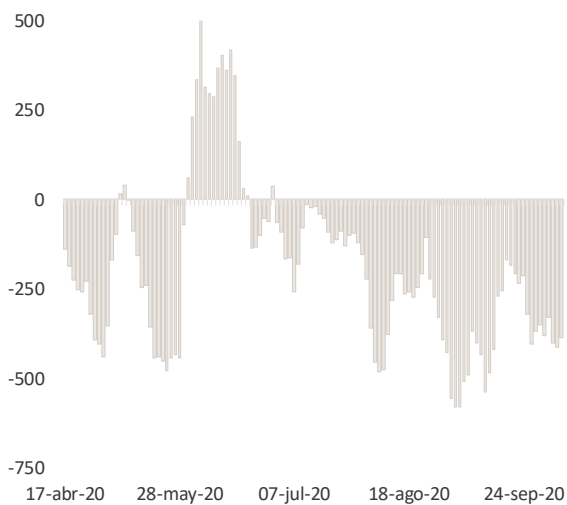
USD 738 M (promedio diario de USD 74). El problema es que la estrategia utilizada apuntó, una vez más, a contener la demanda, pero no a incentivar la oferta. Como sucedió entre 2011 y 2015, los controles aumentan la brecha cambiaria espantando la oferta, por lo que, si bien las restricciones pueden llegar a tener un efecto positivo en el corto plazo, eventualmente el resultado es que las Reservas vuelven a caer incluso con controles cambiarios.

Entre fines de 2011 y abril del 2012, las Reservas se incrementaron en alrededor de USD 1.500 M gracias a la compra de divisas al sector privado. Tras este período inicial de acumulación las Reservas comenzaron a caer, aunque la entidad monetaria continuó comprando divisas al sector privado sostenidamente durante un año y medio. En esta ocasión el tiempo que han comprado las medidas restrictivas ha sido incluso menor al del cepo 2011-2015. En el primer año de vigencia del actual cepo, las compras de divisas al sector privado sólo crecieron durante los primeros tres meses y al día de hoy acumulan un saldo nulo. Durante el primer año de existencia de los controles implementados a fines de 2011, el BCRA había comprado un total de USD 10.373 M al sector privado.

En un intento de **estimular la exigua oferta de divisas**, el 1-oct el Ministro de Economía anunció, en conjunto con el Ministro de Producción, una serie de nuevas medidas. En primer lugar, se anunció una reducción transitoria de las retenciones a las exportaciones de soja y sus derivados. En octubre, noviembre y diciembre, el poroto pagará derechos de exportación de 30%, 31,5% y 32%, respectivamente. Por su parte, la harina y aceite de soja pagarán 28%. En enero 2021, las retenciones volverían a niveles de 33% para el caso de la soja sin procesar y de 31% para los derivados de la oleaginosa. El biodiesel también gozará de un recorte en las retenciones entre octubre y enero. La reducción de los derechos de exportación también se aplicó sobre las ventas de metales (retenciones del 8% en lugar del 12%), los bienes finales industriales (0%, con excepción del sector automotor) y los insumos elaborados industriales (3%, desde los actuales ARS 3 por cada dólar exportado). En el caso de las exportaciones de vehículos, la reducción del derecho de exportación aplicará únicamente para las ventas incrementales con destino extra-Mercosur. Además, se anunció un incremento en el piso de reintegros a la exportación en función del valor agregado para los bienes finales industriales (a 7%) y para los insumos derivados industriales (a 5%).

Compraventa Divisas del BCRA al Sector Privado

En USD Millones | Suma móvil 5 días



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

Acompañando las medidas anunciadas por el Ministro de Economía, el BCRA **realizó incrementó las tasas de los pasivos pasivos** a un día de 19% a 24%. Por otro lado, la posición neta excedente de LELIQ (es decir, aquella por encima de los encajes regulatorios) se redujo en 20 puntos porcentuales respecto del promedio de septiembre. A la semana siguiente volvieron a anunciarse modificaciones, ya que el 8-oct el BCRA implementó una nueva suba de la tasa de pasos (a 27%), mientras que el rendimiento de las LELIQ se redujo de 38% a 37%. Los coeficientes para el cálculo de las tasas de interés de los depósitos a plazo fueron modificados, para que el rendimiento de los plazos fijos minoristas y mayoristas se mantuvieran en 33,06% y 30,02%, respectivamente.

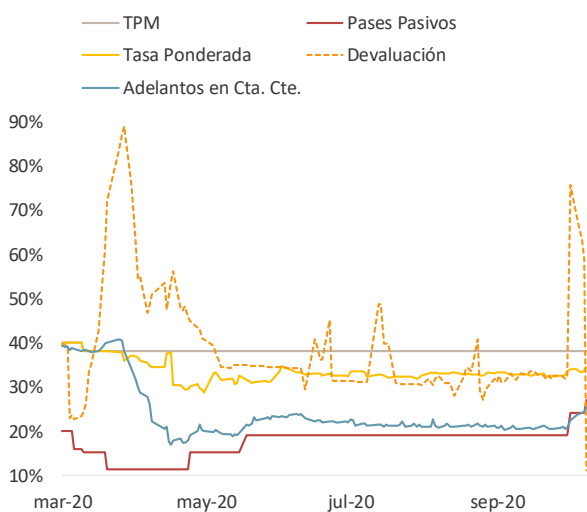
A pesar del cambio en la composición de los pasivos remunerados del BCRA, la tasa promedio ponderada no sufrió una modificación relevante, por lo que no hubo un cambio en el sesgo de política monetaria ni un mayor costo cuasifiscal. ¿Cuál es el objetivo entonces? Las medidas de las últimas semanas podrían haber sido adoptadas, por un lado, para estimular un mayor rendimiento de las cuentas remuneradas, cuyas tasas se encontraban deprimidas por el exceso de liquidez (resultado de la fuerte inyección de pesos de los últimos seis meses). Por otro lado, el proceso de "armonización de tasas de interés" buscaría **encarecer el financiamiento** de los exportadores, con el propósito de estimular la liquidación de divisas, en lugar de que éstas recurran a crédito en pesos a tasas por debajo de la devaluación esperada.

La suba de tasas se combinó además con el anuncio de un **incremento en la volatilidad cambiaria**. El BCRA afirmó el 1-oct que abandonaría el esquema de devaluación uniforme (dejando de lado el *crawling peg* de facto que se había visto en los últimos meses), pero manteniendo el tipo de cambio real multilateral en un nivel competitivo. Así, el viernes 2-oct, el tipo de cambio oficial saltó de ARS/USD 76,25 a ARS/USD 76,95, exhibiendo su mayor tasa de depreciación diaria en casi un año. No obstante, en los días siguientes mostró una clara desaceleración en su ritmo.

Toda la batería de medidas implementada durante el último mes no sólo **no alcanza para corregir el profundo desequilibrio cambiario**, sino que ni siquiera ha logrado acotar la brecha cambiaria o detener la caída de Reservas Internacionales; más bien lo contrario. Desde que se reforzara el cepo cambiario, el contado con liquidación trepó a ARS/USD 158, desde ARS/USD 128 a mediados de septiembre, y la brecha

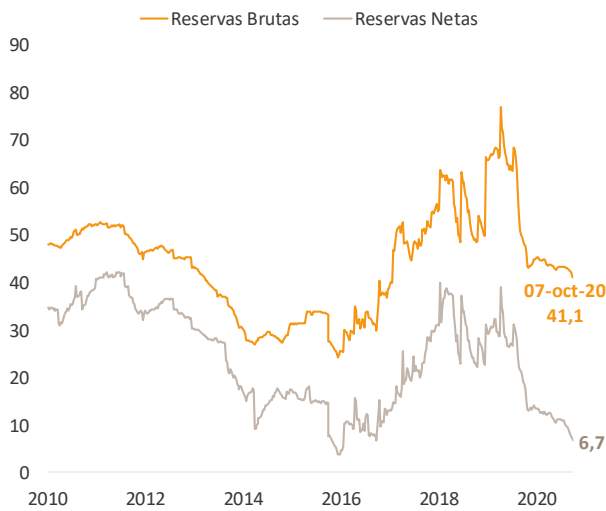
Tasas de Interés y Devaluación Semanal Anualizada

TNA | En %



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

Reservas Internacionales USD Miles de millones



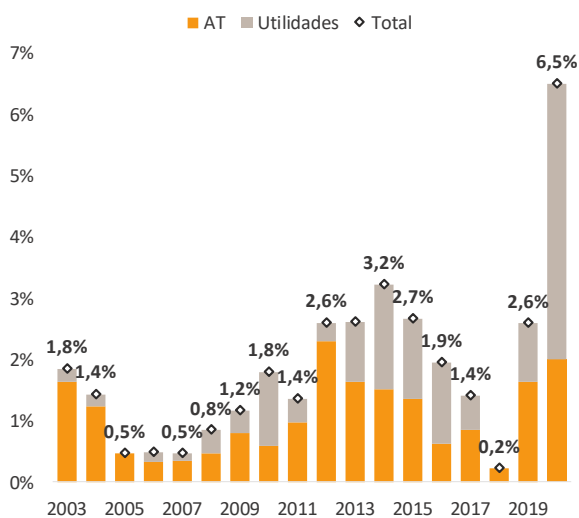
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

con el tipo de cambio oficial superó el 100%. A pesar de las fuertes restricciones en el acceso al MULC, el BCRA vendió USD 976 M al sector privado entre el 16-sep y el 7-oct. En paralelo, los depósitos en moneda extranjera cayeron a un nivel de USD 15.693 M (el menor desde oct-16), lo cual implica una merma adicional de las Reservas Internacionales por los menores encajes. Estas últimas cayeron a USD 41.132 M y, descontando los encajes sobre los depósitos en dólares, el *swap* de monedas con China y los fondos del BIS, Reservas Netas ascienden actualmente a alrededor de USD 6.700 M.

Hacia adelante, hará falta un cambio rotundo en el sesgo de política monetaria, particularmente a medida que las tasas reales *ex ante* se adentran cada vez más en el terreno negativo, como consecuencia de que la inflación empieza a acelerarse. Limitarse a atacar los síntomas, pero no las causas del problema (ya sea por un error de diagnóstico o por el deseo de postergar la implementación de una corrección cambiaria, cuyo efecto es recesivo y conlleva pérdida del capital político) tendrá un costo aún mayor cuando finalmente se implementen las medidas adecuadas.

¿Cuáles son las causas del problema? **El exceso de pesos** en el mercado para una demanda finita. Esto es lo que presiona al alza los precios y el mercado cambiario. Dada la contracción de la actividad, producto de la pandemia y la cuarentena, se implementó un paquete fiscal para contener los efectos. A su vez, la misma contracción redujo los ingresos fiscales. Por último, esto se dio en un contexto de limitado acceso al mercado de deuda. La consecuencia es que el BCRA emitió, hasta el momento, 6,5 puntos del producto, más que duplicando el anterior récord de 3,2 puntos de 2014.

Financiamiento BCRA al Tesoro En % del PBI

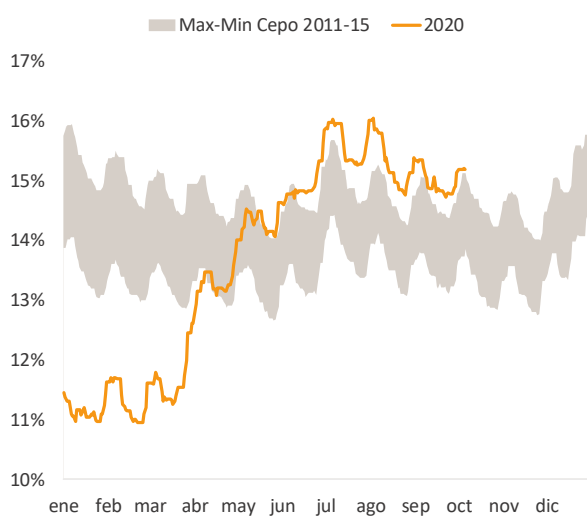


Fuente: Banco Galicia en base a BCRA e INDEC

Dicha emisión se combinó con un **acelerado crecimiento de la demanda de pesos**, inicialmente consecuencia de la incertidumbre generada por la pandemia, a lo que se sumaron trabas operativas producto de la cuarentena. De esta manera, luego de iniciar el año con una economía "seca" en términos monetarios (M2 privado en torno a 11 puntos del producto), consecuencia de la política monetaria restrictiva de la anterior administración, a partir de abril vimos un incremento de dichos agregados, hasta superar los máximos alcanzados durante el último cepo por hasta 1 punto del producto hacia principios de agosto. Este incremento de la demanda **permitió moderar los efectos de la aceleración de la emisión**, conteniendo la inflación por un lado (la inflación promedio de abril-julio fue 1,8%, 1 punto por debajo de la inflación de los cuatro meses

Demanda Transaccional de Dinero

M2 | En % del PBI



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

previos), y la presión sobre el mercado cambiario por el otro (hasta julio el ritmo de ventas del BCRA fue la mitad de lo que fue desde entonces).

Desde agosto, ese diferencial de 1 punto del producto se fue reduciendo hasta ubicarse en los últimos días en los mismos niveles máximos para esta época del año, alcanzados en 2013. Dicho esto, y teniendo en cuenta que desde entonces el BCRA emitió ARS 370 MM adicionales para financiar al Tesoro, **las presiones se profundizan en distintos frentes**. Parte de este excedente de liquidez vuelve al BCRA en forma de LELIQ y pases (ARS 96 MM desde agosto), lo que sigue siendo posible dado los pisos mínimos que tienen las tasas de plazos fijos y por lo cual siguen creciendo. Pero la mayor parte de este excedente termina **presionando al mercado cambiario**. La dinámica de emisión presiona sobre los tipos de cambio paralelos, con la consecuente presión sobre la brecha cambiaria (cómodamente por encima del 100% en los últimos días). Consecuencia de ello, desde agosto el BCRA absorbió ARS 311 MM en concepto de venta de dólares al sector privado y al Tesoro (USD 3,5 MM). Adicionalmente, luego de la aceleración de agosto (2,7% m/m), **la inflación de septiembre vuelve a mostrar niveles similares** (2,8% m/m), a pesar de los programas de contención de precios y los productos regulados.

Todo parece indicar que **difícilmente vemos en el futuro una demanda de pesos creciente**; por el contrario, podría mantenerse en los niveles actuales (obedeciendo a la estacionalidad obviamente) o incluso seguir cayendo, lo cual seguiría acotando el margen para que el BCRA siga emitiendo pesos.

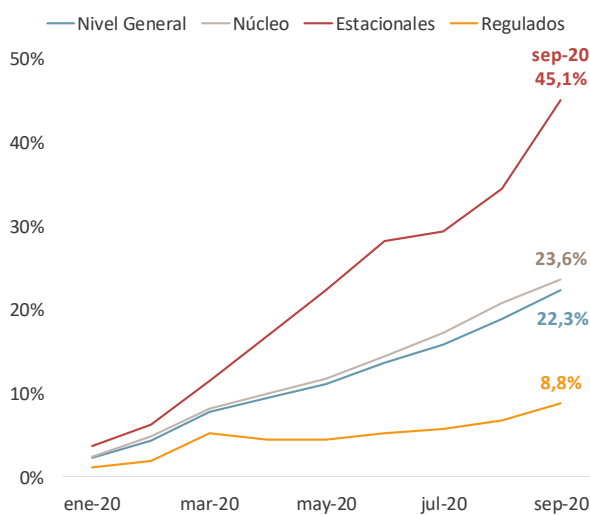
En ese sentido, durante el último mes, el BCRA pudo obtener ARS 136 MM en el mercado, mediante la **colocación de un bono dólar-linked**. El instrumento resultó atractivo para el mercado dado que implica una cobertura de tipo cambio, al tiempo que podría ser el canal por el cual el BCRA contenga la emisión de pesos para financiar el déficit de los meses restantes del año (que estacionalmente son meses de aceleración del gasto, especialmente diciembre como consecuencia del pago de aguinaldos del sector público).

Es así que, dada la capacidad del mercado para financiar al Tesoro y las limitaciones de la demanda de pesos para seguir volcando emisión al mercado, **la raíz del problema cambiario recae sobre la dinámica del déficit fiscal**.

En este sentido, tanto la presentación del proyecto de ley del presupuesto 2021 como las negociaciones con el FMI se

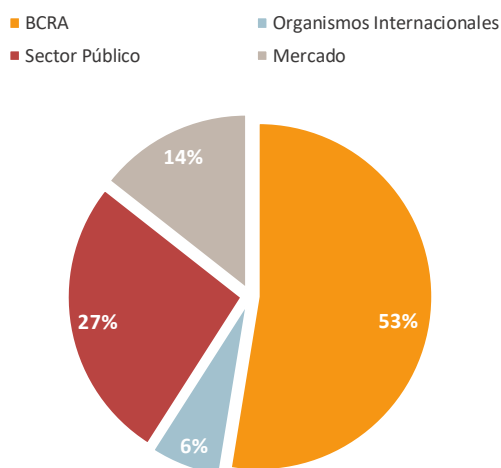
IPC Nacional

Var. % acumulada



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

Financiamiento Déficit 2021



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía y estimaciones propias

presentan como alineadores de expectativas. Por su parte el **proyecto de ley de presupuesto** dejó algunas alertas relacionadas con el tamaño del déficit fiscal (4,5% del producto para 2021, lo que implica un relativamente escaso esfuerzo fiscal) y con el modo de financiar dicho déficit. El proyecto contempla que la mitad del déficit será financiado con unos ARS 1,2 billones emitidos con el BCRA. A nuestro entender, **ese escenario no es compatible con la inflación proyectada por el gobierno** (29%), ni tampoco es compatible con la inflación esperada por el REM (47,5%) dado que el año próximo (a diferencia del 2020) iniciaría con una economía ya monetizada. Por lo tanto, vemos necesarios niveles de inflación por encima de los mencionados para licuar cuentas fiscales, y eliminar el *money overhang* que implicaría dicha emisión.

La dinámica de las **negociaciones con el FMI** podría moderar estas expectativas. La semana pasada, el país recibió una misión en la que el organismo evaluó la coyuntura económica del país y anunció que a mediados de noviembre habría otra visita a Buenos Aires, ya en el marco de las negociaciones por la reestructuración de los vencimientos por USD 44 MM que nuestro país tiene con el organismo. Más allá de las declaraciones respecto de que el FMI no intentará limitar el gasto público de nuestro país, **el organismo dejó en claro la necesidad de que la Argentina presente una hoja de ruta** consistente que dé previsibilidad de cara a los próximos años. Las novedades que conozcamos en esta materia serán claves para entender si existe algún cambio en el rumbo económico.

En la medida en que no veamos cambios, especialmente en el monto del déficit definido para el año que viene, como así también en las fuentes de financiamiento, difícilmente la hoja de ruta utilizada y presentada al FMI actúe como un ancla de expectativas. Si esto es así, la caída sistemática de la demanda de pesos (y, por ende, en el nivel de Reservas Internacionales) continuará. Las políticas microeconómicas de incentivos a la oferta y las restricciones a la demanda de dólares sólo podrán mitigar algunas consecuencias, en el mejor de los casos. En un escenario como el descrito incluso una devaluación daría algo más de tiempo, pero tendría un efecto limitado en el tiempo con un riesgo de espiralización nominal no menor. Las condiciones actuales demandan medidas de fondo.

Economista Jefe

Diego Chameides

+54 11 6329-3932

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

Martín Quinteiro

+54 11 6329-3667

martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar

Florencia Bazet

+54 11 6329-3965

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Josefina Dabusti

+54 11 6329-3175

josefina.dabusti@bancogalicia.com.ar

Estrategia

Juan Cruz Lekovic, CFA

+54 11 6329-5437

juan.lekovic@bancogalicia.com.ar

Javier Martinez Serra

+54 11 6329-4922

javier.martinezserra@bancogalicia.com.ar

Santos Benjamín Saguier

+54 11 6329-5877

benjamin.saguiersantos@bancogalicia.com.ar

Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U. y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas.

