

17 de julio de 2024

Que esperar de los cambios en la política monetaria

El Gobierno anunció una supuesta nueva etapa en el manejo de la política monetaria. A partir de esta semana, todas las compras netas diarias de divisas del BCRA en el mercado libre de cambios (MLC) serán compensadas con ventas de divisas en el contado con liquidación (CCL). Vale remarcar que, para sacar los pesos del mercado, el BCRA tiene que vender menos dólares en el CCL que los comprados en el MLC, dado el diferencial de precios conocido como brecha. En teoría, el objetivo es esterilizar los pesos que vengan por compras de dólares del BCRA al sector privado. Si bien es de público conocimiento la obsesión presidencial con los pasivos remunerados y la emisión monetaria, la medida parece tener otro objetivo, reducir o detener la disparada de la brecha cambiaria de las últimas semanas. Veamos algunos puntos a destacar.

El primer punto a subrayar es el *timing* del anuncio. De tener realmente un objetivo monetario, la medida hubiera tenido sentido en los primeros 5 meses del año, cuando el BCRA compraba una importante cantidad de divisas en el MLC con la consecuente emisión de pesos. Sin embargo, desde hace prácticamente un mes y medio que el BCRA no es comprador neto en el MLC. Creemos que la medida hubiera sido más entendible si la intención hubiese sido quitar el vigente "dólar blend" (80/20) para la liquidación de exportaciones. Si fuese así, el BCRA podría comprar más divisas en el MLC y mantendría alineada la brecha bajo la amenaza de intervención en el CCL.

La modalidad de intervención no es tan clara. Según los anuncios de algunos funcionarios en twitter, el BCRA podría hacer uso de los dólares comprados previamente para esterilizar pesos. Si el BCRA determina que el excedente de pesos es \$2,5 billones, la capacidad de venta del BCRA sería por el equivalente a USD 1.900 millones, un monto más que considerable. Al final del día, el excedente de pesos no deja de ser una definición discrecional del Banco Central.

Los datos de inflación de alta frecuencia para la primera quincena de julio parecen preocupar al Gobierno. El primordial objetivo del Gobierno es bajar la inflación lo más rápido posible, y los resultados venían siendo más que alentadores. La inflación de junio fue de 4.6% y la medición núcleo se redujo a 3.7%. Considerando que para julio se suspendieron los aumentos tarifarios, el bajo arrastre estadístico de junio permitía ilusionarse con un alentador número para julio. Sin embargo, recientes mediciones de alta frecuencia muestran un repunte de la medición núcleo. Esto se debe a un mix de dos variables, por un lado, tuvimos un frío extremo que empujó el precio de los componentes estacionales como las frutas y verduras y, por otro lado, seguramente el incremento de la brecha cambiaria dinamizó en alguna medida los precios. El equipo económico parece haber tomado nota de este último punto.

Además, esta medida tiene un efecto colateral no menor. El gobierno parece enfocarse 100% en bajar la brecha y contener la inflación, con un mix de valioso equilibrio fiscal y absurdo atraso cambiario, abandonando el difícil objetivo de abrir el mercado secundario de deuda en el corto plazo. La acumulación de reservas ya no parece ser un objetivo del BCRA, lo que se evidenció en el riesgo país. Los bonos mostraron un retroceso en la apertura del lunes. El Gobierno, por el momento, parece alejarse de buscar un rollover voluntario de deuda.

Para amortiguar este efecto, el Tesoro anunció el mismo día la compra y giro de dólares al Bank of New York para hacer frente a los pagos de intereses de Globales y Bonares de enero 2025. Esta compra de dólares se haría con los pesos acumulados de superávit fiscal. La señal es extremadamente buena para los mercados, dado que pone de manifiesto la fuerte intención de cumplir con los compromisos. Pero acá hay una cuestión muy relevante, si el Tesoro compra USD 1.528 millones con pesos al tipo de cambio oficial, la pregunta es: ¿Quién le vende a ese precio de \$920? Al final del día, el BCRA no tiene reservas netas (son negativas) para venderle dólares al Tesoro. Para hacerse de dólares el BCRA debe recurrir a los encajes de los depósitos (reservas que son brutas pero no netas) o conseguir un nuevo fondeo de dólares. En este punto, el Gobierno hace trampa jugando al solitario.

En las primeras ruedas, la medida logró una baja importante en la brecha cambiaria a costa de una suba tolerable en el riesgo país. Con una brecha amplia este programa económico, en realidad ningún programa, funcionaría. La gran cuestión ahora es cuál es la sostenibilidad y credibilidad de las potenciales ventas del BCRA en el CCL. En este punto tenemos muchas dudas. El BCRA no tiene reservas ni está comprando divisas en el MLC. En el mismo sentido, el objetivo de emisión cero también es discutible. Ahora los pasivos del Sector Público Consolidado pasaron de un bolsillo a otro del mismo saco, con la salvedad que la nueva carga de intereses tendrá que maquillarse con algo de contabilidad creativa, los famosos bonos capitalizables o cupón zero, que evitan que se incremente el déficit financiero. No vemos problemas con la deuda en pesos mientras se mantenga la disciplina fiscal. Pero para el futuro se abre otro interrogante. ¿Qué pasará con la deuda en pesos cuando el Tesoro no pueda rollear la totalidad de los vencimientos? A no adelantarse, ya tenemos bastante con los desafíos presentes.

Como podrá notar, no vemos con buenos ojos las últimas medidas del Gobierno. Ni la migración de deuda del BCRA al Tesoro ni la venta de dólares por parte de la autoridad monetaria nos parece medidas acertadas. Tampoco nos parece que el (bienvenido) desarme de los puts del Banco Central ataque el problema de fondo. Estas medidas no resuelven el problema de base de este esquema, la extrema rigidez del esquema cambiario en conjunto con un absurdo atraso del tipo de cambio. El Gobierno quiere más reservas para liberar el cepo, pero con cepo no podrá juntar reservas. La tesis oficial que el cepo podrá levantarse cuando el CCL converja al dólar oficial, en otras palabras, que la brecha se cierre para abajo, contiene una carga de optimismo titánica.

Ahora bien, no todas son malas noticias. Esta semana se conoció el resultado fiscal de junio, y ya van seis meses consecutivos de superávit, primera vez en más de 15 años. El acumulando en el año muestra un superávit primario de 1,1% del PBI, un número realmente sorprendente. El Gobierno avanzó de forma admirable en el principal escollo argentino para lograr la estabilidad, el crónico déficit de caja financiado con emisión fue eliminado en tiempo récord. Sin embargo, como siempre mencionamos, la corrección fiscal es condición necesaria pero no suficiente para la estabilidad. El esquema cambiario desde el inicio lo vemos inconsistente y desde hace unas semanas el mercado parece estar viendo lo mismo.

Por terminar vayamos a nuestro negocio. A pesar de todas las críticas al esquema cambiario y monetario, los bonos soberanos en dólares nos resultan atractivos. El gran avance en materia fiscal y las fuertes y constantes señales en materia de compromiso de pagos nos parecen suficientes motivos para tener bonos soberanos en dólares en cartera a estos precios. Mientras más se atrase el tipo de cambio o se mantenga el cepo, mayor la probabilidad de ver un canje de deuda. Sin embargo, a estas paridades de

los Globales y Bonares, pensamos que hay recorrido alcista aun en el escenario de un canje de deuda amigable.

Muchas gracias,

Juan José Battaglia

juan@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho

manuel@sekoia.com.uy

Ian Weber

ian@sekoia.com.uy

Tomás Mangino

tomasmingino@sekoia.com.uy