

Sin el refugio del dólar, ¿a dónde irán los pesos?

Equipo LCG

Hasta el viernes quien recibía pesos en la economía tenía distintas opciones. Podía comprar activos financieros, moneda extranjera, bienes o quedarse con los pesos. La opción más atractiva hasta el momento era refugiarse en la moneda extranjera porque las expectativas de devaluación del peso superaban ampliamente el rendimiento de los demás activos.

Con un control de cambios que permitía a las personas humanas comprar hasta US\$ 10.000 por mes, la brecha con el dólar libre (paralelo) rondaba el 15%. La percepción era que a \$60 uno estaba comprando 'barato'. Esto se reflejaba en que el único oferente era el BCRA.

Este mercado quedó desactivado por completo cuando se anunció el cepo de la transición que permite comprar sólo US\$ 200 por mes. **El riesgo que surge acá es a dónde irán a parar los pesos, que antes tenían una clara preferencia por los dólares. Decimos riesgo porque de la oferta de pesos surge la presión de demanda de otros bienes, servicios, activos, etc.**

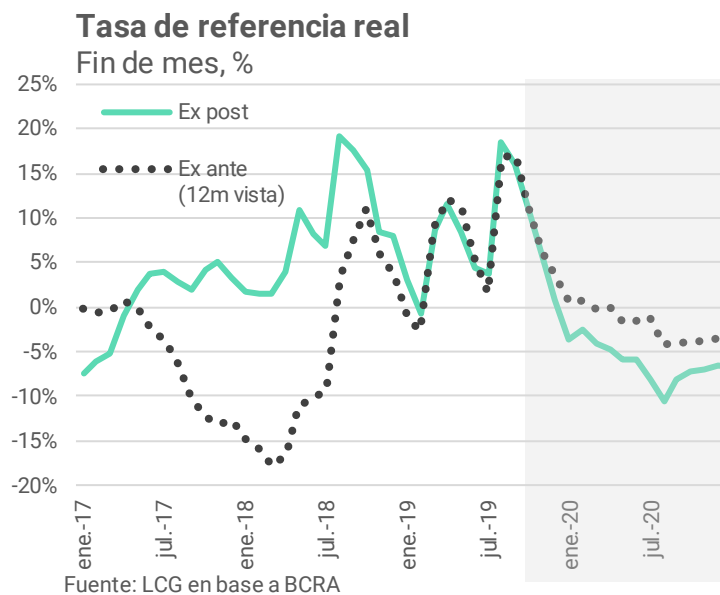
Actualmente se espera una inflación que ronda el 40% según el REM para los próximos 12 meses; nuestra proyección es de 50% anual a diciembre 2020. En este contexto está claro que la opción de quedarse en pesos sigue siendo la menos tentadora, por lo que, a priori, descartamos que la demanda de dinero se recupere.

Repasemos las otras alternativas. Comprar activos financieros, aquí las opciones son variadas. Pero los títulos públicos están fuera de la canasta de opciones en un *impasse* a la espera de saber cómo se pagarán, así que difícilmente absorban la oferta excedente de pesos. Los plazos fijos hasta el momento son una alternativa válida, que en última instancia dependerá de la expectativa de devaluación que tenga cada agente. En un contexto inflacionario, demandar bienes también lo es.

La dirección que parece tomar la política monetaria en los próximos meses indicaría que vamos a un esquema de política monetaria del estilo 'soft money'. El problema con este punto es que arruinaría definitivamente la opción viable de volcar los pesos a plazos fijos, como una alternativa tentadora.

Una de las promesas más firmes de A. Fernandez durante la campaña era la de reducir las tasas de interés para trasladar rentabilidad de los bancos hacia otros sectores. Y el BCRA parece ya estar actuando en consecuencia. Desde 1-noviembre los bancos no podrán contar con encajes remunerados vía Leliq¹, lo que habilitaría una baja más aguda de la tasa de estas letras (a partir del desarme de una parte de las mismas). Hoy la tasa de referencia se ubica en 68% anual, nivel mínimo establecido por el COPOM para octubre. En términos reales, equivale a una tasa 10% ex post. **Desde LCG esperamos una tasa de interés real negativa durante 2020, que promediaría los -5% ex post (-2% anual descontando la inflación esperada para 12 meses vista).**

¹ Comunicación A6817 del BCRA
Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862 8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar
twitter: @LCGmedia



El riesgo es que justamente los agentes empiecen a desprenderse de los pesos para comprar bienes. Esto podría acelerar la inflación. No necesariamente ir a un escenario de hiperinflación, pero sí a uno de aceleración respecto a la de 2019.

La otra alternativa es que la demanda se vuelque al dólar libre. El problema en tal caso es que los precios se indicen a este mismo. Uno podría pensar que en la época del cepo de C. Fernández esto no sucedió, porque la parecer los precios se establecían mirando más al tipo de cambio oficial que al paralelo. Sin embargo, esta vez podría ser distinto. Un cepo mucho más estricto que aquel podría cambiar la manera en la que los agentes formen expectativas, el dólar libre sería el relevante para todas las decisiones y el dólar oficial no tendría sentido, sólo un valor anecdótico; se pensará más como subsidio a las importaciones y/o un impuesto a las exportaciones.

Así, cualquiera fuera el caso, la posibilidad de que exista una (mayor) caída en la demanda de pesos es preocupante porque puede acelerar algún precio en particular o el nivel de precios en general. Hoy, la demanda de dinero medida a partir del ratio M2 a PBI se ubica en 9%, acumulando un retroceso de casi 25% (3 pp) en los últimos 2 años. Actualmente la demanda de pesos ya se encuentra en niveles similares a los 70's, período en el cual la inflación empieza a superar los 3 dígitos.

De ninguna manera estamos diciendo que la inflación será de 3 dígitos en 2020 (en línea con la que regía los períodos de baja demanda de dinero), pero si se insiste en un programa de tasas reales negativas es una alternativa plausible para los próximos años. **El punto de partida es una referencia para tener en cuenta. La posibilidad de recurrir a la emisión para financiar la brecha fiscal en un contexto de mercados de deuda voluntario cerrados, es una opción válida. Pero si la demanda de dinero se mantiene en baja, los costos en términos de inflación podrían ser elevados.**

