

lcg.

PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

22 de octubre de 2019

Guido Lorenzo
Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcsa.com.ar

Melisa Sala
Economista principal
m.sala@lcsa.com.ar

Julia Segoviano
Economista
j.segoviano@lcsa.com.ar

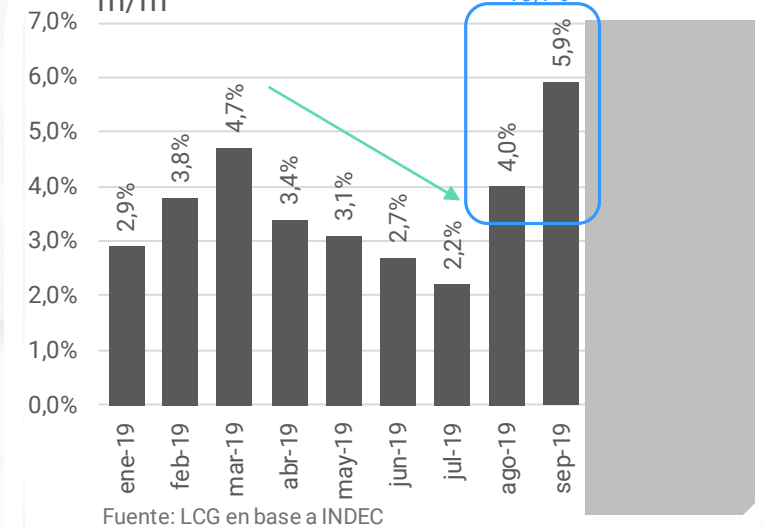
Emilia Calicibete
Analista
e.calicibete@lcsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA
(+5411) 4862 8992
www.lcsa.com.ar
info@lcsa.com.ar
 @lcsamedia

LA (INTERRUPCIÓN DE LA) DESINFLACION

- Los últimos dos datos de inflación volvieron a interrumpir el supuesto avance que se logra con la política monetaria contractiva. **Creemos que este programa ya está entrando en una fase de agotamiento. No ha anclado las expectativas y mucho menos soportó variaciones en el tipo de cambio.**
- Es de público conocimiento que con la llegada de un nuevo gobierno cambiarán las autoridades del BCRA y en ese esquema es que **esperamos modificaciones en la política monetaria.** Si bien el Presidente del BCRA pidió en su último informe de política monetaria establecer como consenso básico tener una tasa de interés real positiva, nada asegura que ello vaya a ocurrir.
- **Sucede que de las pocas promesas en las que el candidato A. Fernández se mantiene firme es con reducir las tasas de interés para trasladar rentabilidad de los bancos hacia otros sectores.**

Índice de precios al consumidor
m/m



MÁS INFLACIÓN O MENOS RESERVAS

- El juego que se abrirá en la eventual transición al gobierno de A. Fernández será el de **elegir, en el mejor de los casos, entre una economía con una inflación más alta, pero con reservas en el Banco Central o bien, una economía sin reservas, pero con una inflación crucero del 40% para el año siguiente.**
- **Los incentivos del gobierno saliente están alineados a no dejar correr más la inflación.** La inflación genera pobreza y esos números serán endosados en el futuro a cualquier facción que haya integrado el gobierno actual. De todas formas, para A. Fernández quizás es mejor heredar caos que generarlo. 'Caos', justamente la palabra que utilizó Cristina Fernández para definir a M. Macri.
- **Llama la atención que A. Fernández haya pedido a M. Macri que no 'suelte' el dólar si el primero es electo candidato.** La consecuencia podría ser encontrar un Banco Central con menos reservas y verse en la obligación de aplicar mayores controles cambiarios apenas asuma su mandato.

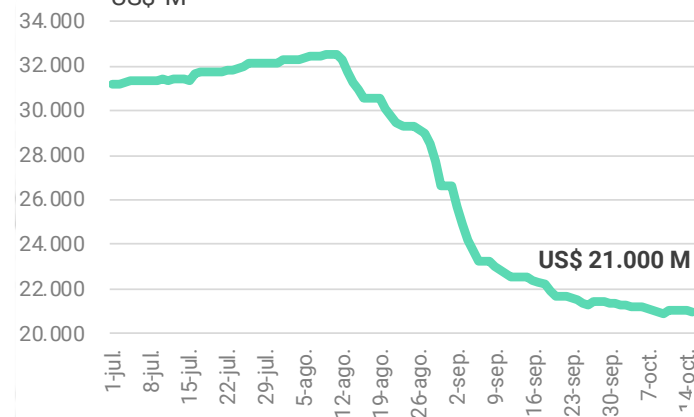
MÁS INFLACIÓN O MENOS RESERVAS (cont.)

- En nuestra opinión no hay razón para vender a un tipo de cambio que el mercado considera 'barato' por un largo período de tiempo, pero los incentivos del gobierno saliente están dirigidos a retirarse con la menor inflación posible, aunque ello implique entregar un Banco Central con pocas reservas y endosarle el problema a la próxima gestión. Así, si el Banco Central quiere, puede dejarle la sorpresa ('caos') al gobierno entrante: reservas por el piso y sed de dólar por parte de los ahorristas.

RESERVAS: EN UN NIVEL QUE COMPLICA

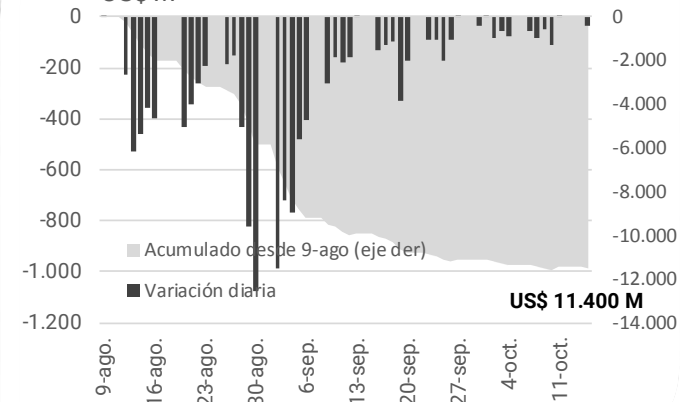
- Con datos al 21-oct las reservas ascienden a US\$ 46.885 M; acumulan una baja de US\$ 19.400 M contra el viernes previo a las PASO.
- Las reservas netas (descontando el swap con China, los préstamos de organismos internacionales y los encajes que respaldan los depósitos en moneda extranjera) suman US\$ 11.270 M. No alcanzarían a cubrir 3 meses de alicaídas importaciones (US\$ 4 MM según el dato de septiembre).
- La salida de depósitos privados en dólares se mantiene persistente, aunque la magnitud de la corrida parece haber mermado en relación con lo ocurrido en las primeras semanas post PASO. No obstante, la marcada caída de las reservas en los últimos días supera ampliamente la demanda del Tesoro para afrontar los pagos de deuda (Letes e intereses) lo que hacen presumir que la salida recupere intensidad. Los últimos datos de depósitos datan del 15-oct.

Depósitos privados en dólares
US\$ M



Fuente LCG en base a BCRA

Depósitos privados en dólares
US\$ M



Fuente LCG en base a BCRA

¿ALCANZAN O NO LAS RESERVAS PARA LLEGAR A DICIEMBRE?

- El cuadro anexo resume la capacidad del BCRA para hacer frente a una demanda potencial de dólares en lo que queda del año.
- Consideramos la demanda potencial proveniente de la no renovación de vencimientos de letras del Tesoro (unos \$ 2 MM post reperfilamiento) y por el pago de intereses por la tenencia de títulos más largos pendientes de reestructuración (US\$ 1,9 MM). Por otro lado, sumamos la presión que eventualmente podría generar una salida más pronunciada de los depósitos de los bancos. Particularmente en este caso asumimos la corrida del 35% de los depósitos.

| | Stock (en moneda de origen) | | | % renovación | Demanda potencial de US\$ (@ AR\$/US\$ 65) |
|---|--------------------------------|-----------|-----------|-----------------|--|
| Vencimientos Letes | US\$ M | nov-dic | 1.030 | 0% | 1.030 |
| Vencimientos Lelink | US\$ M | nov-dic | 117 | 0% | 117 |
| Otros vencimientos (capital + intereses) | US\$ M | nov-dic | 1.370 | 0% | 1.370 |
| Vencimientos Lecaps | ARS M | nov-dic | 54.592 | 0% | 840 |
| Vencimientos Lecer | ARS M | nov-dic | 5.355 | 0% | 82 |
| Otros vencimientos (capital + intereses) | ARS M | nov-dic | 33.292 | 0% | 512 |
| A. DEMANDA POR NO RENOVACION DE VENCIMIENTOS | | | | | 3.952 |
| Depósitos privados en US\$ | US\$ M | últ. Dato | 21.001 | 65% | 7.350 |
| Depósitos privados a plazo en AR\$ | AR\$ M | últ. Dato | 1.181.452 | 65% | 6.362 |
| B. DEMANDA POR CAIDA DE DEPOSITOS | | | | | 13.712 |
| C. TOTAL DEMANDA POTENCIAL US\$ | | | | | 17.664 |
| Reservas Brutas | US\$ M | | | | 46.885 |
| Swap China | US\$ M | | | | 18.500 |
| FMI/ Organismos | US\$ M | | | | 9.500 |
| D. Reservas internacionales netas (de SWAP/ FMI) | | | | | 18.885 |
| E. DESEMBOLSO FMI (Sep+Dic) ¿? | | | | | 0 |
| Reservas internacionales remanentes | | | | | 1.221 |

Reperfilamiento pendiente

- Entre la parte de los depósitos que saldrían del sistema y los vencimientos no renovados existe un potencial de US\$ 17,7 MM que podrían transformarse en demanda de dólar billete.
- El ejercicio asume un dólar a \$65, apenas por encima del nivel actual. A este tipo de cambio, el BCRA se consumiría prácticamente la totalidad de las reservas netas para dar salida a esta demanda potencial. **Se quedaría con un remanente marginal de US\$ 1,2 MM.**

PENSANDO EN EL DESDOBLAMIENTO

- En materia cambiaria no hay muchas posibilidades, **el dólar parece tener un nivel de equilibrio en la balanza comercial que no se condice con el dólar financiero**. Hay mucha expectativa puesta en que un desdoblamiento podría ser la solución. Un dólar comercial en los niveles actuales y un dólar para la cuenta financiera (y tal vez servicios) que opere con una brecha al alza respecto al primero.

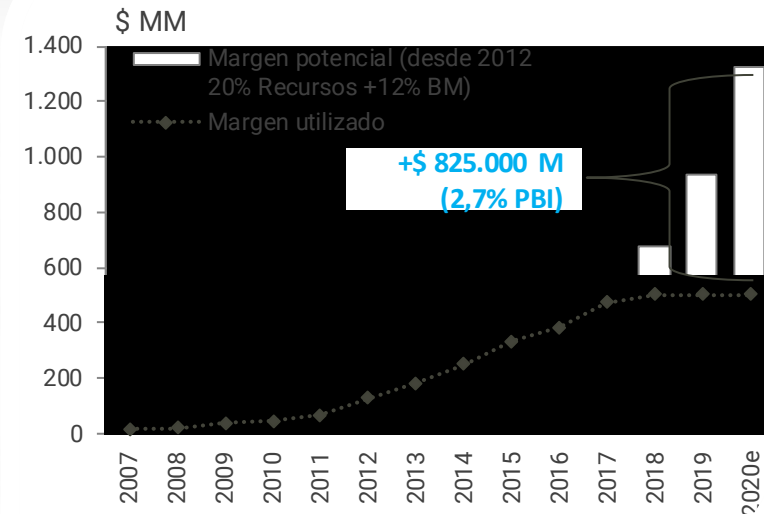
Algunas observaciones al respecto.

- Esta estrategia ya fue adoptada por Argentina y otros países.
- El principal y recurrente problema que surge es que no existe un flujo suficiente de oferta para el dólar financiero; **las intervenciones del BCRA no pueden ser sistemáticas y eso termina deformando al régimen original**. Lo segundo a tener en cuenta es que **los precios pueden indiciarse a un tipo de cambio más parecido al financiero**, con lo que no tendría sentido salir del esquema del MULC.
- La parte positiva es que, si el tipo de cambio financiero alcanza un nivel alto, **podría bajar la tasa de interés toda vez que caiga la tasa de depreciación esperada gracias a la actualización del spot financiero**.
- No obstante, el costo de tener un régimen cambiario tan desfigurado o falseado es que impacta negativamente sobre la demanda agregada vía menor demanda de inversión. Por lo tanto, tiene costos en la actividad.
- La otra parte es la dinámica del funcionamiento, la necesidad de tener una cuenta corriente positiva para que con esas divisas se pueda intervenir en el financiero es una condición que quizás requiera que se actualice periódicamente el tipo de cambio comercial acarreando también consecuencias inflacionarias.

HACIA UN NUEVO PROGRAMA MONETARIO

- Esperamos que este programa monetario sea sustituido por otro. **Posiblemente alguno de dinero endógeno donde no se restrinja vía cantidad de dinero y no redunde en tasas de interés elevadas.**
- Tampoco se puede descartar que, ya sin acceso a los mercados y a fin de atender a las obligaciones en pesos del Tesoro, **se recurra a la emisión de dinero para cubrir necesidades de financiamiento en moneda local.**
- En 2020 el Tesoro no podrá apelar al resultado cuasifiscal del BCRA porque, como escribimos en la Instantánea Económica “El Central al rojo vivo”, el banco registrará pérdidas este año. **Pero el financiamiento vía Adelantos Transitorios cuenta con un margen elevado: \$ 825.000 M (2,7% del PBI).**

Adelantos Transitorios del BCRA



Fuente: LCG

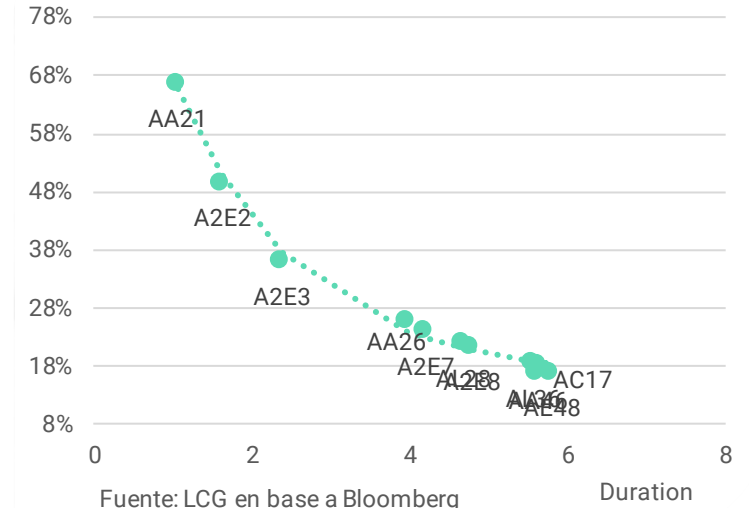
- El regreso a tasas de interés negativas para estimular la economía parece ser uno de los canales que utilizaría A. Fernández para ‘encender’ la economía. **Hasta el momento las tasas ex post positivas han sido una rara avis en los últimos años y es algo de lo que el candidato con más chances de ganar las elecciones presidenciales ha criticado.**
- **Nuevamente un mercado de pesos que opera a tasas negativas repercutirá negativamente en el ahorro y positivamente en el consumo.** El cambio de composición de la demanda agregada que podría generar es el de adelantar consumo en el presente resignando mayores ingresos per cápita en el futuro.
- **Lo que preocupa de este régimen es que por esta vía no hay ancla de expectativas de inflación.** No creemos que sea el lado monetario el que de la señal de desinflación en un eventual gobierno de A. Fernández. Para ello sí quizás sirva utilizar un dólar comercial y generar atraso, caso contrario la dinámica inflacionaria podría ubicarnos un escalón aún superior al actual.

DEUDA SOBERANA

- **Los precios de los bonos argentinos siguen descontando algún tipo de quita** (ver Informe Mensual N° 125 “Despejar para despegar. La necesidad de reestructurar la deuda”). En este sentido el mercado está haciendo clara distinción entre las distintas emisiones, priorizando entre aquellos papeles emitidos en USD, bajo legislación extranjera, de los emitidos en pesos y/o bajo legislación local. **La deuda en USD ley NY opera a paridades del 45% en promedio.**
- **La deuda CER está en niveles del 35% de paridad y luce como una opción interesante**, dado que si bien es probable una quita, un reclamo en pesos constantes de 3 a 1 puede terminar dando buenas ganancias en medio de un contexto de una inflación elevada.

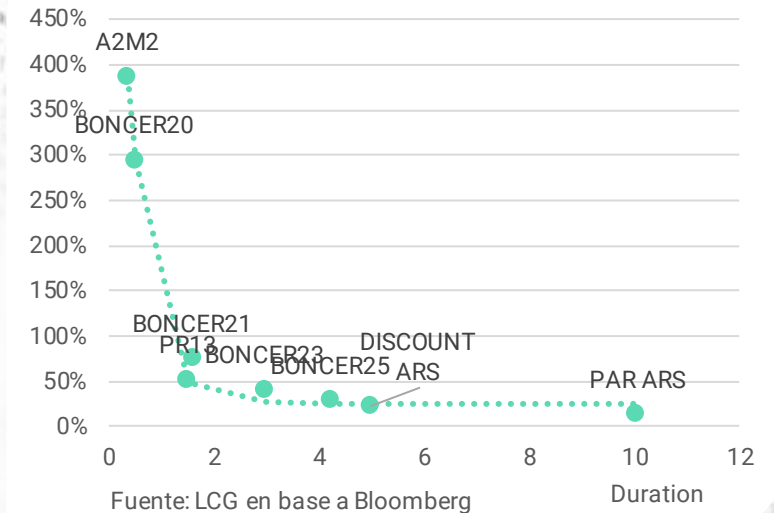
Renta fija en US\$ Ley NY

% YTM



Renta fija en AR\$+CER

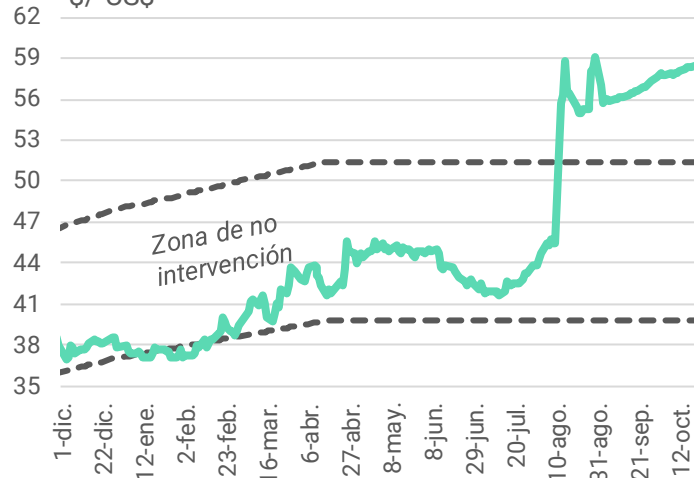
% YTM



SPOT Y CONTADO CON LIQUI

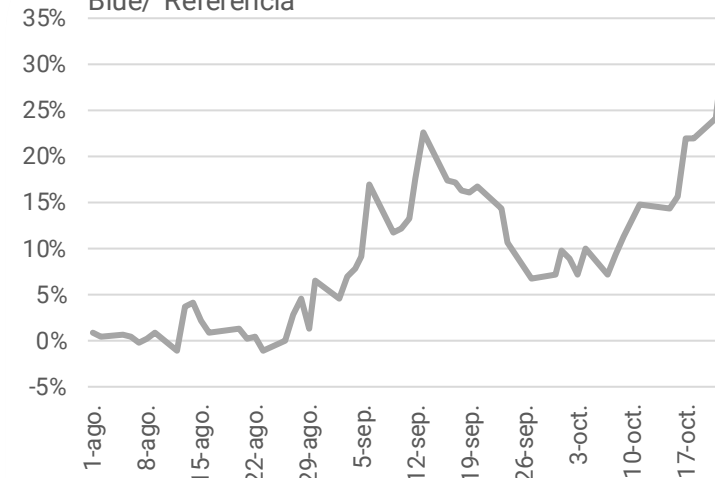
- El dólar oficial cerró en AR\$ 58,5 (21-oct).
- Se vieron fuertes subas en la brecha, con el contado con liquidación llegando a los \$77 (brecha del 32%). Parece ser que si bien la falta de pesos contiene un poco la cotización de este dólar, lo que queda de cobertura pre electoral sumado al corrimiento de la oferta de dólares disparó la cotización en las últimas semanas.

Tipo de cambio de referencia
\$/ US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

Tipo de cambio nominal
Blue/ Referencia

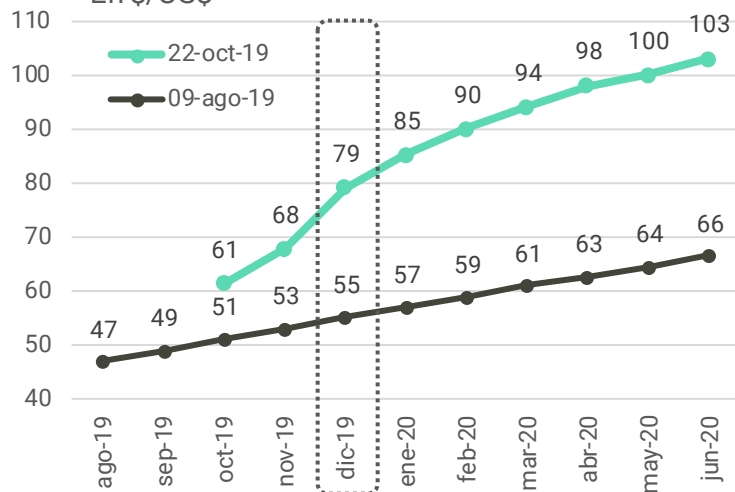


Fuente: LCG en base a BCRA

FUTUROS

- Las tasas de los futuros de dólar reflejan claramente la incertidumbre que hay con respecto el cambio de gobierno. Se ven operando los futuros de octubre y noviembre a tasas del 150%, mientras que diciembre está en 181% (spot de AR\$ 79 a fin de año).

Futuros tipo de cambio
En \$/US\$



Fuente: LCG en base a ROFEX