

17 de Julio de 2020

PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo

g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista jefe

m.sala@lcgsa.com.ar

Julia Segoviano

Economista

j.segoviano@lcgsa.com.ar

Emilia Calicibete

Analista

e.calicibete@lcgsa.com.ar

Florencia Blanc

Analista

f.blanc@lcgsa.com.ar

Bautista Bassi

Analista

b.bassi@lcgsa.com.ar



lcg.

Costa Rica 4165 –CABA

(+5411) 4862 8992

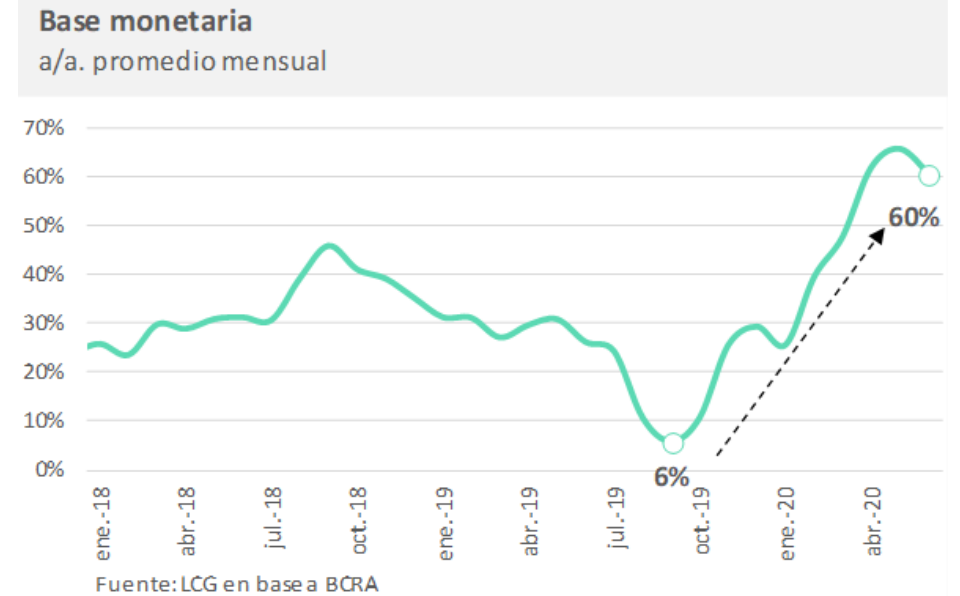
www.lcgsa.com.ar

info@lcgsa.com.ar

Agregados Monetarios

Factores de expansión de la Base monetaria

- En junio la Base Monetaria creció \$ 33 MM y en los primeros 13 días de julio sumó otros \$ 224 MM. En la comparación anual equivale a un **crecimiento del 60% anual (12% medido en términos reales) reflejando la marcada aceleración registrada en los últimos 6 meses.**

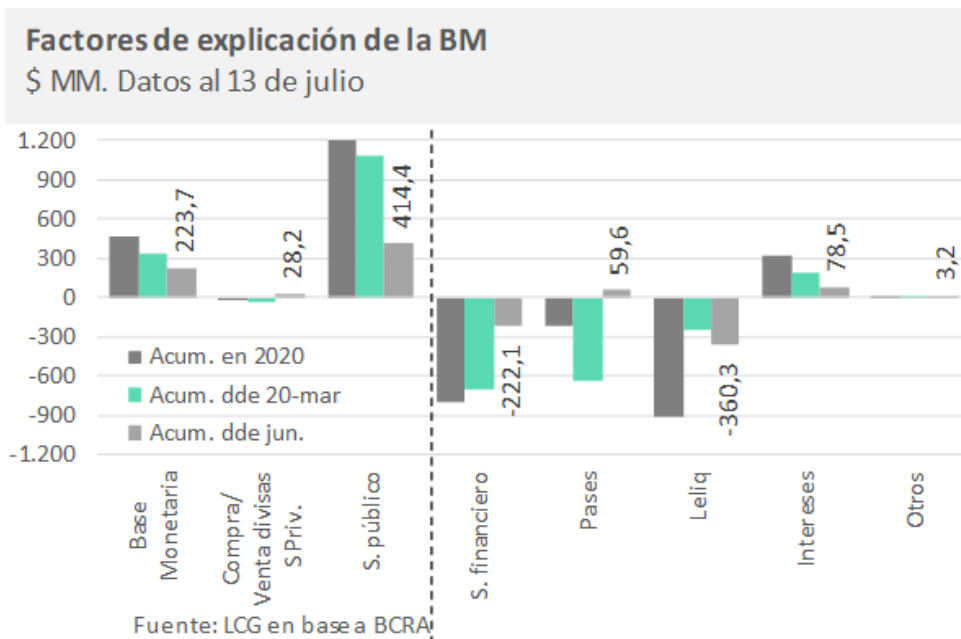


- La expansión se mantiene en línea con la dinámica de los últimos meses, en donde **la asistencia al Tesoro para financiar el crecimiento del gasto público en momentos de pandemia viene marcando el camino.**
- Hasta el momento, el financiamiento del Central al Tesoro alcanzó para cubrir todo el déficit financiero del SPNF en los primeros 5 meses del año (\$ 900 MM), pero la demanda seguirá siendo importante en lo que resta del año (estimamos unos \$ 1,5 Bn adicionales en el segundo semestre) dado que, por ahora, resulta la única fuente de financiamiento con la que cuenta el Gobierno.

Agregados Monetarios

Factores de expansión de la base monetaria

- Puntualmente desde principios de junio, el Tesoro recibió \$ 300 MM por el giro de utilidades del BCRA; pero contando desde el inicio de la cuarentena (20-marzo) la asistencia total suma \$ 1100 MM (y \$ 1435 MM desde el momento cero de la gestión de Alberto Fernández -probando que esta vía de financiamiento se había empezado a usar antes del descalabro fiscal que trajo la pandemia).
- En junio se sumó, además, el efecto expansivo que implicó la intervención del BCRA en el mercado de cambios en su posición compradora de reservas. Pero la expansión por la vía 'virtuosa' de acumular reservas agregó apenas \$ 28 MM, por lo que se deteriora la posición de activos y pasivos del BCRA.



- La inyección total de pesos sigue siendo rescatada vía pasivos remunerados del BCRA (leliqs y pases pasivos): **\$222 MM en el período considerado**, esto es 50% de la expansión total. Contando desde principios de año, esta relación se eleva a 63% y se refleja en el mercado crecimiento de los pasivos remunerados del BCRA (*ver más adelante*).

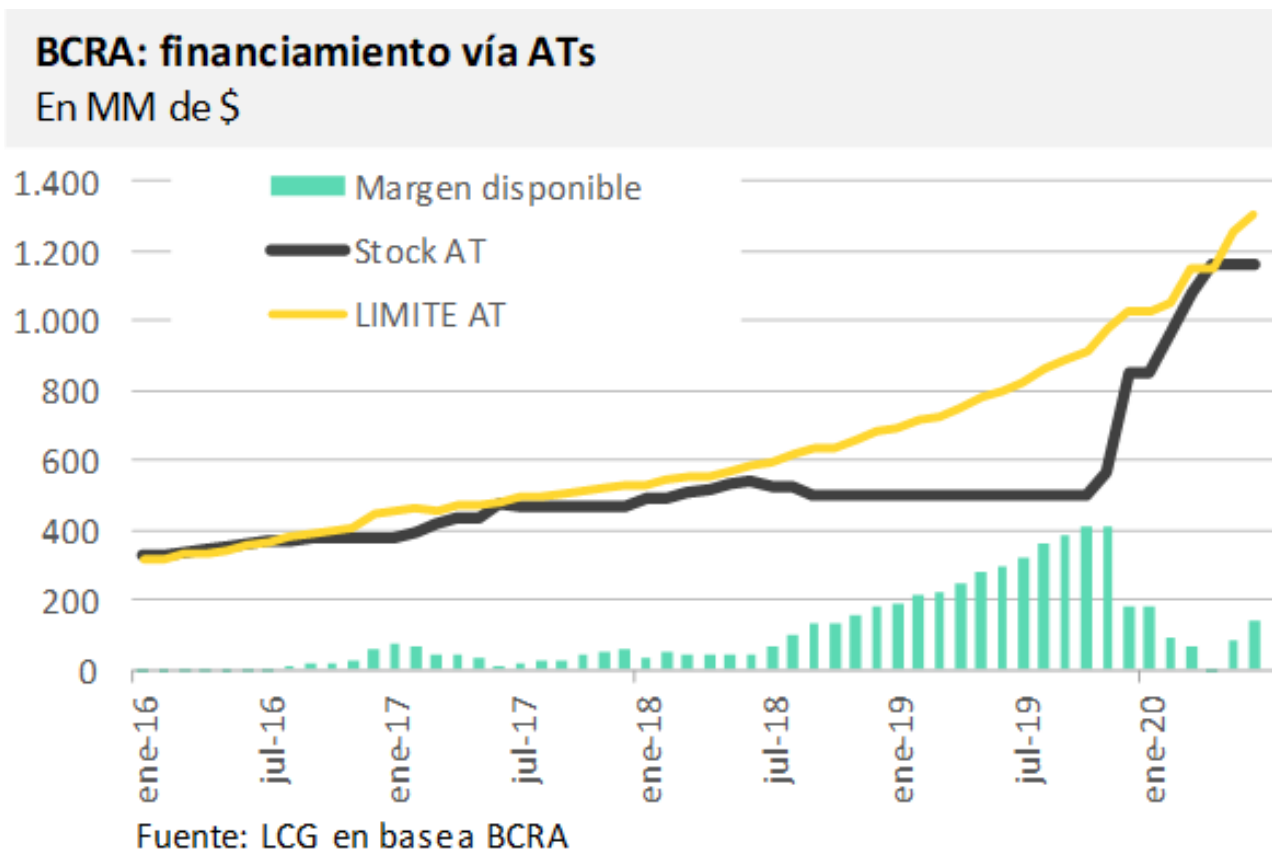
Límites al financiamiento del Tesoro

- Las vías de asistencia del BCRA al Tesoro se concentran en dos mecanismos.
 - La transferencia de utilidades generadas en el ejercicio anterior; y
 - El giro de Adelantos Transitorios.

- Ambos mecanismos tienen sus límites
- En el primer caso, el tope lo impone el monto de las rentas generadas. En este caso, \$ 1.640 MM por el ejercicio 2019. De ese total, el BCRA ya transfirió \$ 1000 MM, por lo que cuenta con un remanente de \$ 500 M, después de retener el 5% para integrar capital.
- En el segundo caso, el límite lo impone **un polinomio que considera el 10% de la base monetaria sumado al 20% de los ingresos corrientes fiscales del Sector Público Nacional**. Dentro de estos ingresos se consideran los ingresos por rentas del BCRA, es decir la transferencia que se haga del cuasifiscal (que se corresponde con el mecanismo anterior). Al día de hoy, el Tesoro tiene margen para recibir \$150 MM por esta vía. Pero **de transferirse el total remanente del cuasifiscal (\$500 MM) podría sumarse un margen de \$ 100 MM adicionales de manera automática.**

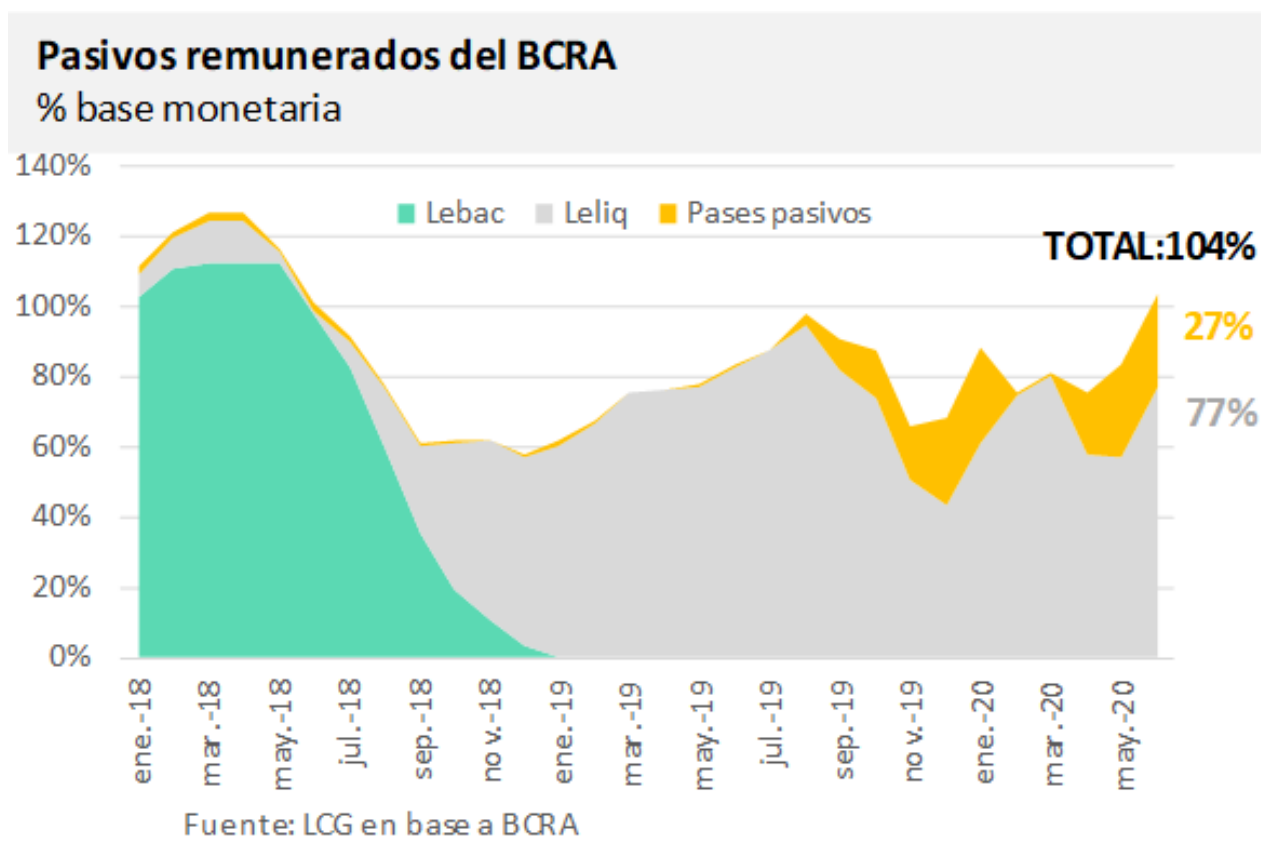
Límites al financiamiento del Tesoro

- En total, **el Tesoro tiene asegurado financiamiento por \$ 600 MM adicionales** para lo que resta del año. Es una **suma que se encuentra por debajo de nuestra proyección de déficit primario para el segundo semestre del año (\$ 900 MM)**, considerando un déficit primario de 6,8% para todo el año.
- El margen podrá ampliarse en la medida que los ingresos crezcan respecto a los niveles actuales y lo mismo aplica para la base monetaria. Existe preocupación acerca de que aun así no alcance el límite para saciar las necesidades del Tesoro. **Quedará la vía de endeudamiento con el mercado en la medida que se logre recomponer la curva en moneda local** una vez superada la reestructuración de la deuda y dado el excedente de liquidez circulando.



Pasivos remunerados del BCRA

- La absorción de la inyección de pesos para financiar al Tesoro se tradujo en un crecimiento palpable de los pasivos remunerados del BCRA, que ya vuelven a representar el 100% de la BM.
- La contracara de esta dinámica, y en un contexto en el cual la asistencia al Tesoro pondrá a prueba los límites más temprano que tarde, es **que este stock no es más que emisión encubierta respaldada por el exceso de liquidez de los bancos**. Por este motivo, y por ahora, el rescate de Pesos no requiere de una suba de tasas, pero la amenaza de un sistema financiero más estresado podría revertir la situación.

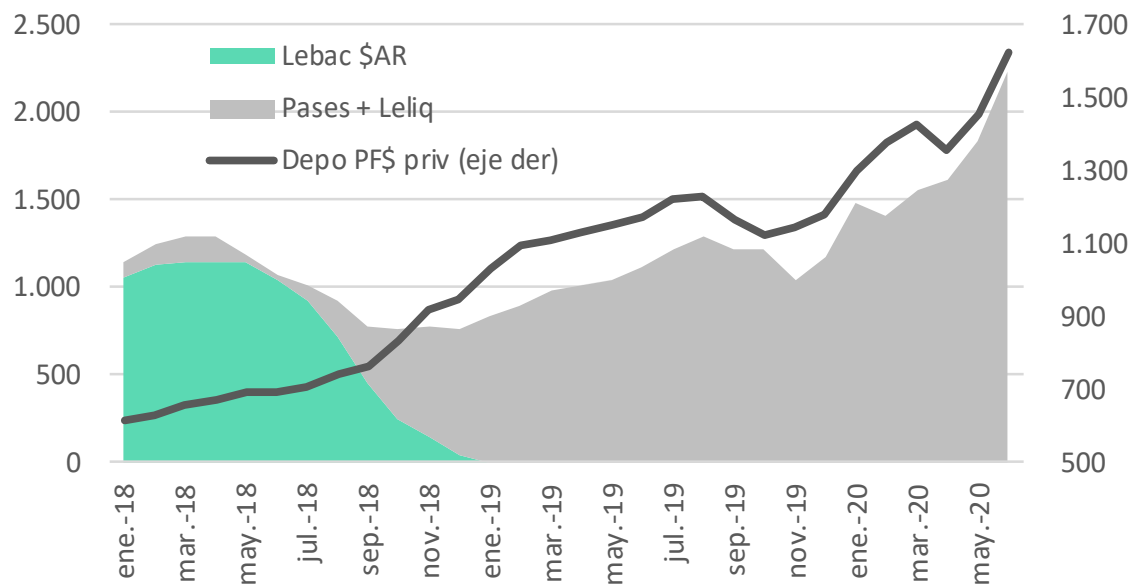


Pasivos remunerados del BCRA

- El crecimiento de los pasivos rentados va contra el resultado cuasifiscal del BCRA.
- Si bien el cepo habilitó una baja sensible de la tasa de PM (a 38%, 25 pp por debajo de lo heredado) permitiendo reducir el costo de la esterilización, es cierto que **el aumento del stock de leliq y pases pasivos ya generan un costo de intereses en torno a los \$ 60 MM al mes (0,2% del PBI).**

Depósitos privados vs. Pasivos remunerados del BCRA

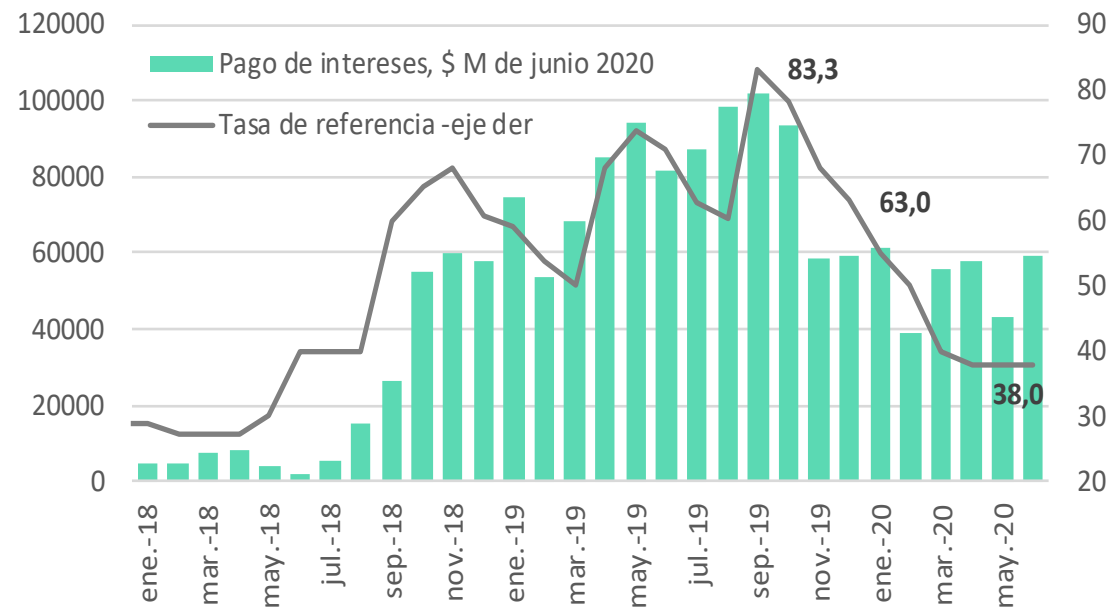
\$ MM



Fuente: LCG en base a BCRA

Pago de intereses por pasivos financieros

2018-2020

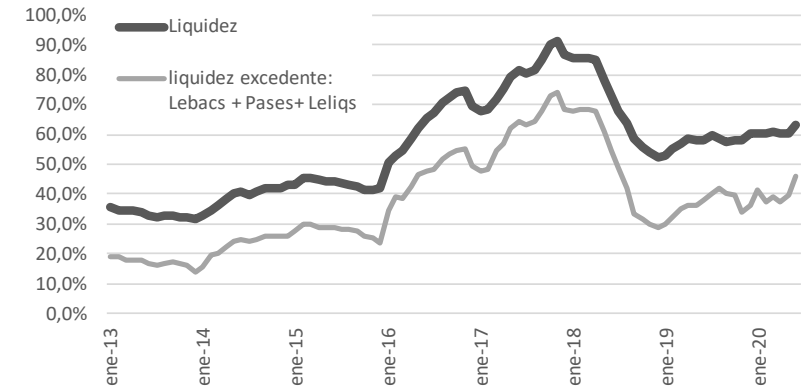


Fuente: LCG en base a BCRA

Liquidez bancaria

- El nivel de **liquidez de los bancos se mantiene en aumento** en un contexto de mayor preferencia por activos líquidos en momentos de **confinamiento e incertidumbre: trepa a niveles de 63% de los depósitos en junio**. La **liquidez excedente**, medida por las colocaciones en pases y leliqs representan el **46% de los depósitos, el nivel más alto desde mediados de 2018** (cuando se comenzó avanzar en el desarme de las lebac).

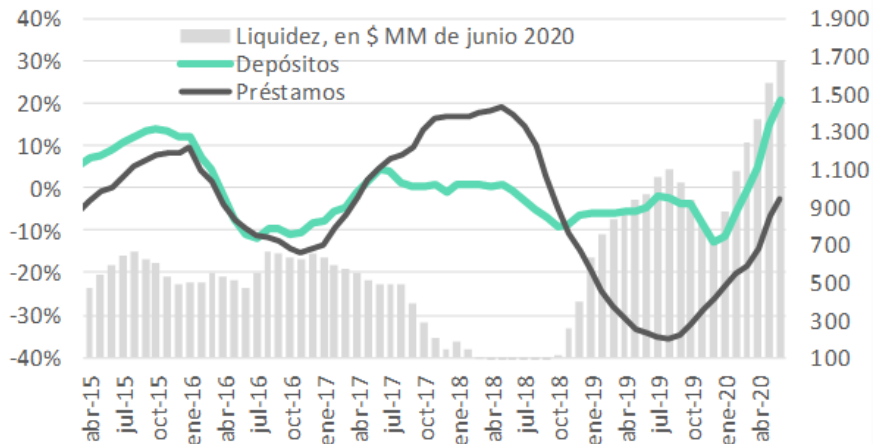
Liquidez bancos
% depósitos totales



Fuente: LCG en base a BCRA

Préstamos y Depósitos Privados en ARS

a/a y \$ MM. En términos reales.



Fuente: LCG en base a BCRA

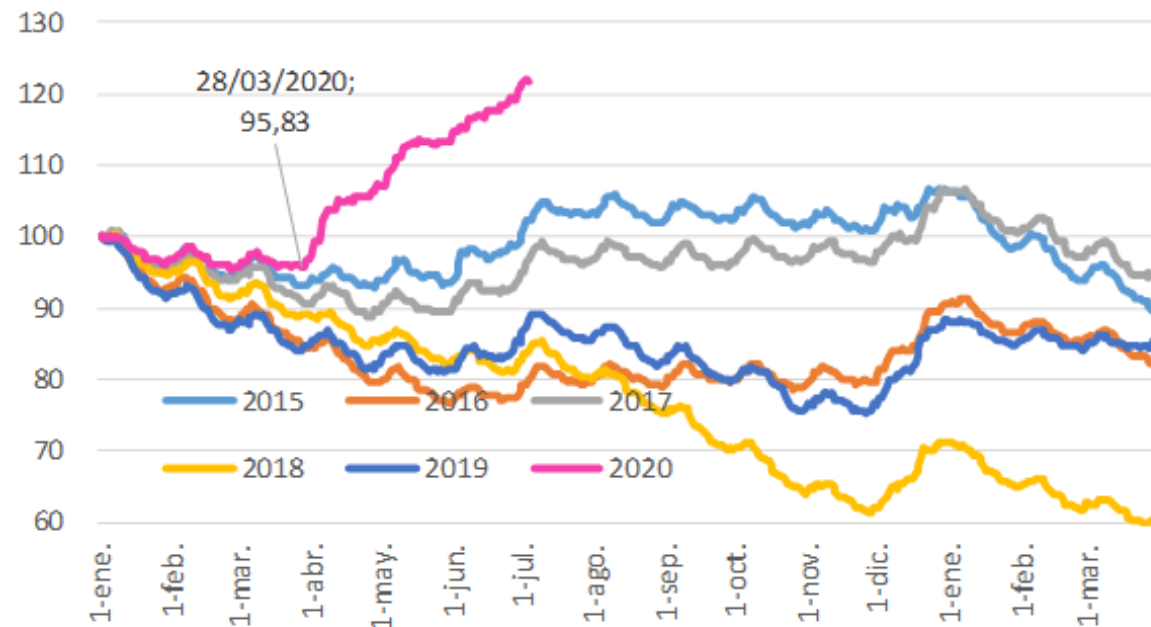
- La contracara de esta situación es **la escasa dinámica del crédito**, más allá del impulso que el Gobierno intenta otorgarle a través de los fondos de garantía para préstamos a empresas al 24% y la línea de financiamiento a monotributistas y autónomos a tasa 0%. En un contexto de depósitos creciendo a tasa del 20% anual real, fundamentalmente a partir de la necesidad de liquidez para afrontar el confinamiento y por efecto de un cepo más estricto que vuelve a los excedentes cautivos del sistema financiero, **los préstamos al sector privado todavía caen 3% medido en términos reales comparado con un año atrás**.

Demanda de dinero

- **La demanda de dinero se incrementó fuertemente desde el ASPO.** Sobre este punto existen **dos posturas**. Por un lado, la economía argentina no tiene un ratio de monetización alto: la base monetaria al PBI no llega al 10%. Por lo tanto, **la emisión daría espacio a una remonetización** de la economía. De hecho, algo de esto se vio en el período previo al confinamiento.
- Por otro lado, hay **una visión más pesimista y es que la demanda de circulante aumentó exclusivamente por el efecto artificial de la cuarentena**. Algo que parece evidenciar también la serie (ver gráfico). El punto es que, sin posibilidad de circular personas, el dinero tampoco circula o lo hace a una velocidad menor.

Circulante real

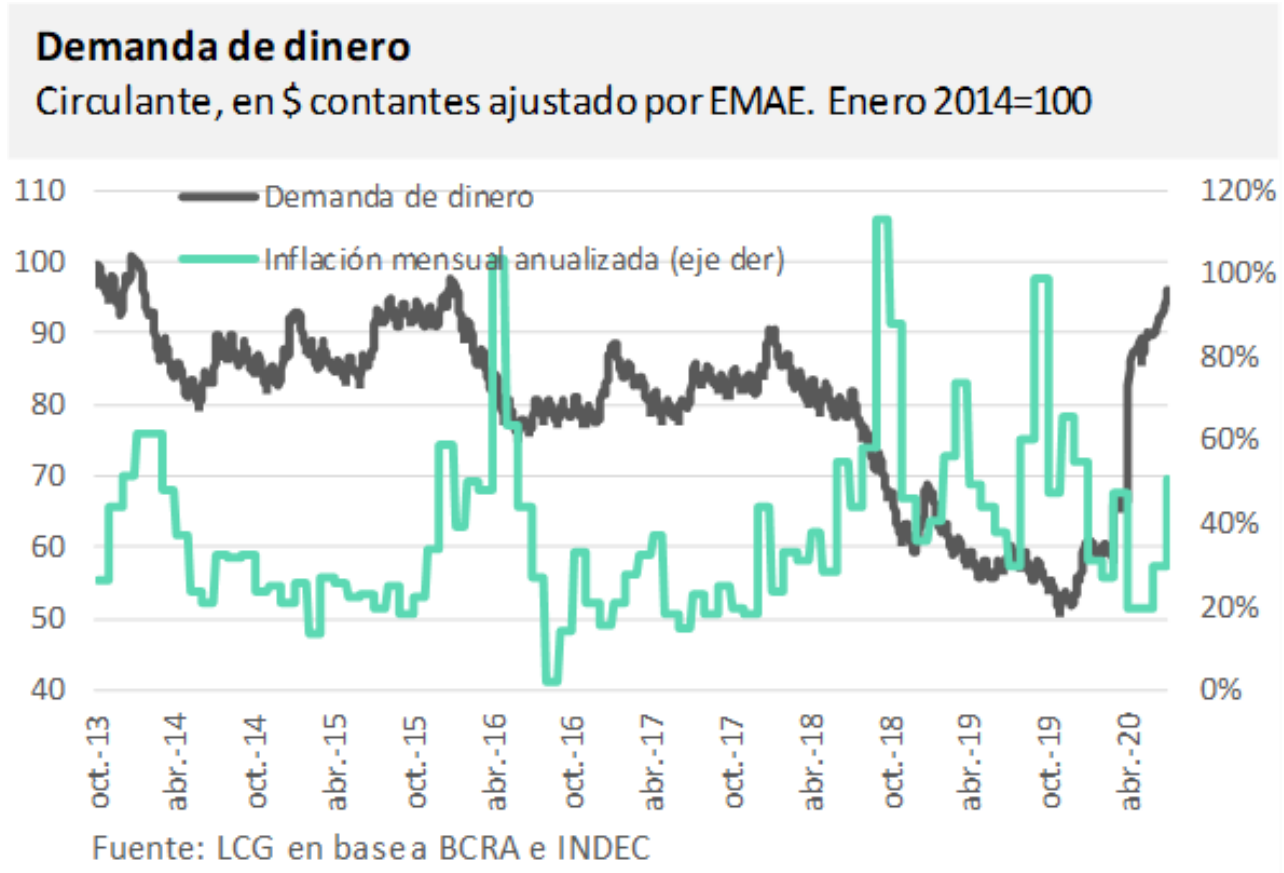
Base 100= 1-ene



Fuente: LCG en base a BCRA

Demanda de dinero

- Creemos que son dos extremos, existe espacio para monetizar en parte, pero por otro lado no creemos que sea el momento adecuado. **La demanda de pesos depende en particular de la actividad que está en caída, de la tasa de interés real, que se encuentra estable y de las expectativas de devaluación y de inflación. Estas últimas no están del todo ‘tranquilas’.**
- **Las expectativas de devaluación y de inflación son función de la emisión**, por lo tanto, es esperable que, si todos percibimos que el déficit está siendo completamente financiado con señoreaje, entonces estas últimas suban y baje la demanda de pesos. (ver gráfico).



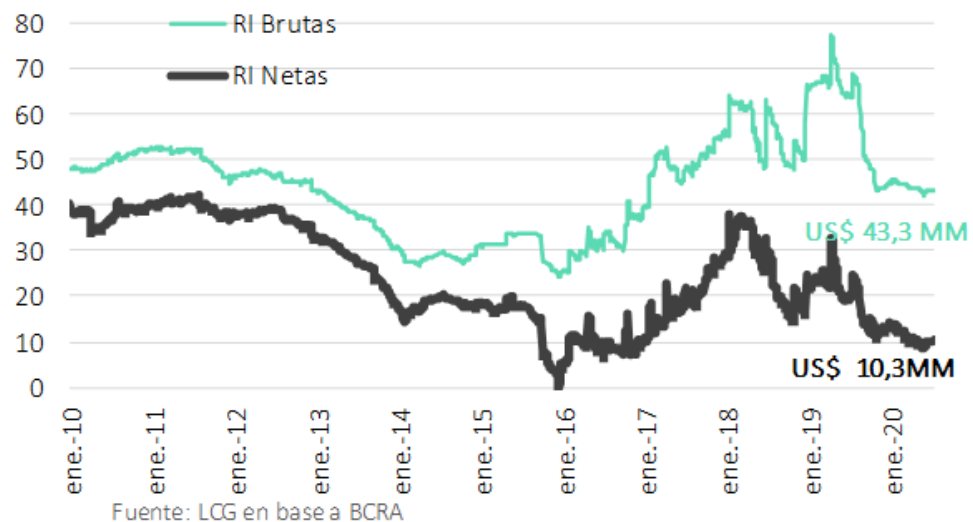
Demanda de dinero

- Sobre este punto uno podría pensar qué sucederá post confinamiento. **El exceso de pesos creemos que se evidenciará, caerá la demanda de circulante** y habrá que ver los lugares a los que puede ir: básicamente al mercado informal de divisas, al mercado de bienes y servicios o a instrumentos de deuda.
- La tendencia no se frena acá, **aún falta emisión para cubrir déficit fiscal: estimamos que la brecha fiscal a financiar en el segundo semestre del año ascienda a \$ 1,5 Bn.** El desequilibrio en el mercado de pesos aparecerá. Sobre esto **el BCRA expresó en su IPOM que confía que la demanda de circulante aumentará con la recuperación de la actividad, hipótesis que no negamos, pero que consideramos que debe tener en cuenta el efecto de la suba artificial mencionada.**
- Por lo tanto, **existirá un desafío para el BCRA acerca del ritmo de esterilización.** En este sentido, si no hay riesgo bancario, buena parte del dinero será esterilizado sin necesidad de recurrir a elevadas tasas de interés, pero sí será una cantidad de pesos alta, **que generará emisión futura por intereses de pasivos monetarios remunerados** (pases pasivos y leliqs).

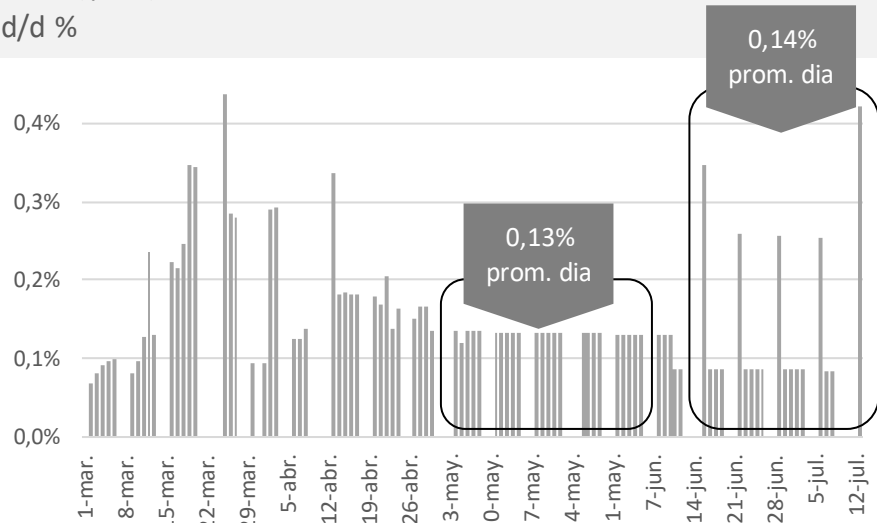
Reservas Internacionales

- El stock de reservas internacionales asciende a **USD 43,3 MM (dato del 13-jul)**. El BCRA fue 'comprador' en junio sumando USD 700 M respecto al cierre de mayo.
- Las **reservas netas** (descontando pasivos en USD del BCRA como el swap con China y con el BIS -USD 22 MM en conjunto- y los encajes por los depósitos en dólares -USD 10 MM) **suman apenas USD 10,3 MM, todavía en niveles mínimos** (dejando de lado el cierre de 2015 cuando llegaron a niveles negativos).

Reservas Internacionales
US\$ MM



FX AR\$/ US\$
d/d %

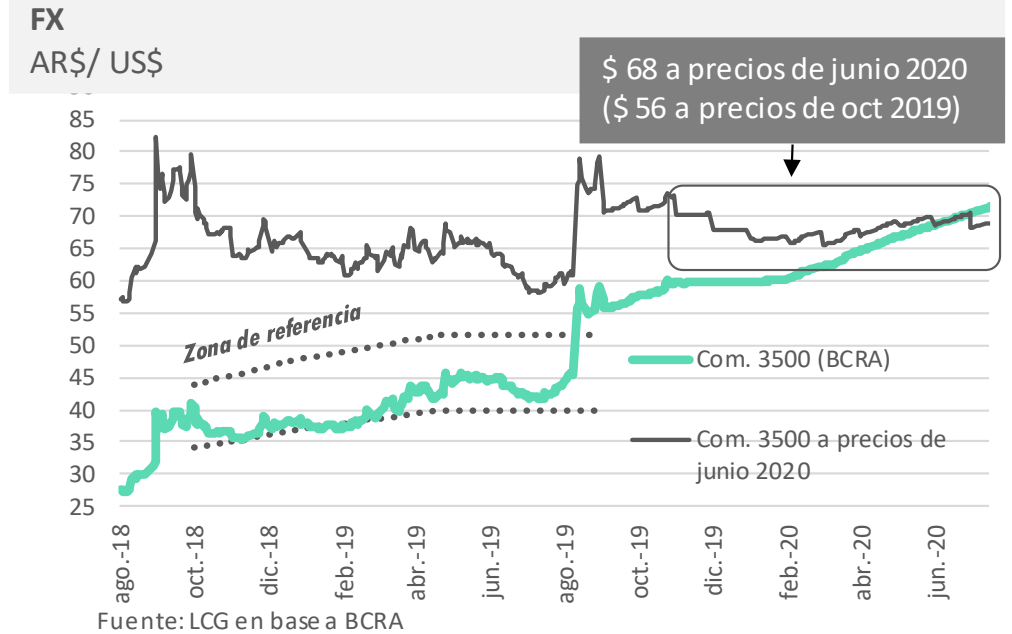


- Aunque con una estrategia distinta, el FX oficial mantiene la tasa de depreciación diaria en torno a 0,13% promedio. Lo que entre mayo y principios de junio fue un ajuste prácticamente constante a razón de 0,13% día, **desde mediados del mes pasado se reemplazó por una devaluación más pronunciada a principio de cada semana y menores ajustes en los días siguientes.**

Tipo de Cambio

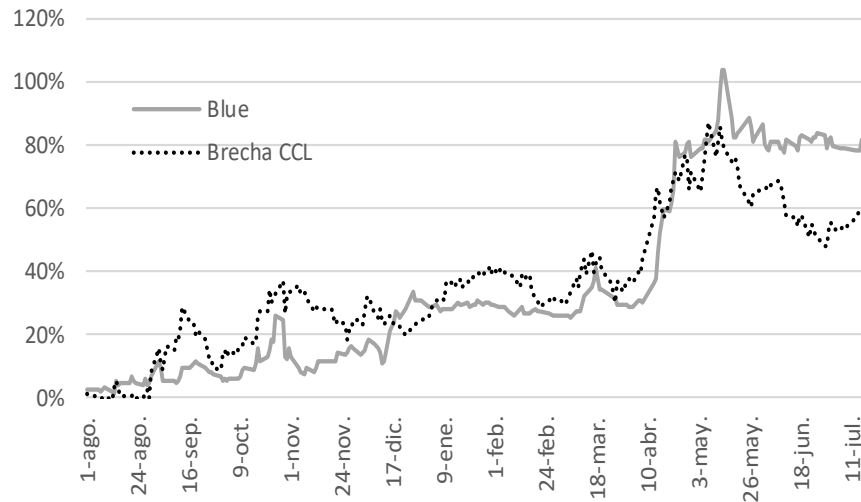
Tipo de Cambio

- De todas maneras, vale la pena notar que, en el promedio, el **esquema de *crawling peg*** sostiene al dólar en los niveles previos. **Medido en precios de junio 2020**, se observa que el BCRA se ha enfocado en conservar el valor del dólar en torno a los niveles heredados: los **AR\$ 60** que **A. Fernández defendió como en un nivel 'adecuado'**.



Brecha Cambiaria

% respecto al oficial



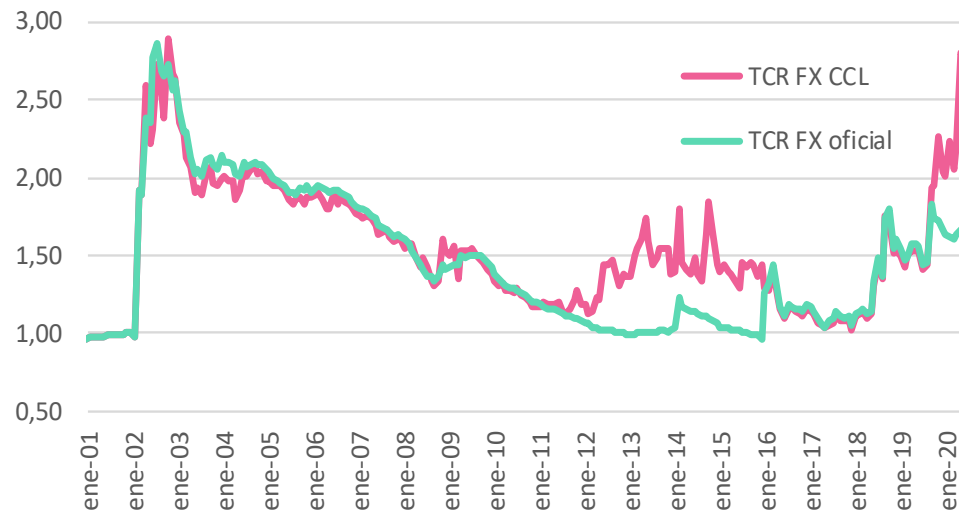
Fuente: LCG en base a BCRA

- Luego del endurecimiento de las restricciones para operar que llevaron a una baja pronunciada (de ARS 125 a ARS 104), el dólar **CCL cobró impulso la última semana cerrando en ARS 113,7.**
- La brecha respecto al FX oficial vuelve a ubicarse en los umbrales del 60%. El **dólar Blue** cotiza a ARS 130 y la **brecha con el oficial es del 80%.**

Tipo de Cambio Real

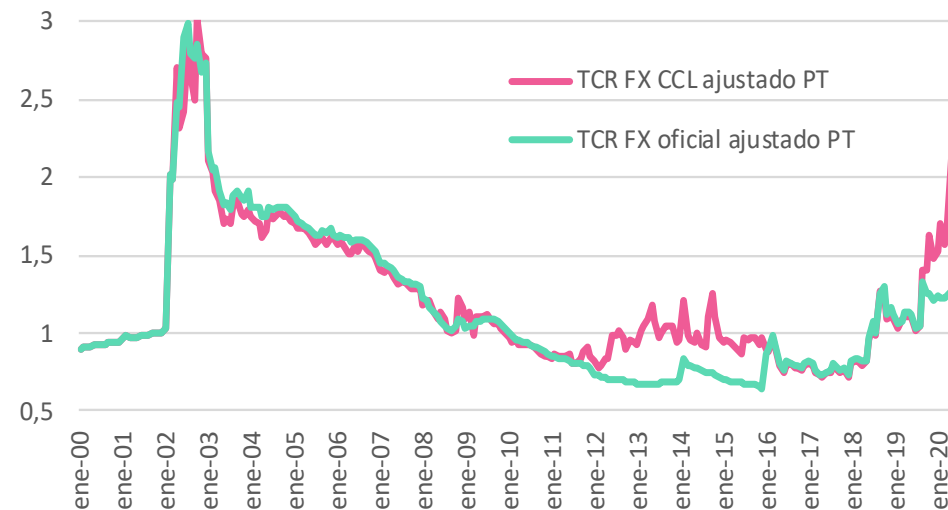
- Ajustado por inflación, el **FX oficial bilateral** mostró una **recuperación en el margen en los últimos dos meses**. No obstante, como mencionamos antes, y visto en perspectiva se mantiene prácticamente constante desde octubre. **Se encuentra en un nivel semejante a los de 2007**, cuando todavía existía superávit comercial.
- El mismo cálculo, pero **empleando el CCL** permite ver que su valor luce **demasiado alto**, reflejo, no de los *fundamentals* de la macro doméstica, sino el rechazo al peso como reserva de valor. Ajustado por inflación, el dólar CCL retrocede a niveles de 2002.
- **Corregido por el diferencial de presión tributaria el dólar CCL todavía luce depreciado**, aunque en **niveles comparables con 2003**, en tanto que el dólar oficial resulta apenas 30% más alto que en diciembre 2001 (vs. 70% excluyendo este ajuste).

Tipo de cambio real
índice base diciembre 2001=1



Fuente: LCG en base a BCRA

Tipo de cambio real ajustado por presión tributaria
índice base diciembre 2001=1



Fuente: LCG en base a BCRA

Deuda: un asunto difícil de resolver

El ministro se debería poner de acuerdo con el académico Guzmán. Da la sensación de que el ministro no está pudiendo cerrar el acuerdo de la deuda externa. **Argentina hizo cuatro ofertas finales y no está cerrado, fueron todas rechazadas.** La **sostenibilidad no está ya en discusión y es hora de poner punto final a las negociaciones** que están llevando 6 meses por encima de la negociación de Ecuador. Se puede ofrecer más valor sin necesidad de comprometer más dólares.

Por un lado, **se valora el esfuerzo de no solo mantener, sino incrementar en más de 10 dólares la oferta inicial en un contexto de deterioro de la actividad a nivel global** reflejado en las correcciones de proyecciones del FMI. Si antes la deuda era apenas sostenible, con la destrucción de riqueza menos lo será aún y **el mercado ya descuenta que Argentina en unos años deberá volver a negociar la deuda.** Quizá por esto es que los acreedores demandan más beneficios legales en la negociación. La indecisión entre la sostenibilidad y lo pragmático de cerrar un acuerdo no está permitiendo alcanzar el canje.

La política no es ajena y la Casa Blanca hoy está menos interesada en que haya un canje exitoso en un contexto donde el Presidente se muestra dubitativo respecto a la situación de Venezuela y el respaldo al ex presidente Lula da Silva. **Se percibe cierta ingenuidad respecto a que esto se resuelve como en el 2005. La nueva configuración internacional es muy diferente a la de aquel momento** y el Presidente parece añorar los buenos tiempos.

Sucede que **las amenazas ya no son creíbles**, cada vez que se hace una oferta final el rechazo constante y la consecuente mejora no da lugar a la posibilidad de llegar a un acuerdo final. **Quizás haga falta la intervención de terceros en una relación trunca entre los interlocutores que participaron hasta el momento en la negociación.**

La posibilidad de alcanzar el 60% no es tanto llegar a ese número sino tener una estrategia de cómo empezar a seducir al 40% restante que hasta el momento se muestra intransigente a las propuestas del equipo encabezado por el Ministro Guzmán.

Un **proceso largo e ineficiente no podrá ser 'vendido' como exitoso cuando los objetivos iniciales de sostenibilidad fueron abandonados. Ni el sector público ni el privado retornará a los mercados internacionales luego de pasado varios meses de la renegociación.** No quedó clara la estrategia de Argentina que no pudo cumplir los objetivos de sostenibilidad ni los de cerrar si quiera por fases el acuerdo.

Deuda en Dólares Ley Argentina

Por otro lado, se comunicó la propuesta de reestructuración de bonos ley local. Por supuesto que el Gobierno tiene mayor capacidad de imponer sus condiciones. Así se deja ver en el comunicado que **hay un dejo de amenaza que la posibilidad de no ingresar a este canje tiene como alternativa atarse al reperfilamiento perpetuo.**

Dentro de **lo destacable del canje de deuda ley local es la cláusula de RUFO cruzada**, la cual permite que, si mejora la oferta con acreedores de la negociación ley extranjera, mejora la oferta ley local. Por lo que tiene dos lecturas. En primer lugar, se busca una alta adhesión a nivel doméstico y posiblemente se logre. Y por otro lado deja ver entre líneas que aún hay espacio para cerrar el canje de la deuda externa. Los bonos en dólares reciben mayor valor que las letes, las cuales creemos que es conveniente canjearlas por bonos CER.

Tendrá éxito el canje, pero **no creemos que la *exit yield* de estos títulos sea igual a la usada para los títulos de deuda ley NY. Por lo tanto, si bien puede *rallear* el mercado en el corto plazo, la capacidad de generar dólares de Argentina aún está puesta en duda** y los bonos ley local han demostrado tener una subordinación al pago de los títulos ley extranjera, por lo que no vemos atractiva la propuesta. Algo que se evidenciará en el mediano plazo.

Deuda en Pesos

Como era esperable se vio una **compresión de los spreads de los bonos CER**. Principalmente debido a que son los únicos que ofrecen un rendimiento positivo en términos reales ex post. Sin embargo, es **notable el protagonismo que están empezando a tomar instrumentos atados a dólar *linked*.**

Los dos, si bien atractivos para los acreedores, pueden ser poco sostenibles a mediano plazo si no se logra un *rollover* de esa deuda. De todas formas, es de notar que el descalabro monetario llega al punto que existe emisión al mismo tiempo que toma de expansión de deuda por parte del Tesoro y del BCRA. Una muestra del exceso de liquidez en el mercado que deberá ser abordado máxime si el déficit fiscal se vuelve estructural, algo que no se puede descartar, al menos por algunos años.