



Mateo & Marchioni Sociedad de Bolsa

Ir tirando por ahora (Muddling Through for now)

Informe del 01/02/2021 Por Jorge Bagur

Las autoridades se han comprometido en una estrategia de ir tirando por ahora, es decir arreglarse de alguna manera, dejando para más adelante un plan donde se haga un macro ajuste, estrategia esta fortalecida por el reciente aumento de los precios de las commodities.

Estas elecciones son la prioridad principal para el actual gobierno y proveen la oportunidad para que la coalición gobernante mantenga la posición dominante en el congreso y de esta forma podría profundizar las políticas no ortodoxas para la segunda mitad de su mandato.

Un salto devaluatorio en el tipo de cambio oficial, tendría efectos inmediatos en la inflación y en especial en los alimentos deteriorando las chances electorales de la actual coalición gobernante razón por la cual van a tratar de evitarla.

Con los precios de los granos llegando a máximos de varios años, es posible ver un incremento de U\$S 7 billones en el flujo de las exportaciones del país por este año y esto puede apoyar a las reservas (como si fuese un préstamo) que es el eslabón más débil en la estrategia de ir tirando.

Evitar el ajuste macro requiere endurecer las restricciones a las importaciones (como hemos visto en la semana pasada) y un claro riesgo en la demora de las negociaciones con el fondo monetario y su programa.

Aunque es muy temprano para hablar acerca de posibles resultados y consecuentemente expectativas de cambios mayores en la composición del congreso como resultado de las elecciones de medio término, esta va a ser una señal clave en uno u otro sentido para mirar este año , en relación a la evolución de los precios de los activos financieros de renta fija y variable.

La estrategia de ir tirando (Muddling Through) por ahora evita un ajuste macro

Esto implicaría para empezar un ajuste discreto en el tipo de cambio oficial que acentúe y sostenga la compresión sobre la brecha cambiaria, (que debería ocurrir entre marzo y abril, que es cuando avanza la cosecha).

Pero como vimos no es voluntad del gobierno hacerlo.

Si quiere lograr esto desde nuestro punto de vista, es decir limitar el salto discreto del dólar por encima del crawling peg en un año electoral (hoy es el 4% mensual que capitalizado equivale un 60% anual) sin reavivar la brecha cambiaria pensamos que va ser imprescindible sobrerreaccionar con un apretón monetario y fiscal.

La tasa de interés de los plazos fijos al 2,8 % mensual volvió a quedar desarbitrada frente a una inflación y una devaluación que crece al 4% mensual según índice de Diciembre.

Esto tampoco parece estar en los planes del gobierno ,por sus efectos recesivos sobre una economía muy golpeada como consecuencia del covid-19

Febrero

El mes de febrero es un mes muy complejo en términos de la estrategia de ir tirando y en cierta forma podría determinar el rumbo que tome la macro hasta las elecciones.

Como explicaremos más adelante podemos prever más presión en la brecha dado factores estructurales como la estacionalidad de la menor demanda de dinero y la que suponemos floja liquidación de dólares en este mes.

Aunque no vemos un escenario donde la brecha vuelva a cruzar el 100% el grado de presión que sufra dependerá de los factores que pueden inclinar la balanza para uno y otro lado, como el caso del clima,, las licitaciones deudas la resolución del canje YPF, el dato de inflación de enero y el grado avancé con el fondo monetario.



Un informe de Consultatio sobre el mes de Febrero plantea que lo que está ocurriendo podría catalogarse como una reedición criolla de la Trinidad imposible, nombre con el que se conoce en macroeconomía a la imposibilidad de tener al mismo tiempo, tipo de cambio fijo, política monetaria y libertad para la movilidad de capitales.

La nueva edición Argentina de la Trinidad imposible, consiste monetizar el déficit con emisión, controlar la brecha y cuidar las reservas en simultáneo.

La monetización del déficit es un dato

Por lo cual el gobierno debe elegir entre perder reservas o controlar la brecha.

Por ahora vino eligiendo controlar la brecha

Como la monetización por emisión y caída en la demanda de dinero (particularmente en febrero) presiona la brecha entonces el banco central vende sus bonos en cartera contra pesos para bajarla y para luego recomprar los mismos bonos con dólares de sus reservas.

La estrategia elegida por el BCRA de intervención el mercado de bonos para controlar la brecha tiene patas cortas si se profundiza el deterioro del balance cambiario por un retraso en la oferta genuina del agro y una mayor demanda de importaciones tal como se vio en el balance comercial de diciembre publicado por el indec dinámica subyacente en esta estrategia la hace inviable a mediano plazo.

Además, la demanda de dólares para atender servicios de deuda asciende a U\$S 550 millones en el mes de febrero es decir más del 10% de las reservas netas.

Para empezar en febrero hay que pagar intereses con organismos internacionales por 330 millones de los cuales U\$S 305 millones son con el fondo monetario internacional y complementariamente se registran servicios de deuda corporativa por el equivalente a U\$S 55 millones por intereses de ONs de AES, MSU, AYSA Transener y Telecom.

No puede dejar de tenerse en cuenta que si el canje de YPF resulta exitoso deberá el BCRA permitirle a la petrolera comprar divisas por el 40% de dicho vencimiento, lo que equivale a 165 millones de dólares.

Volviendo al tema inflación el dato de diciembre dejó la sensación de preocupación con respecto al número que se conocerá a mediados de febrero sobre la inflación.

El mayor ritmo de crecimiento de los precios de acuerdo con la política cambiaria implica una aceleración en el ritmo de devaluación ambos corren muy por encima de la tasa de interés como ya dijimos.

Dada la reticencia del gobierno por el momento a subir las tasas de interés una aceleración de la inflación podría transformarse en un problema cambiario no sólo monetario social y político, toda vez que genera incentivos a financiarse en pesos para no liquidar U\$S ya que la devaluación del U\$S oficial que corre más rápido que el costo de fondeo.

Al fin y al cabo el problema como muy bien explica Marina Dal Poggetto (en un informe que reproduce el Cronista Comercial del 15/01/2021) puede resumirse en sobran pesos en la economía y faltan dólares en las reservas y con los actuales precios de los bonos no hay forma de financiar el agujero fiscal incluido en el presupuesto sin terminar por descapitalizar el banco central con el riesgo cierto de que la brecha cambiaria hoy contenida con alambres frente a precios de los bonos en \$35 vuelva a escalar.

Si bien el sendero fiscal ya se empieza a vislumbrar la vocación del gobierno por qué la situación no se desboque el 2020 terminaría con un déficit primario del 6,5% en relación en lugar del 8,3 incluido en el presupuesto 2021 ya que no se pagó un cuarto IFE y el gasto de ATP en noviembre que fue un tercio del de mayo (\$ 12000 millones) , se desactivó en diciembre.

Si bien con supuestos no demasiado heroicos el déficit primario del próximo año podría ubicarse en torno al 3% del PBI, pero lo cierto es que hay varios frentes abiertos, a más de sostener esta dinámica en un año electoral.

Algunos de estos frentes son exógenos, como la propia dinámica del covid-19 frente al aumento de los números de contagios y el impacto final de la sequía sobre la cosecha.

Otros son propios de la política.

Respecto de estos últimos aparece otra vez el manejo agresivo, coordinado por el Ministerio Economía para que las provincias y empresas reestructuren agresivamente sus deudas y no usen dólares en los próximos dos años, derrumbando los precios de los bonos.



Manejo que acaba de esquivar la provincia de Córdoba que finalmente reestructuró su deuda, pero que puso contra las cuerdas Entre Ríos a quién iniciaron juicio, mientras la provincia Buenos Aires sigue en default.

Por otro lado, también está el intento de manejar la dinámica de precios apelando al mandato electoral de que el salario le gane a la inflación.

Ese esquema que siempre tuvo patas cortas toda vez que se distorsionan los precios relativos pero que hasta ahora el gobierno tiene la expectativa no implosiona dentro de su propia gestión.

Cerrar los registros de exportación y/o seguir postergando aumentos en bienes y/o servicios con costos que siguen al dólar, tarifas y salarios, no funciona con una nominalidad del 60% (implícita en el registro de diciembre 4% mensual) ningún precio puede usarse como ancla.

Eventualmente los sectores con espacio para comprimir márgenes son aquellos productores de bienes que se vieron favorablemente favorecidos este año por el cierre de la economía y el desvío del presupuesto familiar frente al shock de oferta y pudieron acompañar el movimiento de la brecha cambiaria.

Esto requiere una decisión política, que no está en la vista fundamentalmente, que la brecha cambiaria se comprima y que no haga falta cerrar más el cepo.

El equilibrio es muy finito, si no se avanza con un programa fiscal financiero monetario que evite mayor descapitalización del banco central a la situación actual se torna muy inestable.

Jorge Bagur

Mateo & Marchioni S A

25 de mayo 298 2 piso, C A B A

TE 5238-5555

Comentario: muchas de estas ideas han sido tomadas de un artículo periodístico del diario La Nación escrito por Marcos Buscaglia.