

15 de julio de 2024

Argentina Weekly

Update Economía

Fase 2 - Reloaded

En el [reporte que distribuimos el viernes](#), nos enfocamos en el análisis del comienzo de la “Fase 2” del programa económico y en sus consecuencias sobre los mercados, pero **durante el fin de semana, se sumaron anuncios y declaraciones que nos llevan a expresar que esta “Fase 2” comienza recargada y por eso el título de este reporte de actualización: “Fase 2 - Reloaded”.**

Dado que el primer contacto con estos anuncios del fin de semana, fue la novedad que los dólares que compraría el BCRA en el MULC los vendería en el circuito de los dólares alternativos, impresionó como una modificación en la política cambiaria. Sin embargo, **las declaraciones del secretario de Finanzas, Pablo Quirno ayudaron a entender el objetivo: “La política cambiaria no se modifica. Esto es una profundización de la política monetaria”.**

A riesgo de parecer un “paper” de universidad, en lugar de un reporte de mercado, consideramos necesario repasar un concepto fundamental de un curso de “Macroeconomía “. **¿Cuál es la causa de la inflación?** *En ese sentido, las aguas se dividen entre las escuelas que tienden hacia la ortodoxia y las que tienden hacia la heterodoxia. Las primeras consideran que la inflación es un fenómeno básicamente monetario, mientras que las otras lo explican como un fenómeno multicausal.*

El ministro de Economía, Luis Caputo se autodefinió en un reportaje el sábado en radio Mitre como un “fundamentalista de la macroeconomía”. Por lo tanto, queda claro que el programa considera que **la inflación está originada por el desequilibrio en el mercado de dinero y que esa es la segunda prioridad del programa, luego del ancla del superávit fiscal.** Quien no comulgue con estas ideas, obviamente considerará que hay errores de política económica y que el camino debería ser otro.

Si bien nosotros no somos fundamentalistas de la macro, sino que idóneos en mercados de capitales, tendemos a coincidir en la necesidad de equilibrar el mercado de dinero y por ende en el saneamiento de la situación patrimonial del BCRA.

En el reporte del 12.07.24 ya hablamos sobre la definición de la base monetaria y de los pasivos remunerados y que su sumatoria constituye la base monetaria amplia. De acuerdo a las declaraciones del ministro, la “Fase 2” tiene como objetivo que la base monetaria amplia se mantenga constante.

En este punto del reporte, consideramos necesario introducirnos en algunos conceptos básicos de un curso de “Dinero, Crédito y Bancos”. **Tradicionalmente se explica que los factores de expansión de la base monetaria (común) son tres: 1) para financiar al Tesoro Nacional, en el caso que este tenga déficit, 2) para financiar al sistema financiero, si este atraviesa problemas de iliquidez y 3) para comprar reservas internacionales.** El ex

ministro de Economía, Álvaro Alsogaray inmortalizó el concepto, que el tercer factor era el único no espurio y que los otros dos eran inflacionarios.

A su vez, debido a los pasivos remunerados que el BCRA tuvo que emitir para esterilizar el exceso de emisión, se generó un cuarto factor de emisión endógeno para el pago de los intereses de los mismos.

Planteados los cuatro factores, vamos a desarrollar cada uno de ellos. **Con respecto al factor de emisión por el Tesoro**, justamente la “Fase 1” del programa tuvo como objetivo consolidar la eliminación del déficit fiscal. Más aún, según el ministro estiman que durante el segundo semestre acumularán un superávit primario de aproximadamente AR\$9 billones. Por lo tanto, el Tesoro no sería factor de emisión. En la medida que el superávit incluya a los intereses (financiero) tampoco necesitarían emisión para el pago de los mismos y/o una mayor colocación de deuda.

Pasando al segundo factor de emisión, sistema financiero, en realidad el mismo se encuentra solvente y sin problemas de liquidez, pero el mecanismo de otorgamiento de “puts” en las licitaciones de deuda en las que han participado los mismos, ha provocado uno de los desafíos a resolver dentro de la “Fase 2”, dado que, si los bancos optan por ejercer el derecho de venta, obligaría al BCRA a emitir. En ese sentido, el ministro de Economía, también declaró el sábado, que el miércoles 17 se completaría un acuerdo con los bancos, mediante el cual le re-venderían dichos “puts” al BCRA. Por lo tanto, se estarían estableciendo las bases para solucionar ese frente de emisión.

Con respecto al tercer factor, es justamente el efecto “reloaded” (recargado) al cual refiere el título del presente reporte de actualización. Si bien históricamente se ha considerado que este factor de emisión era no inflacionario, el ministro de Economía sostiene que, con el objetivo de restringir la oferta de dinero, en la medida que el BCRA compre dólares a exportadores en el MULC, venderá los dólares que sean necesarios en el mercado de US\$ CCL para neutralizar la cantidad de pesos emitidos para la compra de dichos dólares.

Esta decisión requiere varias aclaraciones:

- A. **El BCRA no estaría utilizando el “stock” de dólares en tenencia para intervenir en el mercado de US\$ CCL**, sino que estaría aplicando parte del potencial flujo de liquidación de dólares para venderlos en el mercado de US\$ CCL para neutralizar la emisión generada. Si no compra US\$ no puede vender US\$.
- B. El BCRA no estaría vendiendo en el mercado de US\$ CCL el total de los dólares comprados en el MULC, ya que la cantidad efectiva que termine vendiendo estará en función de la brecha.
- C. **La cantidad de dólares a vender lo fijará la cantidad de pesos emitidos por la compra en el MULC y la cotización del US\$ CCL.** Poniendo un ejemplo extremo, si se liquidan US\$10 MM en el MULC a AR\$/US\$1.000, se emiten AR\$10 mil millones de pesos. Con el objetivo de esterilizarlos, si el valor del US\$ CCL fuese AR\$/US\$1.500, tendría que vender US\$6,7 MM, por lo que le quedaría al BCRA US\$3,3 MM.

Por lo tanto, el BCRA no pierde dólares de su stock y la existencia de brecha le permitiría acumular dólares sin emisión.

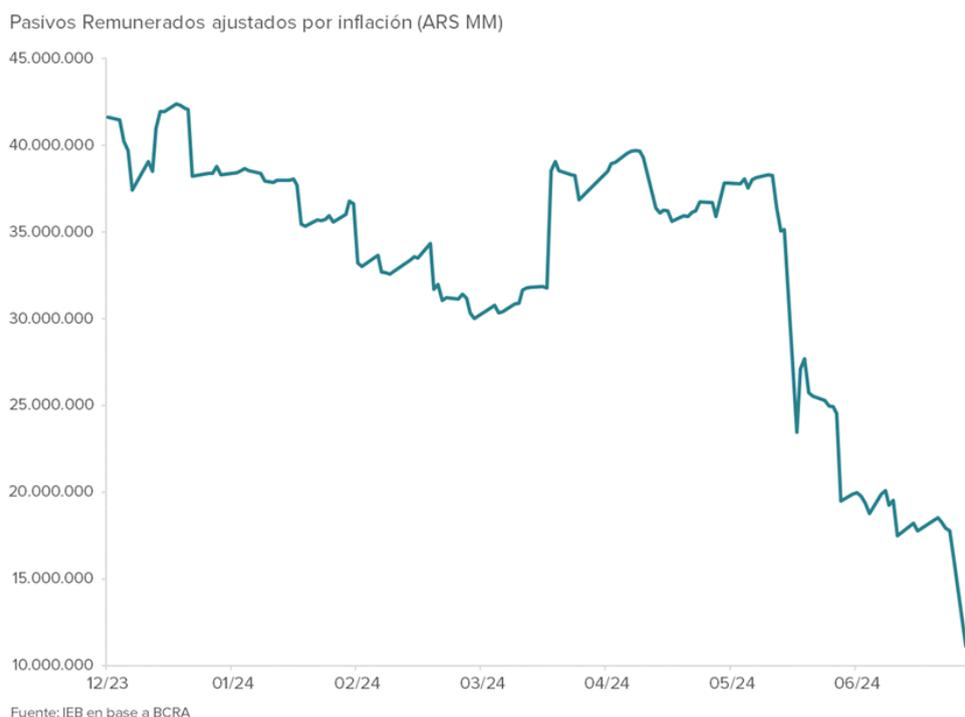
Téngase en cuenta que esta medida va completamente en línea con la idea del presidente Milei de eliminar el BCRA. Uno de los aspectos conceptuales de Milei en este aspecto es que el BCRA no debería intervenir en el comercio internacional. Que los exportadores no deberían estar obligados a liquidar sus dólares en el BCRA y que quien quiere importar no debería ir a comprarle los dólares al BCRA.

Uno de los aspectos de crítica de esta medida es que podría generar una percepción de falta de capacidad del Tesoro para poder hacer frente a futuros vencimientos de deuda en dólares, perjudicando la cotización de Bonares y Globales y por ende aumentando el riesgo país. Es decir, en caso de que el BCRA utilizando el mecanismo mencionado anteriormente no acumule reservas, el mercado podría tener dudas sobre la solvencia del Tesoro para hacer frente al pago de la deuda soberana.

En ese sentido, el Ministerio de Economía anunció pasadas las 19 hs del domingo, que procederá a comprar al BCRA las divisas requeridas para hacer frente al pago total de intereses de los bonos Globales y Bonares con vencimiento en enero de 2025. Dicha operación se realizará con parte de los pesos correspondientes al superávit financiero alcanzado en el primer semestre del año y que ya se encuentran depositados en el BCRA. De esta manera no se altera el camino de saneamiento del balance del BCRA, aunque sí se afectan las reservas.

Por último, **enfocando en cuarto factor**, en el de la emisión endógena, analizamos en el reporte del 12.07.24, que como puntapié de la “Fase 2”, el directorio del BCRA dispuso la suspensión de la operatoria de pasivos pasivos a partir del 22 de julio y que a través de la Comunicación “A” 8060 se definieron los aspectos técnicos y operativos de la Letra Fiscal de Liquidez (LeFi), que servirán a partir de esa fecha, como principal instrumento de administración de liquidez del sistema bancario. Estos títulos tendrán un plazo máximo de un año y un tope de emisión de AR\$20 BB, más que suficiente para cubrir el excedente de pesos restante en instrumentos del BCRA. Como ya mencionamos en reportes previos, la tasa será determinada por el BCRA, pero el costo será afrontado por el Tesoro de la Nación. Estos instrumentos podrán ser negociados únicamente entre el BCRA y los bancos, y los intereses devengados por dichos instrumentos serán depositados diariamente por el Tesoro en una cuenta en el BCRA dedicada a dicho fin.

Si bien el objetivo de la “Fase 2” es profundizar el saneamiento del BCRA y el equilibrio del mercado de pesos, para poder en la “Fase 3” avanzar con la apertura del cepo, desde el comienzo de la actual administración, se registró una reducción de los pasivos remunerados y en el total de la base monetaria amplia (ver gráficos inferiores).



Composición de la Base Monetaria Ampliada (media móvil de 5 ruedas)



Fuente: IEB en base a BCRA

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

PEDRO AFFLITTO

Analista - Renta Fija

pafflitto@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.