

En el mundo sobran USD, pero faltan en Argentina

Las recientes restricciones al acceso al mercado de cambios –oficial y alternativos para no residentes (ver Anexo con una primera interpretación)- vuelven a reflejar el desequilibrio macro de Argentina. A pesar de tener superávit comercial – mayor en el devengado que por la caja-, los USD no alcanzan para atender las necesidades de divisas de distintos sectores de la sociedad.

Mientras tanto, en el mundo hay una liquidez elevada, impulsada por políticas monetarias y fiscales expansivas. Notamos un contraste entre la evolución de indicadores financieros en EEUU, la zona del Euro y Argentina ante este fenómeno.

Evolución variables monetarias y financieras

%. Entre el 31/3/20 y el 31/8/20

	EE.UU	Eurozona	Argentina
Base monetaria (nominal)	23,8%	11,8%	20,0%
Base monetaria (real)	23,0%	11,6%	8,8%
M3 (nominal)	14,6%	4,3%	37,3%
M3 (real)	13,9%	4,1%	24,4%
Inflación	0,7%	0,2%	10,3%
Variación tipo de cambio*	8,5%	-7,8%	15,1% oficial/59,8% CCL
Tasa soberana 10 años en USD** (al 16/9)			
Nivel	0,7%	-0,5%	12,9%
Variación período (pbs, al 16/9)	-138	-30	-680

* + Depreciación, - apreciación

** Eurozona corresponde al bono 10 años del gobierno alemán, en EUR

Fuente: FRED, BCE, BCRA y Bloomberg

Entre el 31/3/20 y el 31/8/20 observamos que la expansión nominal de base monetaria en EE.UU y Argentina no difieren mayormente y ambos aproximadamente duplican lo ocurrido en la Eurozona. Sin embargo, en términos reales – deflactado por inflación-, la expansión en EE.UU es más del doble de la de Argentina y de la Eurozona. Además, en la Eurozona y, menos, en EE.UU hubo un mayor componente de asistencia vía crédito público más que por el privado, lo cual hizo que el “multiplicador crediticio” disminuyera y, por lo tanto el dinero amplio –M3- creciese bastante menos que la base.

Fundamentalmente, en estas dos regiones, prácticamente no hubo alteraciones en el nivel general de precios. De todas maneras, el diferencial

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

entre ellas generó un realineamiento relativo en las tasas de interés y el tipo de cambio. Esto es, entre el 31/3/20 y el 16/9/20 las tasas en moneda local de los bonos soberanos a 10 años bajaron 138 pbs en EEUU y 30 pbs en la Eurozona –la del Gobierno Alemán. En esos casos, el refugio son los títulos públicos, por eso tasas negativas. En paralelo, el USD se depreció 8,5% en relación al EUR.

En Argentina, particularmente notamos que entre el 31/3/20 y el 31/8/20, el tipo de cambio oficial se depreció 15,1% -y 59,8% el CCL-, la inflación minorista acumulada fue 10,3% y las reservas internacionales cayeron USD 2.400 millones –al 15/9-, que supera los USD 3.500 millones si se descuenta el efecto positivo por la revaluación de activos externos por depreciación del USD en el mundo. En esto y por esto, para muchos el refugio es el USD, crecientemente buscado.

La financiación adicional para el sector público se hizo vía BCRA (emisión por ARS 1,4 billones, esterilizada casi en su totalidad con Leliqs y Pases). En relación al equilibrio entre el mercado de ARS y USD en Argentina, actualmente la expectativa de devaluación es superior a la tasa de interés en ARS. Además, el mecanismo de financiamiento monetario al sector público y su esterilización vía Leliqs y Pases implica un déficit cuasi-fiscal creciente, superior a 3% del PBI en la actualidad.

En este contexto, el objetivo de los controles cambiarios es intentar reducir la demanda de USD. Respecto a ello, destacamos la restricción de las empresas con deudas financieras que ahora tienen acceso limitado al USD oficial para atender los vencimientos de capital que ocurran entre el 16/9/20 y el 31/3/21. Concretamente, el BCRA dará acceso por el 40% de esos vencimientos –siempre que no se trate de deudas inter-company. El 60% restante debería reestructurarse, inicialmente con la presentación a esa entidad –a través de alguna entidad bancaria- de un plan que implique postergar los vencimientos a un plazo que implique una vida promedio no menor a 2 años.

Esta situación afecta negativamente la percepción de seguridad de la deuda corporativa local, que antes y dependiendo del tipo de crédito, se la

MONITOR SEMANAL

consideraba con menor riesgo -en ciertos casos inclusive que el del soberano.

Además, las tasas ultrabajas en casi todo el mundo terminaron repercutiendo en precios en alza de determinados activos financieros y commodities con oferta limitada. Esto va desde acciones, determinados inmuebles hasta commodities.

Indices bursátiles, inmuebles y commodities

Var. %. Entre el 31/3/20 y el 16/9/20

	Var. %
Indices bursátiles (en USD)	
Mundo	30,0%
S&P	32,4%
Europa	23,7%
Latam	27,3%
Merval (CCL)	15,7%
Bovespa	36,0%
Inmuebles residenciales (en USD)*	
EE.UU	4,2%
Argentina	-1,0%
Commodities (en USD)	
Petróleo (WTI)	96,1%
Oro	24,7%
Soja	14,2%
Maíz	-5,1%
Cobre	36,7%

*Argentina, precio promedio m2 vivienda residencial CABA 2/3 ambientes (var. Mar/20-Jun/20). EE.UU precio promedio venta vivienda residencial USA (var. Mar/20-Jul/20)

Fuente: Bloomberg, FRED, Instituto Estadísticas CABA

Se observa que, en Argentina, en el caso de las acciones y del precio de los inmuebles residenciales, este efecto se refleja relativamente menos. En cambio, en el caso de commodities y siendo proveedor mundial de alguno de esos productos, no parece estar aprovechando el impacto positivo en sus cotizaciones, aun en el contexto de dificultades de la pandemia.

MONITOR SEMANAL

Anexo: Interpretación de los principales lineamientos de la nueva normativa cambiaria BCRA/CNV y efectos iniciales posibles

Personas Humanas

- USD – Ahorro: Impuesto PAIS (30%) + 35% pago a cuenta IIGG y BBPP
- USD – Tarjeta (crédito y débito): se incluye dentro del cupo mensual de USD 200 de ahorro (dde 1/9/20). Si es mayor se compensa con futuros cupos mensuales (sin limitaciones en la práctica)
- Según BCRA, las transacciones de títulos concertadas en el exterior y los títulos valores adquiridos en el exterior no podrán liquidarse en ARS en el país. Contradicción con CNV
- Restricciones para operar en MULC y títulos a quienes tengan beneficios por créditos UVA

No Residentes

- No podrán vender títulos en el país con liquidación en USD. Se excluyen operaciones realizadas con mínimo de tenencia 1 año contados desde 16/9/2020. No obstante, CNV permite con parking 15 días
- **Las transacciones de títulos concertadas en el exterior y los títulos valores adquiridos en el exterior no podrán liquidarse en ARS en el país. Contradicción con CNV**

Empresas

- Deudas financieras con el exterior con vencimientos de capital entre 15/10/2020 y 31/3/21 –que no sea contraparte vinculada- y aquellas con registro público en Argentina:
 1. Acceso al 40% del pago al MULC. El resto, presentar plan de refinanciación al BCRA con nuevo endeudamiento externo de vida promedio no menor a 2 años. Se admitirá el cómputo de nuevo endeudamiento financiero que se liquide en MULC
 2. Acceso al 100% si deuda registrada localmente y pagadera en Argentina haya sido liquidada en su momento en MULC
 3. Se excluye endeudamiento/garantías con/de organismos multilaterales, bilaterales, y si el pago de capital es menor a USD 1 MM
 4. Plan con 30 días corridos previos al vencimiento s(entre 1/1/21 y 31/3/21) y hasta el 30/9/20 si vencimientos previos al 31/12/20
- Cancelaciones: capital e intereses, plazo no mayor a 3 días hábiles al vencimiento
- Pre-cancelaciones plazo mayor 3 días hábiles: conformidad previo BCRA salvo nuevo endeudamiento con vida promedio del nuevo endeudamiento mayor a la vida promedio remanente de la deuda que se pre-cancela y el monto acumulado de los vencimientos de capital del nuevo endeudamiento en ningún momento supera el monto que hubieran acumulado los vencimientos de capital de la deuda que se pre-cancela
- Canjes: el monto abonado antes del vencimiento corresponde a los intereses devengados a la fecha de cierre del canje, la vida promedio de los nuevos títulos de deuda es mayor a la vida promedio remanente del título canjeado y el monto acumulado de los vencimientos de los nuevos títulos en ningún momento podrá superar el monto que hubieran acumulado los vencimientos de capital del título canjeado

Parking

- Se elimina parking de 5 días hábiles a personas humanas para compra títulos cualquiera sea modalidad de liquidación. En cambio, declaración jurada compromiso no concertar por 90 días operaciones mercado secundario con liquidación en USD
- Parking de 15 días hábiles a personas humanas y jurídicas (incluye no residentes) para transferir títulos al exterior adquiridos en ARS, salvo en colocación primaria deuda Tesoro.
- Parking de 15 días hábiles para personas humanas y jurídicas para utilizar ARS por transferencia de títulos desde el exterior si se liquidan en ARS -salvo acciones y CEDEAR- y 5 días hábiles si se liquidan en USD

Efecto inicial mercado

- Retiro depósitos en USD –y ARS?- en bancos
- MULC: demanda USD ahorro cae por aumento precio/restricciones
- Paralelo: aumento FX porque oferta -menor liquidación PURE- y demanda podría aumentar si brecha se mantiene
- MEP y CCL: FX podría caer por parálisis operaciones y restricciones demanda/parking