

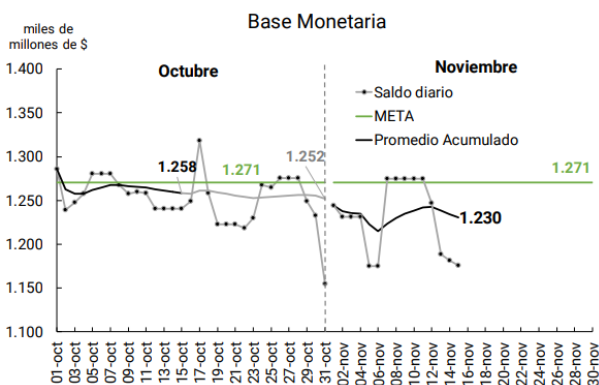
23 de noviembre de 2018

## El programa monetario, dólar y tasas

Llevamos casi dos meses con nueva conducción en el BCRA y un programa monetario que difiere considerablemente del implementado en los primeros dos años y medio de gestión de Cambiemos. En octubre, ante la pérdida absoluta de credibilidad en la capacidad del Banco Central de cumplir las metas de inflación, se adoptó un estricto control monetario, comprometiéndose a no aumentar el nivel de la base monetaria respecto del promedio mensual de septiembre, hasta junio de 2019. Una de las claves del nuevo esquema es que por primera vez en casi una década se pone fin a las transferencias al Tesoro, uno de los principales factores explicativos de la monetización. Repasemos el funcionamiento del esquema en estas primeras semanas.

### Seguimiento de la regla monetaria

El BCRA viene cumpliendo el esquema con cierta holgura. En la primera quincena de noviembre el promedio acumulado de la base monetaria fue de \$1.230 mil millones, unos \$28 mil millones por debajo del nivel registrado en igual período de octubre y \$40 mil millones menos que la meta establecida. El Banco Central absorbió liquidez por encima de la meta planteada en las dos primeras semanas del mes para adelantarse al vencimiento de las lebac.



Fuente: BCRA, Reporte Seguimiento de la Meta de Base Monetaria.

Esta semana vencieron cerca de \$160.000 millones de Lebac en manos no bancarias, de las cuales el BCRA renovó menos de \$40.000 millones. Con lo cual, tendrá el resto del mes para absorber el excedente de pesos. Noviembre es el mes más

exigente en términos de absorción. En diciembre, último mes de desarme, el stock de Lebac remante es bastante menor, cercano a los \$70.000 millones. En el mismo sentido, las metas pautadas contemplan la expansión estacional en diciembre producto del aumento en la demanda de dinero en un 6% de la base, un monto cercano a los \$80.000 millones. Con lo cual, el último gran desarme de Lebac fue esta semana.

### ¿Por qué son tan altas las tasas?

La base monetaria tiene tres componentes, billetes y monedas en poder del público, en poder de los bancos y los depósitos de cuenta corriente de los bancos en el Central (requeridos por la regulación de efectivo mínimo). El esquema se inició con un nivel de tasas excesivamente alto, del 73%. Esto se debe a varios motivos.

El primero, es que no debemos olvidar que sufrimos una brutal corrida cambiaria. Dos meses atrás el BCRA (o el FMI) tuvo que elegir entre dos males. El primer camino era ajustar profundamente la política monetaria con suba de tasas para contener el perverso espiral de devaluación, dolarización e inflación, asumiendo un gran costo en términos de actividad. El segundo camino era avalar una mayor devaluación, licuar más pasivos monetarios y mantener tasas de interés más bajas para no ahogar al sector privado, corriendo el riesgo que la corrida cambiaria se transforme en bancaria y la devaluación consecuente derive en una inflación muy superior a la que estamos viendo.

Creo que el BCRA (o el FMI) eligió acertadamente el mal menor. Los costos en términos de actividad de la tasa en una economía con muy baja profundidad financiera, en mi opinión son menores a los costos de una mayor devaluación y caída del salario real. Además debemos considerar dos cuestiones. En primer lugar, fue clave que la crisis cambiaria no haya derivado en una corrida bancaria, con daños incalculables. En segundo lugar, se intenta frenar la corrida en un nivel de tipo de cambio real muy alto, mucho más adecuado para la sostenibilidad de la cuenta corriente. Se intenta estabilizar con un tipo de cambio real un 60% superior al que dejó el Kirchnerismo y un 70% por encima del último año de la Convertibilidad.

Para manejar la base, el BCRA realiza subastas de Leliqs. Desde que se inició el nuevo esquema, el Banco Central tuvo que absorber \$40.000 millones resultantes del vencimiento de Lebac en manos bancarias, un simple cambio de instrumento por Leliqs sin alteración de los agregados. Sin embargo, emitió otros \$340.000 millones producto de las Lebac en manos de empresas y personas físicas. Esto provocó un cambio en sus pasivos, de remunerados a circulante, alterando la base. Con lo cual, para mantener su compromiso de crecimiento cero, debió aplicar otras medidas.

La primera es pedirle ayuda al Tesoro, dado que este emite deuda, recolecta pesos que terminan en el Banco Nación, y parte de estos se encajan reduciendo la base. La segunda es la suba de encajes, mecanismo directo de control de la base. El tercer mecanismo es indirecto y explica un gran porcentaje de la super tasa. El BCRA busca que parte de los \$340.000 millones amortizados de Lebac a empresas y hogares retornen al Central. Para esto, pone una tasa de Leliq muy alta, incentivando a los bancos a captar plazos fijos y se les permite integrar encajes en Leliq por el incremento de depósitos (por los nuevos plazos fijos).

## ¿Cuándo bajarán las tasas?

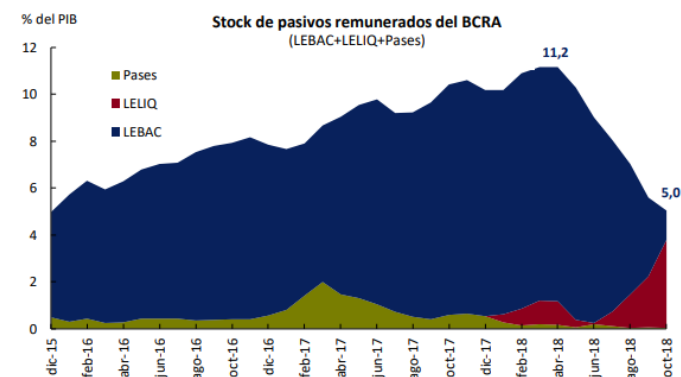
Las tasas están bajando. Con el dólar próximo al piso de la zona de no intervención, el BCRA bajó 12 p.p. la tasa respecto al máximo. Esta baja se dio, como mencionamos, en el mes más exigente la etapa más exigente del esquema que coincidió con el desarme de Lebac.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

## ¿Cuándo explota la bomba de la Leliqs?

Paciencia, no poner el carro delante de los caballos. La devaluación licuó brutalmente los pasivos remunerados del BCRA, cayeron a menos de la mitad en relación al PBI (11% a 5%). Claramente si estas tasas se mantienen eternamente veremos crecer los pasivos remunerados a niveles insostenibles como en el primer trimestre de este año. Pero calma, van dos meses de tasa muy alta y venimos de una gran corrida. De mantener el actual ritmo de reducción de tasas, a comienzos del año próximo podríamos tener una tasa por debajo del 50% en las Leliqs. Esta tasa es competencia directa de la tasa activa de los bancos (préstamos), lo cual es importante porque podríamos converger a niveles de tasas reales por debajo del 10% y reducir el daño al sector privado. Esto podría darse acompañado de una baja de los encajes no remunerados para mejorar el margen de las entidades financieras y que puedan prestar a tasas más bajas.



Fuente: Presentación IPOM octubre 2018

## ¿Está bien el actual esquema?

Repito, creo simplemente que se eligió entre el menor de dos males. Dejar correr el dólar para seguir licuando podría llevarnos a más inflación, más caída del salario real, mayor paralización de las transacciones ante la ausencia de precios y una potencial corrida a los depósitos. Si tuviéramos la penetración financiera de Chile sería otra historia. Con nuestro pequeño sistema financiero y nuestra gran inercia inflacionaria, se eligió el mal menor.

Este equipo del BCRA parece ser muchísimo más pragmático que el anterior. Esta semana escuchamos al ex Presidente del Banco Central culpando al 28-D de todos nuestros males. ¿No tuvo su equipo un mal diagnóstico inicial? ¿Qué evidencia internacional teníamos para pensar que en 4 años podías terminar con la inflación aplicando

*inflation targeting*? Peor aún, quisimos hacer magia en un proceso de adecuación de precios de tarifas, corrección cambiaria y monetizando al fisco por \$150.000 millones al año. ¿Nada tuvo que ver la subestimación de la sequía? ¿Nada tuvo que ver abrir los pasivos remunerados del BCRA con liquidación inmediata a personas físicas y empresas? ¿Nada tuvo que ver la excesiva torpeza operativa en las intervenciones cambiarias cuando se desató la crisis? Una cuota de humildad y autocrítica siempre es bienvenida, aun para profesores de Harvard. Dentro de mi profesión, a medida que pasan los años cada vez admiro más a Manu Ginóbili con sus autocríticas post partido.

## **¿El actual esquema nos llevará a buen puerto?**

Imposible saberlo. Estamos caminando por el filo de la montaña, expuestos a cualquier viento en contra. Mientras perdure la paz cambiaria en los próximos meses, clave será el humor internacional con respecto a los mercados emergentes, más cerca estaremos del segundo trimestre del 2019 con alta oferta estacional de divisas, suerte en la cosecha mediante. Más divisas más chances de bajar las tasas y normalizar la economía sin sobresaltos. Para la transición hasta entonces, el BCRA no intervendrá hasta la franja superior, hoy bastante arriba. Pero sí podría intervenir el Tesoro dado que tienen más dólares de los que necesita para pagar deuda en moneda extranjera hasta finales de 2019. Estamos en un equilibrio muy inestable, pero no olvidar que venimos de una brutal corrida cambiaria. No veo mejor escenario que el actual, de bajas moderadas y paulatinas de tasas con estabilidad cambiaria.

Buen fin de semana,

*Juan Battaglia*  
*Economista Jefe*