

En busca de la credibilidad perdida

Desembolsos y "Crawletón" (*crawling-peg* + apretón monetario)

Informe Mensual N° 114

16 de noviembre 2018

En pocas palabras

- El nuevo acuerdo con el FMI ha generado tranquilidad en los mercados financieros, que se está manteniendo hasta el día de hoy.
- Creemos que los mayores aportes a la incipiente paz cambiaria están en los nuevos aportes del FMI que disipan algunas dudas respecto del cumplimiento del Programa Financiero para los próximos 2 años, en las elevadas tasas de interés alcanzadas para desestimular posiciones en dólares, y en el mismo nivel cambiario alcanzado, lejos de precio de changa.
- Adicionalmente se han impuesto dos reglas monetarias/cambiarías: la base monetaria no podrá aumentar hasta junio de 2019 (salvo algunas excepciones) y el tipo de cambio no podrá ser administrado mientras se ubique dentro de unas bandas móviles.
- En este marco, con expectativas y riesgos de depreciación que se van atenuando, vemos conveniente (y probable) que continúe la reducción de tasas. Esto es posible hoy sólo por el hecho de que la demanda de circulante continúa baja. Cuando suba (dado que subirá de atenuarse la incertidumbre cambiaria), aparecerá el dilema de respetar a rajatabla el programa monetario o acudir a una vía de escape para evitar subas innecesarias de tasas (por ejemplo, reduciendo la exigencia de encajes no remunerados).
- La reducción de tasas tendrá el beneficio adicional de permitir un deslizamiento cambiario hacia niveles que consideramos más adecuados para la competitividad, cerca de la mitad de las bandas.

Javier Okseniuk

Director Ejecutivo

j.okseniuk@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista senior

m.sala@lcgsa.com.ar

Lucía Pezzarini

Economista

l.pezzarini@lcgsa.com.ar

Costa Rica 4161 - CABA

(+5411) 4862 8992

info@lcgsa.com.ar

www.lcgsa.com.ar

[@lcgmedia](https://twitter.com/lcgmedia)

De los múltiples objetivos de la política económica actual, sin meternos en aquellos estructurales, hay uno que es urgente (domar la fiera financiera), otro que es preocupante (la inflación), otro fundamental que está siendo atendido por el momento por el dueto devaluación y recesión (consumimos más de lo que producimos, o desequilibrio externo), y el más importante (volver a crecer) el cual sufre el bullying sofocante de los otros. Yendo a un trazo más fino, observamos que la intención de domar la finan-fiera va en la misma dirección que domar la inflación; más aún, para ambas uno se puede enfocar en subir las tasas o retirar pesos de circulación, que a grandes rasgos son las dos caras de una misma moneda. Es decir, hoy colocando tasas de urgencia se pretende evitar que la gente compre los escasos dólares y que el 6,5% de aumento de precios de septiembre y 5,4% de octubre no generen un desenfreno de futuras remarcaciones. Y hoy da igual si esas tasas se logran porque ese es el nivel que se considera adecuado para nuestra vil coyuntura, o porque es el resultado de un objetivo de emisión monetaria. Para el cortísimo plazo, se han alineado objetivos e instrumentos a disposición.

¿Pero ese alineamiento persistirá en lo sucesivo? Imaginemos una situación en donde, de a poco, la incertidumbre cambiaria se mitiga gracias a que el dólar se mantiene estable en niveles razonablemente altos, al tiempo que la inflación continúa en valores preocupantes. Lo primero pediría reducción de tasas (evitando sobre-reacciones contraproducentes); lo segundo, mantener las tasas en niveles altos (aunque no necesariamente). ¿Se debe priorizar la inflación, con tasas más altas y dólar más barato, o permitir tasas más bajas y mayor empuje a la actividad económica? Son dilemas complejos que aparecerán en los próximos meses.

Ahora tenemos bandas cambiarias y metas monetarias, reglas que tienen el objetivo de ordenar un hormiguero recién pisado. Nuestro “crawletón”, híbrido de crawling-peg y apretón monetario, no está exento de desafíos, y las dinámicas que puede arrojar pueden ser confusas. Por el momento, el Programa Monetario (PM) se ha cumplido en octubre, y el tipo de cambio ha descendido desde los máximos y las expectativas de depreciación parecen haberse atenuado un poco.

La tranquilidad cambiaria es una muy buena noticia después de tanta incertidumbre y ciertamente es más robusta que aquella que habían podido lograrse con valores del dólar más bajos (a mediados de agosto), justamente por la relativa holgura que implican los niveles actuales. ¿Qué es lo que está determinando esta tranquilidad? ¿Las tasas de interés por las nubes? ¿El propio valor del dólar, suficientemente alto? ¿Los desembolsos de fondos acordados con el FMI, que redujeron la tensión sobre la capacidad de repago de servicios de deuda durante 2019 y buena parte del 2020? ¿Las bandas cambiarias? ¿Las metas monetarias estrictas hasta mediados del año que viene, señalizando disciplina en la emisión? La respuesta no es clara, pero nosotros nos volcamos a pensar que tasas altas (percibidas por un tiempo elevadas), dólar alto y menor probabilidad de default (desembolsos del FMI más compromiso fiscal y aprobación del Presupuesto) están haciendo gran parte del trabajo.

Por el momento, con tasas elevadas, demanda de pesos todavía vapuleada, baja gradual del dólar y en zona de no intervención, no parece haber grandes contradicciones en el diseño. Pero eventualmente, la demanda

de pesos (billetes en bolsillos y carteras) va a volver a subir con dos o tres meses de cierta estabilidad cambiaria, por encima de lo que aumentan los precios. ¿Será noviembre un mes más complicado para cumplir con la meta, teniendo que recurrirse a una reducción de encajes no remunerados? Con datos a mediados de este mes, todo indica que la demanda de circulante continúa afectada por la incertidumbre. Esto no significa otra cosa que seguirá siendo factible, en noviembre, continuar el sendero de reducción de tasas junto con la posibilidad de cumplir con el programa monetario sin tocar encajes. Para diciembre se podrá acudir a la flexibilidad estacional de emisión (vale decir, de “estacional” no tiene nada dado que luego no vuelve al nivel anterior), aunque pensamos que la calibración del aumento ha quedado corta. Si este fuera el caso, los encajes podrían ser acomodados en diciembre o al menos podría pensarse en restituir su posición trimestral de fin de año (exigencia de Efectivo Mínimo) para evitar tensiones adicionales (e innecesarias) sobre las tasas de interés.

También está la flexibilidad de emitir si el dólar llegara a tocar la banda inferior, pero es un misterio cuánto se podría hacerlo, dado que las expectativas de depreciación podrían cambiar rápidamente: en ese punto, el dólar sólo podrá subir o quedarse donde está, no bajar. En última instancia, ya sea por las nuevas expectativas de depreciación (a partir de esta barrera “technical”) o por la misma volatilidad del tipo de cambio, las tasas se ubicarían en un nivel más alto que frente a la posibilidad (ausente hoy en el acuerdo con el FMI) de administrar el mercado de cambios frente a diversas tensiones. Creemos que un tipo de cambio más administrado (más “sucio”), dejando latente una futura apreciación nominal, hubiera sido más eficiente para lograr estabilidad con reducción de tasas.

Si surgiera una incipiente normalización, ¿se debe insistir con la regla o será más eficiente acudir a una vía de escape (aun respetando la fría letra de esa regla, por ejemplo, con una reducción de encajes no remunerados)? La posibilidad de mantener en el tiempo un dólar lejos de precio de changa, junto con la prudencia fiscal, parecen dar más credibilidad al régimen monetario que recetas draconianas. En la desinflación de Chile de los 90 y en Colombia de 1999, la base monetaria y el circulante crecieron muy por encima de la inflación. Y en ambos casos, la inflación bajó al ritmo que podía bajar, no más.

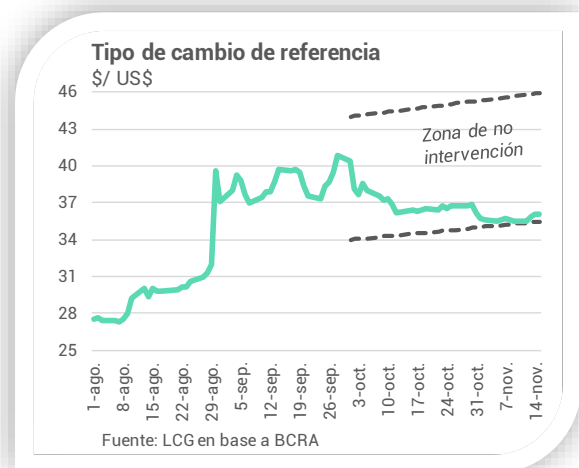
Argentina, ciertamente, la tiene más complicada por mayor incertidumbre financiera, un usual mayor traslado a precios de la devaluación (con efectos distributivos más agresivos) e impacto no menor en el nivel de deuda. Pero una enseñanza que pueden dar estos ejemplos cercanos es que la credibilidad del régimen se logra persistiendo en un camino de equilibrios (esencialmente externo, pero también fiscal); las reglas pueden gozar de una credibilidad limitada. Para mantener los equilibrios alcanzados (externo y fiscal) resulta indispensable ampliar las bases políticas para acuerdos sustentados en un diagnóstico conversado y debatido. No sólo a nivel presupuestario. Los distintos reclamos que se inician con los nuevos precios relativos post-devaluación (por ejemplo, paritarias para recomponer poder adquisitivo perdido, y no en base a inflación futura, o precios de combustibles en algunos puntos exagerados) pueden hacer naufragar pronto las ganancias de competitividad y requieren también un marco de consensos para permitir una recuperación sostenible. Con la oferta de un bono generalizado de fin de año y exigencias salariales previas que rondan el 35-40%, el diagnóstico y el debate parecen urgentes.

Programa Monetario del BCRA

- 1) **Bandas de Flotación del dólar** para anclar las expectativas de devaluación con el objetivo implícito de permitir cierta volatilidad nominal (3% mensual hasta diciembre 2018), pero con estabilidad real.
- 2) **Meta sobre la base monetaria:** 0% de crecimiento hasta junio 2019 (con excepción de los aumentos estacionales de diciembre y junio), con el objetivo de anclar expectativas de inflación.

Manejo cambiario- Zonas de no intervención

- Se dispusieron, inicialmente, entre \$ 34 y \$ 44 por dólar. Con el ajuste previsto (3% mensual), cerraría en \$ 37,2 y \$ 48,2 a fin de año. Luego el Comité de Política Monetaria determinará mensualmente el % de actualización mensual y el ancho de la zona de no intervención.
- Aun cuando no está claro qué sucederá a partir del 1ero de enero, en principio parece que el diseño del esquema de bandas procuraría evitar futuras situaciones de atraso cambiario severo: hasta diciembre de 2019, el tipo de cambio real podrá estar sólo levemente apreciado o depreciado (en relación con los niveles actuales) dependiendo de si se toca el techo o el piso de la banda, que se ajustarían con la inflación esperada.



- A priori, **las críticas pueden concentrarse en el ancho de la banda, en lo baja que parece ser el límite inferior y en el escaso poder de intervención cambiaria en el mercado spot de alcanzarse el techo y el piso de la banda (a razón de US\$ 150 M diarios).**
- El enfoque elegido deja ver que, en términos monetarios, la prioridad del FMI es evitar cualquier tipo de intervención en el mercado de cambios. Que no se malgasten las reservas internacionales en el caso de superar el techo (como ocurrió en el pasado) o que no se recompren de dólares en caso de presiones vendedoras (como ocurre en la actualidad).
- **Hemos sostenido que algún tipo de intervención compradora ("suciedad asimétrica"), manteniendo el dólar cerca de los \$39 (con tendencia a apreciación más leve), hubiese arrojado resultados más eficientes en términos de competitividad y la posibilidad de reducción de tasas.**
- Hace mucho que venimos sosteniendo que **el Gobierno debería evitar tentarse con atrasar nuevamente el tipo de cambio**, máxime un año electoral en el cual el ancla cambiaria podría actuar como ancla inflacionaria y política de ingresos (aumentan los salarios en dólares). **Estas situaciones generan pan para**

hoy y hambre para mañana, y en buena parte explican el crecimiento serrucho de los últimos años. Las bandas ponen un piso y un techo, pero **debería apuntarse a moverse por el centro de las mismas.**

- Distintamente creemos que los riesgos al alza no son mayores. Consideramos que con la corrección cambiaria ya hecha y habiendo alcanzado un tipo de cambio competitivo, las tasas de interés y la intervención en el mercado de futuros deberían ser suficientes para evitar desbordes de expectativas. Aun así, el techo de US\$ 150 M diarios impuesto a la intervención cambiaria del BCRA y la imposición de un límite a la posición abierta en futuros (idéntica a la de septiembre de este año, que luego debería ir descendiendo mes a mes) son factores que podrían jugar en contra al momento de frenar una nueva corrida.
- **Entendemos que el proceso de reducción de tasas, una vez estabilizado el mercado de cambios, debe ser prioritario para poder reanimar la actividad económica y alejarse del piso de las bandas. Por este motivo, el programa monetario que detallamos a continuación pone dudas sobre si dicha reducción será factible cuando se normalice la demanda por circulante.**

Ancla monetaria

- El otro punto del Programa Monetario (PM) es la regla de crecimiento nulo de la Base Monetaria (BM) hasta junio 2019. **La única excepción sería por el crecimiento derivado de la compra de divisas en caso de que el tipo de cambio perforase el límite inferior de la zona de no intervención**, pero esa emisión podría potencialmente también ser esterilizada (aunque se estima que no lo será).
- Los vínculos entre agregados monetarios e inflación son bajos en Argentina, pero la Base Monetaria más todavía. De hecho, la base monetaria es prácticamente inmanejable en el mediano plazo con los instrumentos que tiene a disposición el BCRA (lebacs, leliqs, intervenciones cambiarias, tipo de cambio), salvo por las alícuotas de los encajes bancarios en pesos. Factores que expanden la Base encuentran rápidamente otros que la contraen.
- La BM es la suma de los billetes y monedas que tiene la gente en sus bolsillos (circulante), y las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA (como parte de los encajes legales no remunerados de los mismos).
- El circulante se usa mayormente con fines transaccionales, máxime en una economía con un alto componente de informalidad. Así, depende mayormente de evolución de la actividad económica y de la dinámica de precios. Mayor actividad o mayores precios (o ambos a la vez) aumentarán la demanda de circulante en poder del público.

- Sin embargo, **la demanda por circulante ha disminuido frente a expectativas de depreciación fuertes y se ha recuperado en momentos de tranquilidad cambiaria.** Crecimiento nulo de circulante hasta mediados del año que viene estaría suponiendo una corrida contra el Peso sostenida hasta entonces.

- Pero en momentos tranquilidad cambiaria, un aumento de la demanda de circulante (por crecimiento de los precios o por mayor actividad o por ambas cosas a la vez) derivará en un aumento de la tasa de interés (precio del dinero), dada la premisa de no emisión.

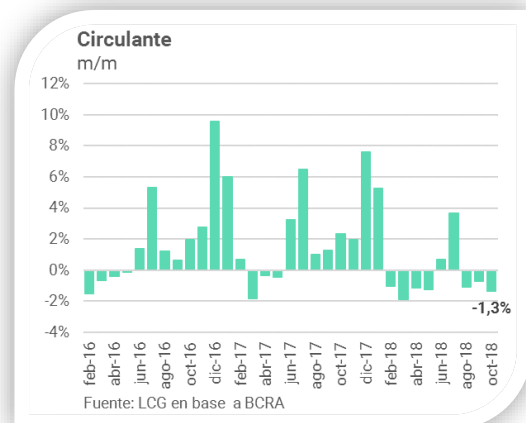
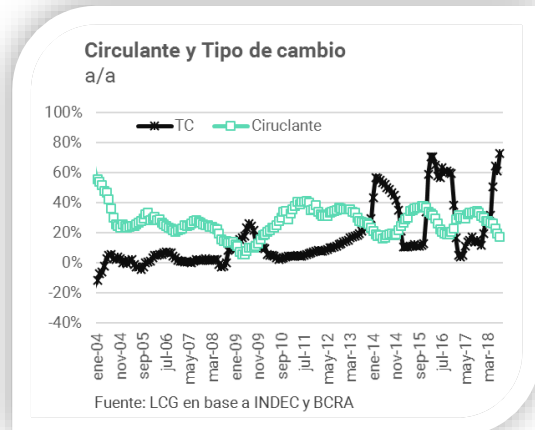
- Así, la meta de crecimiento nulo de la base monetaria anticipa una tasa alta (determinada por el mercado) y un menor nivel de actividad.

- El circulante en poder del público puede modificarse con tasas de interés sólo en el margen, a partir de que dichas tasas generen una recesión que disminuya el nivel de transacciones de la economía (y salvo que las metas mismas reduzcan en sí mismo las expectativas de inflación y consecuentemente de transacciones nominales, pero no asignamos probabilidad a dicha eficacia).

- **El problema es que, dado que el circulante reacciona poco a las tasas de interés (porque su demanda es fuertemente transaccional), la suba de las mismas para mantenerlo a raya puede ser exageradamente alta, muy por encima de los valores actuales. Si esto no ha ocurrido hasta el momento es sólo por el hecho de que la demanda de circulante sigue golpeada por la última devaluación de agosto/septiembre. Pareciera que todavía en noviembre (datos a mediados de mes) la demanda de circulante continúa baja, con lo que podrá continuarse con la reducción paulatina de tasas.**

- La transmisión de las tasas a la base monetaria puede darse, en cambio, por el traslado de depósitos en caja de ahorro y cuenta corriente (con mayor alícuota de encajes) a plazos fijos (cuyos encajes ahora se integran con Leliq y no cuentan dentro de la base monetaria). Sin embargo, **como los encajes no remunerados son una parte menor de la base monetaria** (habitualmente 25%, ahora 40% por la suba de los últimos meses), **la tasa necesaria para trasladar cuentas a la vista a plazo fijo y reducir encajes puede ser también extremadamente alta para compensar el crecimiento transaccional (por incremento de precios) del circulante.**

- **Creemos así que el programa monetario es una sobreactuación para ganar credibilidad, pero que termina siendo muy difícil de cumplir. Ata las manos del BCRA para poder estabilizar la macro una vez conseguida la estabilidad cambiaria.**



El principal comodín: encajes no remunerados

- Habiendo enumerado entonces los inconvenientes de usar la Base Monetaria como meta intermedia para un determinado objetivo (precios, actividad), consideramos la posibilidad de recurrir a “arreglos contables” como para poder acomodarla.
- Concretamente: reducir los encajes bancarios no remunerados para evitar los innecesarios efectos recesivos (adicionales a los que ya existen). **Contra intuitivamente, una baja de encajes podría hacer cumplir un Programa Monetario contractivo sin generar costos excesivos.**

Creemos que los depósitos están suficientemente cubiertos por riesgos de liquidez (últimas subas obedecieron a motivos de política monetaria y sus costos, y no por motivos prudenciales) como para habilitar dicha reducción. Además, se podría, en paralelo, aumentar la alícuota de encajes integrada con Leliqs (de manera similar a lo implementado por el BCRA en las últimas modificaciones). De hecho, la política de integración de Efectivo Mínimo (EM) con Leliq equivale una baja encubierta de encajes.

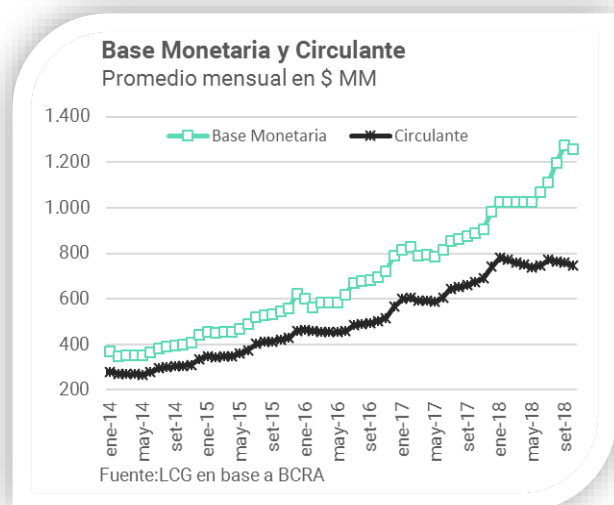
¿Cómo está funcionando?

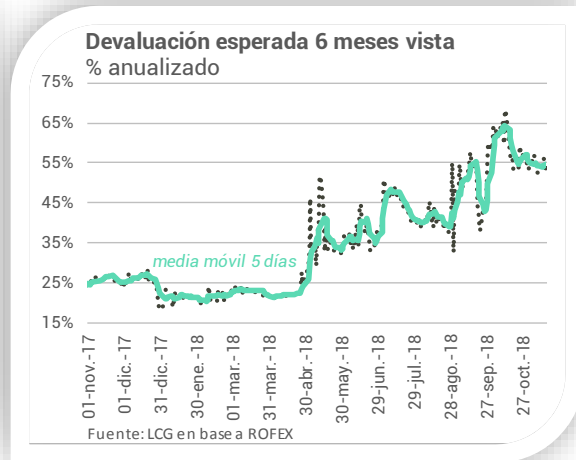
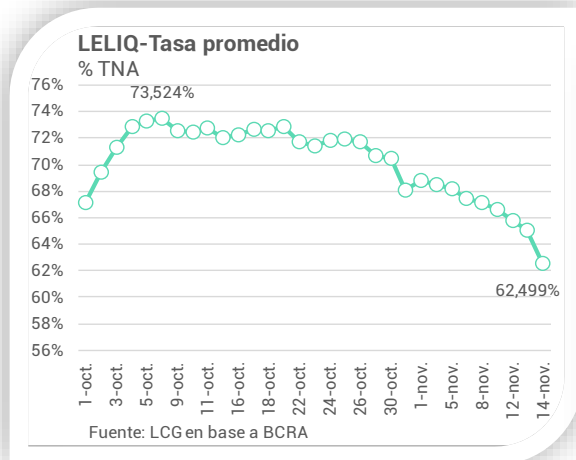
- **El BCRA sobre cumplió la meta de Base Monetaria (BM) en el primer mes de vigencia del nuevo Programa Monetario.** La BM resultó, en promedio, 1,5% menor en octubre respecto a septiembre (\$ 1.252 MM vs \$ 1.271 MM). Medida entre puntas el retroceso fue de \$ 17,2 MM y estuvo liderado por un menor circulante en poder del público.

- **En lo que va de noviembre la BM continúa contrayéndose:** en los primeros 15 días resulta \$ 28 MM inferior al promedio de los mismos días del mes pasado y se ubica \$ 40 MM por debajo de la meta.

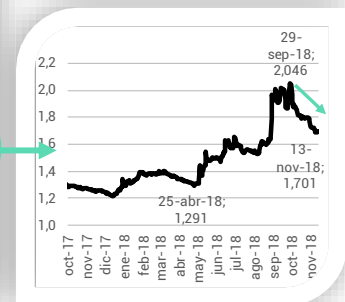
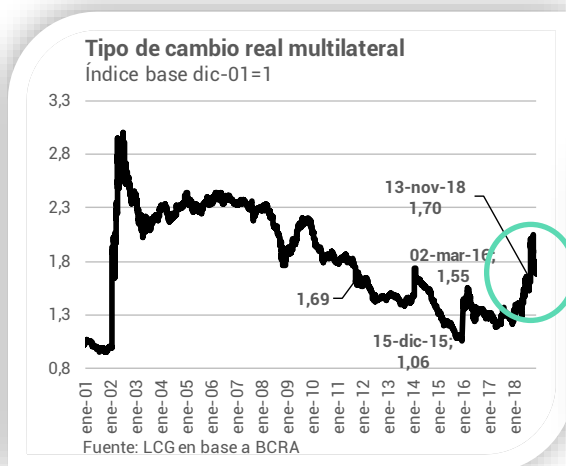
- La tasa alcanzó un máximo de 73,5% a principio de octubre; desde entonces, **las expectativas de depreciación aparentemente se atenuaron lo que propició una incipiente pero sistemática reducción de tasas.** Al cierre de este informe están en 62,5%, mínimo desde el inicio del PM.

- Con ese nivel de tasas y con menores expectativas de devaluación, **el tipo de cambio se dirige hacia el piso de la zona de no intervención (hoy apenas 57 ctvs por encima).** Ver gráfico de la sección Manejo Cambiario-Zonas de no intervención.





- Si el tipo de cambio perfora el piso el BCRA está habilitado a comprar dólares para sostener el tipo de cambio y puede no esterilizar la inyección de dinero proveniente de esta operación (“are expected to be unsterilized”), lo que implicaría moderar el sesgo contractivo del PM.
- Hoy estamos viendo una paulatina apreciación combinada con una gradual reducción de las tasas. Por ahora el BCRA apuesta a continuar la baja de tasas (con mayor vigor los últimos días) en lugar de permitir una apreciación tal que le permita comprar reservas. De todas formas, **la tasa solo podrá bajar a un piso de 60% en la medida que las expectativas (promedio) de inflación para los próximos 12 meses relevadas por el REM¹ no se moderen durante dos meses consecutivos.**
- Con el dólar rozando el piso de la banda y una inflación que escala por encima de lo esperado, el TCRM cayó **17% contra el pico alcanzado dos meses atrás.** Aun así, la mejora de la competitividad sigue siendo palpable, retomando los niveles de 2010.



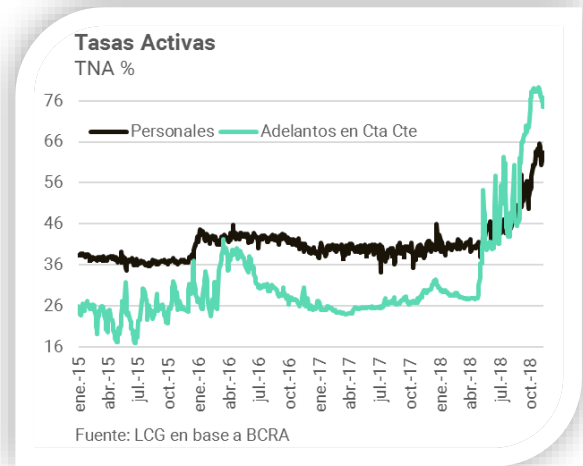
¹ Relevamiento de Expectativas del Mercado realizado mensualmente por el BCRA

- En paralelo, el impacto en las tasas de interés activas y en el dinamismo del crédito ya es evidente.

- La tasa de **Adelantos en cuenta corriente** estuvo cercana del **80% anual en octubre**, y la de préstamos **Personales en torno a 60%**, los niveles más altos desde la crisis del 2001. Contra abril la tasa de Adelantos escaló casi 50 pp y 20 pp la de Personales. En línea con la reducción de la tasa de referencia, los primeros días de noviembre parecen estar mermando un poco, aunque todavía desde niveles muy elevados.

- La irregularidad de la cartera empezó a crecer desde abril, alcanzando el 2,1% en agosto (+0,2 pp). De todas formas, se ubica en niveles muy bajos en comparación con años anteriores (entre 2006 y 2010 promedió 3%).

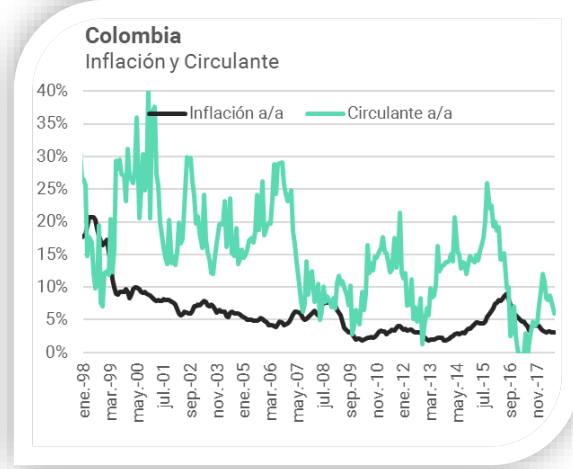
- El número y el monto de cheques rechazados también subieron, aunque también desde niveles muy bajos. La cantidad de cheques pasó de 1,2% del total en diciembre pasado a 1,6% en septiembre; y el monto de 0,8% a 1,1% del total financiado.



¿Reglas o equilibrios? Los casos de Chile y Colombia

En la desinflación de Chile de los 90, la base monetaria y el circulante crecieron muy por encima de la inflación; después del pico, el circulante creció en 20 de los 36 primeros meses (a un promedio de 2,4% mensual, 3,2% el primer año). El caso de Colombia de 1999 puede ser todavía más interesante porque venía de años de déficit externo, perdió reservas inútilmente para defender el atraso cambiario, devaluación posterior y acuerdo con el FMI. Desde ahí, Colombia propició una gradual depreciación real, y como en Chile, la emisión estuvo siempre por arriba de la inflación (con una visible reducción de tasas). En ambos casos, la inflación bajó al ritmo que podía bajar, no más.

Argentina, ciertamente, la tiene más complicada. Primero, la incertidumbre financiera parece haber sido mucho más significativa que en estos dos casos. Segundo, el traslado a precios de la devaluación es mucho más aceitado acá que allá, con lo que los efectos distributivos son mayores. Tercero, la deuda ya no es poca cosa. **Pero una enseñanza que pueden dar estos ejemplos cercanos es que la credibilidad del régimen se logra persistiendo en un camino de equilibrios (esencialmente externo, pero también fiscal); las reglas pueden gozar de una credibilidad limitada. Para mantener los equilibrios alcanzados (externo y fiscal) resulta indispensable ampliar las bases políticas para acuerdos sustentados en un diagnóstico conversado y debatido.**



Comentarios finales

El origen del nuevo arreglo monetario parece ser la consecuencia de dos cuestiones:

1. un primer acuerdo con el FMI muy malo que acentuó la falta de credibilidad (sobre todo por la ansiedad anti-inflacionaria que estimuló la defensa del atraso cambiario y la suba de tasas) y luego hizo necesario que el BCRA se ate las manos para poder recobrarla; y
2. la falta de oportunidad para discutir técnicamente con el FMI lo problemático de sostener el Programa Monetario en el tiempo, lo que a la larga terminará motivando nuevas negociaciones/ correcciones o la implementación de válvulas de escape contables.

Seguimos sosteniendo que era imperioso mantener la estabilidad cambiaria para propiciar la gradual reducción de tasas, pero ya mencionamos que hubiese sido más eficiente haber permitido compras de dólares por parte del BCRA para mantener estable el dólar en el rango \$39-40, con una apreciación latente y mejores condiciones de reducir tasas sin movimientos cambiarios.

Hasta ahora la reducción de tasas (desde niveles astronómicos) es factible sólo por el hecho de que la demanda de circulante (pesos) sigue muy baja. Pero **si pronto comenzara a aumentar a partir de una incipiente normalización, la meta de no emisión gatillarías subas de tasas y el PM se enfrentaría al dilema de insistir con la regla (priorizando el objetivo de desinflación) o acudir a una vía de escape con una reducción de encajes no remunerados (ponderando el objetivo, que entendemos, más importante: recuperación económica).**

Para la consistencia de corto plazo, y los dilemas que eventualmente surjan las próximas semanas, **será clave la evolución del circulante durante noviembre.** Hasta el día 15, no parece haber indicios de recomposición de demanda de dinero con lo que podrá conseguirse, simultáneamente, un encuadre al Programa y una reducción de tasas. En diciembre aparece la flexibilidad estacional (estacionalidad rara, por cierto, dado que no vuelve luego a niveles previos...), pero veremos cuán bien calibrada está. Es posible que para ese mes ya comencemos a ver algunas tensiones de liquidez generados por el programa y por **una demanda por circulante que se consolida por haber dejado atrás el temor devaluatorio. En ese marco, habrá que ver si no es necesario hacer un retoque de encajes (reducción de alícuota no remunerada, posición trimestral, etc).**

Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente