

Reflexiones preliminares sobre el nuevo acuerdo con el FMI (énfasis en lo monetario). Javier Okseniuk

- ✓ El mayor financiamiento de US\$ 7.100 M en total, su adelantamiento (que implica mayores recursos en US\$ 19.000 M hasta 2019), y su cambio de status, **colaboran sensiblemente en atenuar las dudas que habían surgido para el cumplimiento del programa financiero del año que viene.**
- ✓ Son recursos que a su vez inciden directamente en la balanza de pagos en tanto que compensan las salidas de dólares previstas para el repago de deuda y los intereses de la misma, en un contexto en donde el balance comercial de bienes y servicios reducirá fuertemente los valores deficitarios.
- ✓ **No hay sorpresas en el frente fiscal en tanto se acomodan al camino iniciado por el Gobierno en la discusión sobre el Presupuesto.** Pensamos que el equilibrio fiscal primario para el año que viene, y superavitario para el 2020, es adecuado en las actuales circunstancias. Señalamos que, como gran parte del equilibrio fiscal provendrá de la imposición de retenciones en un contexto de tipo de cambio competitivo, el impacto recesivo del ajuste será menor que si estuviera sustentado exclusivamente en reducción del gasto. La eficientización del Estado y la discusión de nuevas prioridades presupuestarias quedarán para otro momento.
- ✓ Los efectos del acuerdo monetario es la parte más compleja para determinar. Por un lado, **vemos bien**, porque así lo veníamos proponiendo desde hace algunos meses, **un esquema que evite futuras situaciones de atraso cambiario.** El *crowling peg* establecido tiene bandas muy amplias, pero persigue ese objetivo: **hasta diciembre, 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.** No está claro qué sucederá a partir del 1ero de enero.
- ✓ Si bien no hubiésemos impuesto un límite a la intervención cambiaria en el mercado *spot* de alcanzarse el techo de la banda (frecuentemente, mostrar más armas aumenta la probabilidad posterior de no usarlas), consideramos que con el nivel cambiario alcanzado (competitivo, menos probable de ser sujeto de corrida) las tasas de interés y la intervención en el mercado de futuros deberían ser suficientes para evitar desbordes de expectativas. Al no haber atraso cambiario, una intervención enérgica en el mercado de futuros, por otro lado, puede ser convincente y no tiene por qué implicar un perjuicio patrimonial para el BCRA.
- ✓ La banda inferior, que subirá de manera similar a la inflación promedio hasta diciembre, parece estar un poco baja, pero no demasiado como para comprometer, eventualmente, la competitividad.
- ✓ Más allá de la flexibilidad prevista para meses de demanda de dinero estacionalmente alta, **una meta de 0% de crecimiento para un agregado monetario de acá a junio del año que viene luce descabellada en una primera vista.** Si la demanda de un agregado monetario por motivos transaccionales se vincula con el nivel nominal de actividad económica, la meta de 0% con una inflación inercial elevada (prevista en 35-40% a junio de 2019), puede inducir una recesión exagerada (salvo que se piense que la corrida contra el peso continúe persistentemente hasta junio).
- ✓ **Si se van desterrando las dudas sobre capacidad de pago de deuda, nosotros pensamos que el manejo monetario y cambiario post-devaluación debería ser relativamente más sencillo que en un contexto de atraso cambiario.** El *overshooting* debería propiciar una gradual pero continua reducción de las tasas de interés. De manera conceptual, **autoimponerse una meta monetaria tan estricta parece, por lo tanto, inconducente, en tanto que abortaría toda posibilidad futura de reducción de tasas.** En principio, se estaría cometiendo el mismo error que en el acuerdo anterior con el FMI, en donde la ansiedad por la desinflación generó movimientos erráticos de la política económica y más costos.
- ✓ Esto a nivel general. Pero en el acuerdo se eligió un agregado monetario en particular: la Base Monetaria. Los vínculos entre agregados monetarios e inflación son bajos en Argentina, pero la Base Monetaria más todavía, que 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 de los mismos). 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, etc), salvo por las alícuotas de los encajes bancarios en pesos. Factores que expanden la Base encuentran rápidamente otros que la contraen. El circulante en poder del público no puede usualmente modificarse con tasas de interés, salvo 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).

- ✓ **Habiendo enumerado entonces los inconvenientes de usar la Base Monetaria como meta intermedia para un determinado objetivo (precios, actividad), consideramos que su elección está, precisamente, en la posibilidad de recurrir a “arreglos contables” como para poder acomodarla.** Concretamente: reducir los encajes bancarios (o reducir la alícuota de integración de encajes con pesos y aumentar la alícuota integrada con leliqs) para evitar los innecesarios efectos recesivos (adicionales a los que ya existen). Podrían aprovecharse los sucesivos “desarmes” mensuales de lebacs para tocar las distintas alícuotas de Efectivo Mínimo (encajes) y su modo de integración, de modo de mantener inalterada la base monetaria.
- ✓ **Si esta visión es correcta, las metas monetarias serán sólo una puesta en escena para reafirmar el compromiso desinflacionario, sin mayor incidencia en las variables macroeconómicas.** En este caso, el compromiso concreto consistirá en evitar atrasos cambiarios (con las bandas), las tasas podrán efectivamente reducirse a la par de expectativas de depreciación paulatinamente menguadas, y se asumirá que la inflación descenderá más gradualmente que lo originalmente previsto, como pudo hacerlo Chile, Colombia o Israel.
- ✓ **Este escenario de picardía es el que nosotros vemos como el más adecuado para nuestra coyuntura. Si el escenario de hiper-estrechez monetaria fuera real, incluso habiendo alcanzado ya mayor margen cambiario, se manifestaría una ansiedad desinflacionaria que desaconsejamos, aun ponderando todos los efectos nocivos de la inflación.**
- El *escenario de picardía* permitiría mantener nuestros pronósticos de recuperación marginal para el año que viene, sustentada en los beneficios que genera la devaluación y la mejor cosecha, entre otros factores ya mencionados. De verificar que se va imponiendo el escenario de ajuste monetario real, nuestros pronósticos de crecimiento para 2019 (y lo que queda de 2018) serán revisados a la baja de manera visible.