

Cambio de bandas, tasas de interés y la recesión como riesgo

La reunión del G20 logró algo muy poco frecuente en nuestro país: por unos días las cuestiones de la economía y la política internacional desplazaron a los problemas domésticos del centro de la escena. Pero una vez concluida la cumbre –afortunadamente, de manera exitosa– esta semana el país está volviendo a sintonizarse en la frecuencia "business as usual", lo que significa que el plan de estabilización en ejecución y sus efectos sobre el nivel de actividad y la gobernabilidad están volviendo a acaparar la atención. Una atención que, seguramente, tendrá poco espacio para decaer, a juzgar por la sucesión de datos y decisiones de política que estamos viendo.

Para empezar, **esta semana se conocieron dos decisiones del Copom** (Comité de Política Monetaria) de alta relevancia: **las bandas de flotación se corregirán en 2% mensual en el primer trimestre y se libera a las tasas del piso del 60%**. Ambas decisiones se esperaban. El piso de las tasas se podía remover al estar cumplida la condición de dos meses con expectativas de inflación –medidas por el REM– en descenso. Por otra parte, al acercarse el fin de año se hacía cada vez más necesario definir cómo se ajustarían las bandas desde enero, algo que no estaba definido. Hubo también eventos puntuales que influyeron en los mercados, entre los que sobresale el acuerdo de Buenos Aires entre Trump y Xi Jinping que tuvo un impacto positivo en los mercados que, no obstante, se diluyó rápidamente de la mano de tuiteos de Trump que generaron dudas respecto del verdadero significado del acuerdo. Pero, más allá de esto, lo **cierto es que el apoyo político que recibió el gobierno de parte de la comunidad internacional en el marco del G20**, que se expresó tanto en declaraciones –como en el caso de Lagarde– como en iniciativas concretas –**como los acuerdos con China– sin dudas aportaron munición política nueva para sostener el Stand-By.**

Ayudaron menos a la marcha de la estabilización, en cambio, los datos del lado real. Las cifras del INDEC y del área de trabajo del ministerio de Sica no dejan dudas de que la recesión es profunda y de que ya se sienten plenamente los efectos sobre el empleo.

Como **los eventos que estamos observando en la coyuntura no apuntan todos en igual sentido y se combinan datos alentadores con amenazas potenciales a la estabilidad**, antes que tratar de llegar a conclusiones definitivas respecto del futuro del programa en curso, parece mejor **concentrarse en evaluar en qué medida las autoridades están o no ganando margen de maniobra tanto para ir cerrando los desequilibrios fundamentales que dejó al descubierto el sudden stop como para evitar un eventual resurgimiento de la inestabilidad** cambiaria y financiera ante noticias negativas en el campo de la política o provenientes de los mercados internacionales.

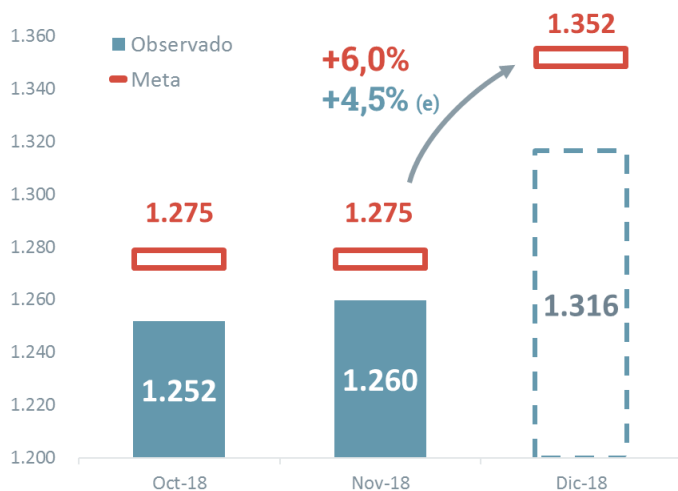
Un hecho que, de mantenerse, mejorará sensiblemente la capacidad de maniobra de las autoridades es que las tasas de interés, el tipo de cambio y los precios se están empezando incipientemente a comportarse de la forma que se esperaría que lo hagan si la economía se estuviera moviendo hacia un escenario de mayor estabilidad. **La tasa de interés de las Leliqs ha descendido nada menos que alrededor de 13 p.p.** en relación con el máximo que había alcanzado el 8 de octubre, hace dos meses. Y esto ocurrió **a pesar de que el BCRA no afloja con el objetivo que se trazó en el Stand-By para la base monetaria.** De hecho, la autoridad monetaria dio a conocer que sobrecumplió la meta. Según el informe que emitió el 30 de noviembre, el promedio mensual de la base monetaria fue de \$1.256 mil millones, \$14,5 mil millones por debajo de la meta. **El tipo de cambio, por su lado, si bien ha fluctuado, lo ha hecho dentro de las**

ABECEB

hacemos más real la economía real

bandas establecidas, al tiempo que el recientemente conocido REM reveló que las expectativas de desinflación se consolidan.

Base Monetaria: Meta vs Realidad



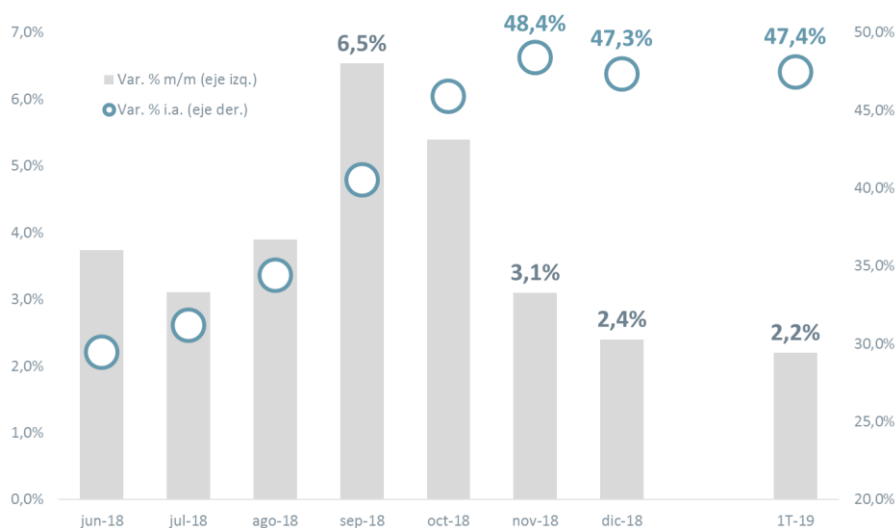
Vamos a un diciembre "sequito"

Var. % mensual real dic.

2007/15	+5,3%
2016	+8,3%
2017	+4,8%
2018	+2,0%

Si la oferta monetaria no se amplió y las tasas de interés cayeron, se puede conjeturar que la demanda de dinero está, gradualmente, recuperándose. Un factor adicional que habla de una recuperación de la demanda de dinero es que la tasa de inflación en noviembre se desaceleró de forma sustancial en relación a los picos de setiembre y octubre, mientras se espera que en diciembre esa tendencia se consolide. Una demanda de dinero más elevada implica más demanda para los papeles que emite el Central y hay que recordar que fue justamente la creciente aversión a los papeles del Central lo que disparó la crisis cambiaria.

Índice de Precios al Consumidor (IPC) Nacional
Var. % m/m y Var. % i.a.



El Central ha ganado también poder de fuego para detener un ataque especulativo por otras dos razones. La primera razón es que se ha seguido eliminando con éxito el stock de Lebac en manos no bancarias. Se

podría decir que esto sólo se logró a costa de aumentar el stock de Leliqs y es cierto. Pero Lebac y Leliq no son sustitutos perfectos: este último es un papel sólo para bancos y, por ser también autoridad de regulación, al Central siempre le resultará más fácil capear un ataque especulativo operando con los bancos directamente y no con inversores privados no coordinados. **En el nuevo marco monetario, en caso de ser necesario, el Central tiene más formas de inducir demanda por los instrumentos de absorción que emite.** La nueva situación se constata fácilmente al observar la composición de la base monetaria, cuya composición cambió en contra del circulante y a favor de los encajes como fruto de los aumentos de estos últimos en el proceso de eliminación de las Lebac. **La segunda razón a que aludimos es que, en el marco de la visita oficial de Xi Jinping, el Banco de la República Popular de China y el Banco Central de la República Argentina firmaron un acuerdo suplementario de "swap" de monedas equivalente a USD 8.700 millones.** Esto complementa el acuerdo bilateral de swap de monedas de julio de 2017, con lo que se llega a más de US\$ 18.000. Este anuncio refuerza la posición de reservas brutas del Central.

Un aspecto adicional a remarcar es que, a pesar de la astringencia monetaria, la situación del sistema financiero no se ha fragilizado. Esto se refleja en el informe sobre estabilidad financiera del BCRA, pero también, en evaluaciones independientes. Por ejemplo, se conoció un informe de Moody's que expresa que si bien la política monetaria restrictiva del Banco Central "limitará drásticamente la actividad económica y el crecimiento de los préstamos" durante los próximos meses y también habrá un aumento de los préstamos en mora –desde niveles bajos–, "la alta liquidez y el buen perfil de financiamiento de los bancos ayudarán a contrarrestar los riesgos derivados de un deterioro en la calidad de cartera, en los niveles de capital y en la rentabilidad ajustada por inflación". Se ponderan, además, las políticas de gestión de riesgos conservadoras y el hecho de que "la solvencia de los bancos se mantendrá sólida".

Pero, claro, estos positivos desarrollos no deberían llevarnos a ignorar que subsisten fuentes de inestabilidad potencial que las autoridades no controlan porque no cuentan con instrumentos para hacerlo. Un factor problemático, que puede alimentar los riesgos es que, en los próximos meses, si la tasa de interés nominal baja, pero lo hace a un ritmo menor que la tasa de inflación, la tasa de interés real seguirá alta y ello jugaría en contra de la recuperación en "V" que el gobierno espera. Esto es, cuanto mayor sea la tasa de interés real, mayor la probabilidad de que veamos una "U" en vez de una V.

En la medida que las tasas de interés, el tipo de cambio y la inflación se estabilicen, los riesgos pasarán desde los mercados cambiarios y monetarios al sector real de la economía. Una causa básica que hace que una recesión en U sea un riesgo es que cumplir con **la meta fiscal no depende sólo de la voluntad política de la autoridad fiscal.** La determinación política es sobre todo importante para contener el gasto, pero en lo que hace a los ingresos es fundamental la evolución del nivel de actividad. Esto es así no sólo porque el tamaño de la base tributaria depende de la actividad –vía IVA, ganancias o impuestos al trabajo– sino, también, porque cuando caen las ventas las firmas tienden a utilizar el mecanismo de financiarse recurriendo a la evasión. Así, el crecimiento de la informalidad como método de financiamiento se agrava cuando la recesión tiene como uno de sus disparadores la restricción monetaria con altas tasas de interés, que es hoy el caso.

El riesgo recesivo no es uno menor, a la luz de los datos que el INDEC dio a conocer esta semana. La actividad industrial se redujo en un 6,8% en relación con octubre del año pasado –con las industrias automotriz y metalmecánica liderando el descenso–, mientras que la construcción disminuyó 3,7%. Estas cifras llevaron a que, en lo que va del año, el sector fabril acumule una retracción del 2,5% y la construcción una del 4,9%.

ABECEB

hacemos **más real** la economía real

Para convencerse de que una recesión persistente podría poner en peligro las metas fiscales alcanza con echar un vistazo a la recaudación de noviembre. Los ingresos fiscales de ese mes se incrementaron sólo un 33,7%. Como la inflación anualizada hasta noviembre está en alrededor del 48%, hay una caída en el valor real de los ingresos de 14pp. Y no se trata sólo de noviembre. En el marco de la recesión, los primeros once meses del año los ingresos crecieron un 30,7%, muy por debajo de la inflación acumulada.

En suma, **el desafío que enfrenta el gobierno hoy es utilizar el (escaso) espacio que ha ido ganando del lado monetario para tratar de suavizar los efectos colaterales recesivos de una política monetaria que se basó en un instrumento muy primitivo, como es el control de los agregados monetarios. El primer paso en este sentido fue la eliminación del piso del 60%** que hace posible una reducción más fuerte de las tasas. Por otra parte, **el establecer una corrección del 2% de los límites de la banda habla de que el gobierno no quiere, en principio, apostar a una más rápida caída de la inflación atrasando el tipo de cambio.** Esto puede ser funcional para promover la actividad del sector transable. Pero, no obstante, aun son grandes los márgenes con los que podrían moverse las variables. **Ante la incertidumbre, la autoridad monetaria se guardó un espacio importante de discrecionalidad para ir buscando la combinación más conveniente de tasas de interés, inflación y tipo de cambio. No sorprende. Está en línea con el mayor pragmatismo que se le está imponiendo a las acciones de política monetaria desde octubre.**