

En un escenario más calmado, el Central sigue dando "precisiones"

Evaluar la marcha de la coyuntura actual dista de ser una tarea fácil debido a **que las señales que vienen aportando los indicadores son bastante dispares**. Hay noticias buenas y malas que se combinan en un escenario que, adicionalmente, está cargado de la incertidumbre que generan tanto el proceso electoral como la situación internacional.

Sin lugar a dudas, **julio está empezando mucho mejor que junio desde el punto de vista financiero**. Esta semana el riesgo país perforó el piso de los 800 puntos básicos y ello contrasta vívidamente con la situación que se observaba hace relativamente poco, cuando ese mismo riesgo coqueteaba con valores en el entorno de los 1000 puntos.

La evolución de la situación internacional aportó su cuota para que julio empezara de la manera que lo hizo. Hay dos hechos que merecen mencionarse. El primero es que **se ha afirmado la expectativa de que la FED instrumente rebajas en las tasas de interés**. Un hecho importante en este sentido es que, en un contexto de ralentización del crecimiento global –el crecimiento mundial, según la estimación que dio a conocer el BM, será de 3% en 2019 y de 2.6% en 2020– el último dato sobre creación de puestos de trabajo en Estados Unidos ha sido bastante débil. Como el impulso de la política fiscal de la primera etapa de Trump se agota, es natural esperar que la FED adopte una posición "dovish" (dócil). **El segundo hecho es la tregua en la guerra comercial que acordaron Estados Unidos y China en el marco del G-20**. En función de esa tregua, se pospusieron los incrementos de aranceles que estaban programados y que afectarían, por la parte norteamericana unos 300.000 millones y, por el lado chino, unos 60.000 millones de dólares. **Esto ha tenido un impacto positivo sobre los mercados que está favoreciendo la toma de riesgos en los mercados emergentes. Este escenario ha configurado una situación en que los incentivos para el carry trade se han venido fortaleciendo**, empujados por un mundo con rendimientos menos atractivos y unas tasas de interés en nuestro país que siguen siendo muy elevadas en términos reales.

Obviamente, **el período de mayor calma que estamos comentando ha reforzado las expectativas de que la incipiente desinflación** que se registró en abril y mayo podría consolidarse en junio, de la mano de un dólar que retrocedió a los valores nominales que mostraba en abril. Esto se reflejó, por ejemplo, en las expectativas de analistas y consultores que recoge el REM; aunque es justo decirlo, el REM ha venido pecando de un cierto sesgo optimista.

Por el lado de las cantidades, el EMAE de abril muestra un incremento del 0.8% en relación al mes anterior (desestacionalizado). **Uno podría pensar, dado este cuadro, que los planetas están mostrando una cierta tendencia a alinearse en favor del gobierno**, ya que huelga decir que un escenario de desinflación con algo de reactivación del nivel de actividad sería muy favorable para los candidatos del oficialismo. **Sin embargo, esa sensación se enfría cuando se toman en cuenta algunos datos adicionales. En primer lugar, aun si el EMAE nos estuviera diciendo que la recesión encontró su piso, habría que considerar también la profundidad de la recesión**. Este punto queda muy claro si se considera que el mismo EMAE nos indica que el nivel de actividad acumulado de los primeros cuatro meses del año cayó un 4,6%. Por lo tanto, **una reversión del 0.8% del nivel de actividad representa poco ante lo que se ha perdido**, lo que hace que sea más difícil percibir la mejora en el bienestar por parte de la población. En segundo lugar, el resultado de

ABECEB

hacemos **más real** la economía real

reversión del EMAE surge de un promedio que combina un fortísimo aumento de la actividad agrícola-ganadera (40.2%) con estancamiento o caída de otros sectores urbanos, industriales y de servicios. Y no debemos olvidar que la mayor cantidad de votantes está en las ciudades. En tercer lugar, **la evolución del salario real se mimetizó con la de la recesión y su caída fue significativa, por lo que se necesitará un incremento significativo para que el consumidor perciba un cambio en la situación.** En abril, cuando se están recuperando en algo los salarios formales crecieron 2.5% y los no formales sólo 1.2%.

En este contexto, es fácil conjeturar que **en el gobierno no debe ser menor la tentación por utilizar la calma financiera –y particularmente la del dólar– como trampolín para implementar medidas que favorezcan una reactivación que resulte más palpable para el votante medio,** como avanzar más rápidamente con la reducción de tasas para incentivar el crédito. Algunas medidas tímidas en este sentido se conocieron – crédito a los jubilados, Ahora 12– pero lo cierto es que, **hoy por hoy, está claro que los objetivos de preservar la calma cambiaria y de consolidar la desinflación tienen prioridad por sobre cualquier otro objetivo de política económica. ¿Pruebas? El Central inauguró julio con medidas que hablan muy a las claras de esto.**

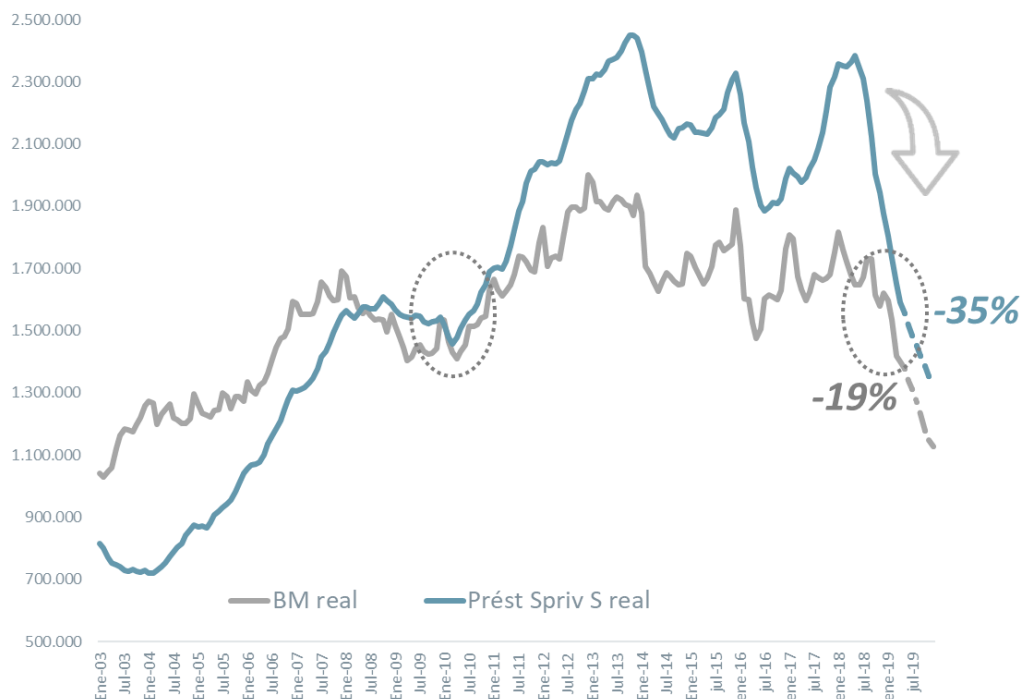
El día lunes 1 de julio, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA resolvió dar "precisiones adicionales acerca del funcionamiento del esquema monetario-cambiarío para el mes de julio". Esas "precisiones" no hicieron más que reafirmar la dureza de la política monetaria. **Se decidió reducir en 3 p.p. la exigencia de efectivo mínimo sobre depósitos a plazo fijo,** lo que según los cálculos de la autoridad monetaria supone la liberación de unos \$ 45 mil millones. **Pero se dijo explícitamente en el comunicado que, con el fin de no relajar la política monetaria, pasado este fenómeno estacional, "la meta de la base monetaria será reducida entre agosto y octubre hasta compensar totalmente el efecto monetario".** Es decir que en agosto el objetivo de base monetaria se contraerá en igual monto. Por si esta señal contractiva no bastara, "para garantizar que estos cambios no impliquen tampoco un relajamiento en las condiciones monetarias", **durante el mes de julio se fijó una tasa mínima para las LELIQ de 58%.** Se absorberá la liquidez necesaria para evitar que la tasa de interés de referencia perfore ese piso. En función de la prioridad que se le da a la desinflación, se argumenta que la tasa mínima está en línea con la reducción en la tasa de inflación que se viene registrando en los últimos meses y que, de acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado, se espera continúe para julio. También se reafirma, por si hiciera falta, que el monto de pesos resultante de eventuales ventas de divisas durante el mes de julio será descontado de la meta de base monetaria.

ABECEB

hacemos más real la economía real

Base monetaria y Préstamos en Pesos al Sector privado en términos reales.

En millones de pesos de junio 2019



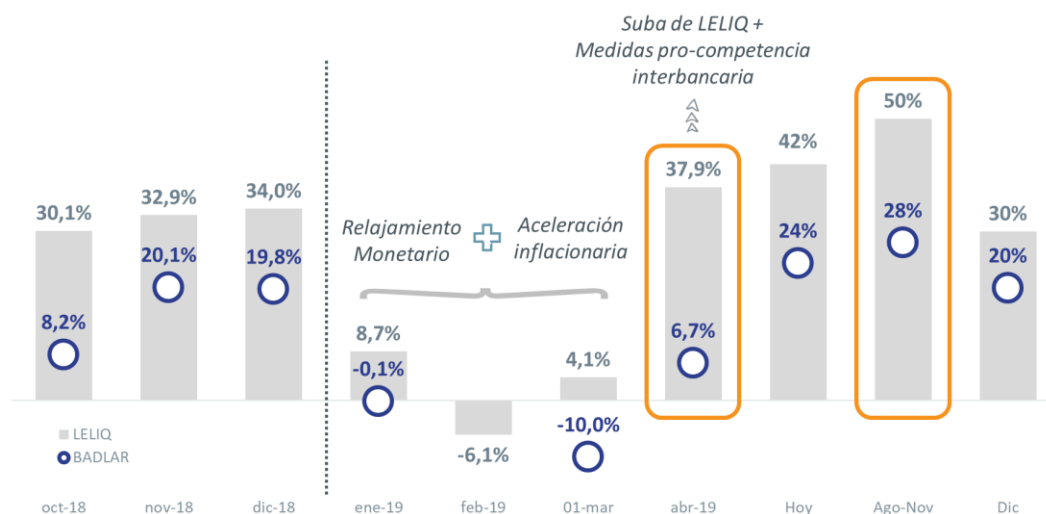
De más está decir que el uso de la palabra "precisiones" por el Central es algo ambigua. No es más que un eufemismo para referirse a cambios de relevancia en el esquema de política, que pueden ir de la fijación del valor superior de la "zona de referencia" en 51.4 pesos por dólar hasta cambios en el efectivo mínimo y las reglas de intervención cambiaria.

Luego de los cambios, **en la actualidad sería difícil decir cuál es el ancla nominal efectiva de los precios en nuestra economía: ¿la base monetaria? ¿el límite de la zona de referencia?** o, acaso, ¿los agentes deberían considerar con tal fin el límite inferior de la tasa de referencia hoy fijado en 58%? Además de ser difícil contestar esta pregunta, en realidad sería poco relevante. **El mensaje que el Central le quiere dar al mercado ya lo pasó: está dispuesto a utilizar todos los instrumentos posibles –aunque resultaran redundantes– con tal de reducir la volatilidad cambiaria y encapsularla dentro de márgenes estrechos.** Usa varios instrumentos porque el deseo fundamental es sobre-matar el objetivo en el período electoral. El Central, adicionalmente está utilizando las posiciones en el mercado de futuro que también sirven para sobre-matar el objetivo en la medida que acumula munición para mantener el dólar en el futuro. Por supuesto esto tiene riesgos: sobre-matar el objetivo de estabilidad cambiaria podría incentivar el *carry trade* en el muy corto plazo. El daño colateral sería el de generar un incipiente atraso cambiario del cual sería difícil salir con posterioridad.

Un punto adicional a señalar es que el instrumento que se utilizó para el manejo monetario **sorprendió en algo ya que se recurrió a una reducción de encajes para satisfacer una variación estacional.** En general, **lo que se recomienda es que las variaciones de los encajes obedezcan a propósitos más estructurales del sistema y no a variaciones estacionales de la demanda.** Es cierto, no obstante, que el objetivo del Central

es no volver a subir esos encajes cuando la demanda de dinero se reduzca en el futuro, ya que anticipó que compensará esa reducción con una disminución en la meta para la base monetaria. **Esto de hecho implica disminuir el rol del Central en la creación de dinero para dar más espacio al sector privado.** No queda claro, si embargo, cuál es la ventaja para la autoridad monetaria ya que, con una inflación esperada del 40% –para estar con las expectativas del REM– **esta medida implica de hecho darle a los bancos mayor participación en el impuesto inflacionario.** Como es sabido, la base del impuesto inflacionario es la oferta monetaria que no paga intereses y, por ende, si se le da mayor participación a los bancos en la creación de dinero, también se los habilita a quedarse con una mayor parte de la recaudación de ese impuesto. Además, **mirando el déficit cuasi-fiscal, no hay que olvidar que si los 45.000 millones se retiran del mercado con LELIQs, ello tiene un costo de intereses para el BCRA.** Es cierto, también, que un menor encaje implica una mayor rentabilidad para el banco porque puede prestar una mayor proporción de sus depósitos. En este sentido, **el Central busca que los bancos paguen una tasa más alta al ahorrista o cobren menos tasas activas al tomador,** movidos por el objetivo de lucro. **Una tasa pasiva más alta actuaría en contra de la dolarización de las carteras y una activa más baja en favor de la expansión del gasto privado. Pero, obviamente, a los bancos no les será tan fácil encontrar a quién prestarle en el sector privado en un contexto recesivo y de tasas de interés muy altas.**

Rendimiento REAL de LELIQ y BADLAR. TEA.



En suma, **la estrategia de las "precisiones" le está dando resultados al Central en cuanto a sus objetivos de calmar el dólar y apuntalar la desinflación.** En un escenario pre-electoral cambiante, las autoridades le contestaron a la volatilidad de las expectativas con una estrategia de "pragmatismo versátil" y, a corto plazo, los mercados respondieron en el sentido deseado por el gobierno. Pero **no hay que perder de vista que la estrategia de sorprender a los mercados con "precisiones" tiene el problema de fomentar el cortoplacismo.** Si hay sorpresas de manera muy frecuente, lo racional es no tomar posiciones que no sean fáciles de deshacer rápidamente. **Claramente, en algún momento será necesario que el Central provea señales respecto de a qué régimen monetario apunta a más largo plazo. De lo contrario, será cada vez más complicado y caro anclar las expectativas, aun sobre-matando el objetivo.**