

01 de octubre de 2018

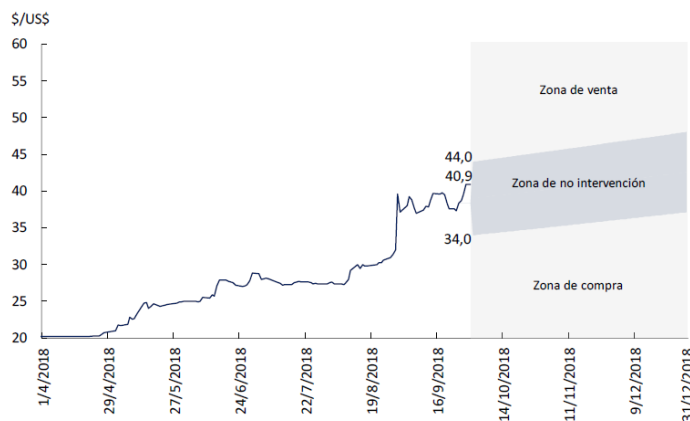
## Detalles del programa monetario

Esta mañana asistimos a la presentación del nuevo programa monetario en el auditorio del Banco Central. La reunión estuvo dedicada a intermediarios financieros para brindar mayores detalles técnicos sobre la implementación. A continuación, resumo los puntos más importantes de la charla y algunas visiones personales al respecto. Los gráficos son de la presentación disponible en la página web del BCRA.

- El nuevo Presidente Guido Sandleris dio la bienvenida formal y luego se retiró por cuestiones de agenda. La presentación estuvo a cargo de Gustavo Cañonero, Vicepresidente del Banco. En mi opinión, mostró una visión mucho más pragmática en relación a la gestión de Federico Sturzenegger. También creo que brindó pronósticos mucho más realista (duros) a los escenarios excesivamente optimistas que solía prometer el anterior directorio.
- Reconocieron que el nuevo esquema tardará en tener efecto. Durante la charla, se habló mucho de las consecuencias en materia monetaria de ubicarse el dólar por sobre el rango superior de la banda, dejando en claro que dado el nivel de volatilidad, es un escenario probable a considerar.
- La elección del nuevo esquema tiene su sustento en varios puntos. En primer lugar, la necesidad de buscar un ancla nominal, pero a través de una herramienta bajo la cual el Banco Central tenga un control directo, por eso la elección de la base monetaria. Otro punto que destacó fue que en la elección del nuevo programa, mucho tuvo que ver la pérdida de credibilidad en la capacidad de cumplir con las metas de inflación. Este esquema se deja de lado.
- En términos operativos, el esquema se basa en el crecimiento de la base a 0% hasta junio 2019 y luego a 1% mensual hasta diciembre 2019, sólo tendrá pequeños ajustes por estacionalidad de la demanda de dinero en diciembre y junio. La herramienta será las operaciones diarias de Leliq con los bancos. El BCRA no efectuará más operaciones de forma directa con otro participante que no sea una

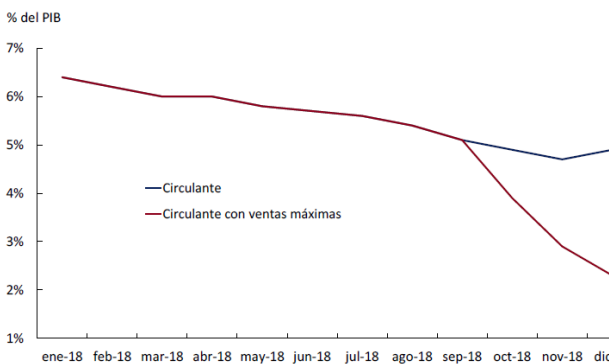
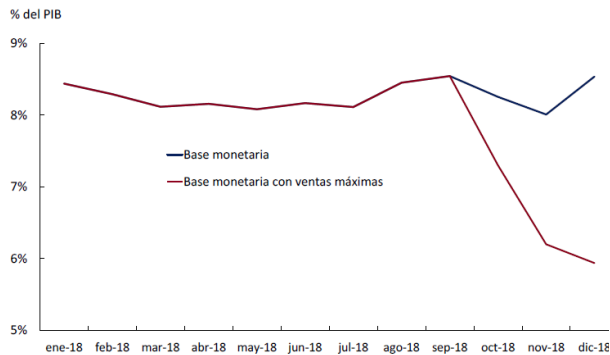
entidad bancaria. En los próximos dos meses, terminará de absorber el stock de Lebacks, por lo cual es posible que veamos un nuevo incremento en los encajes.

- En materia cambiaria, se establece que la zona de no intervención será inicialmente entre \$34 y \$44 con una actualización diaria a un ritmo de 3% mensual hasta diciembre 2018. El comité de política monetaria revisará la pendiente y el ancho de la zona de no intervención a fines de año.

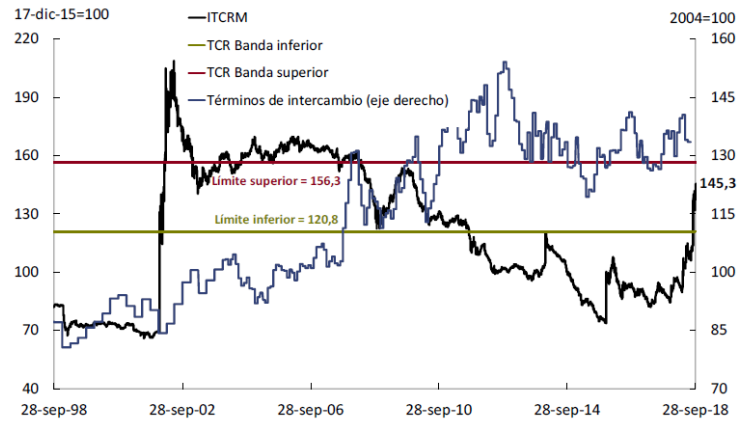


- Si el dólar sube por encima de la banda superior, hay varias cuestiones a considerar. En primer lugar, no es un techo, es simplemente el nivel a partir del cual el BCRA comienza a intervenir con ventas de U\$150 millones por día. Remarcaron que cada intervención vendedora tiene como resultado la absorción de pesos equivalentes. En este escenario, la base monetaria mostraría una contracción en términos nominales. Al rango superior actual, cada venta diaria implica la absorción de \$6.600 millones. Suponiendo que el BCRA venda en todas las ruedas de un mes, la destrucción de base monetaria sería de \$150.000 millones aproximadamente a costa de una pérdida de reservas de U\$3.000 millones.
- En un escenario adverso donde la banda supera el rango superior de acá hasta fin de año, la contracción monetaria como se observa en los siguientes dos gráficos sería brutal. Si el mercado demandará muchos dólares, la política monetaria endógenamente se volvería cada vez más restrictiva. Este es un punto a remarcar. En este escenario, dada la destrucción de pesos, la tasa de interés

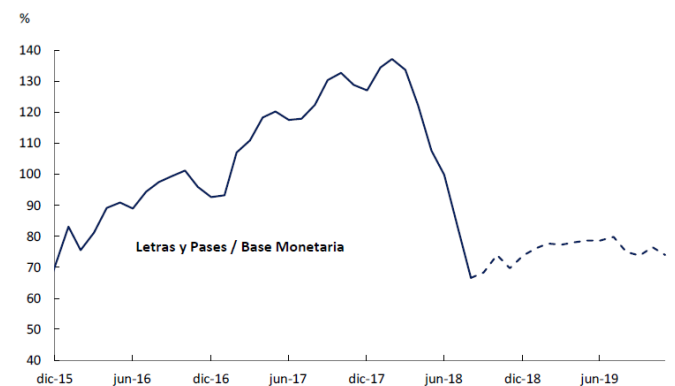
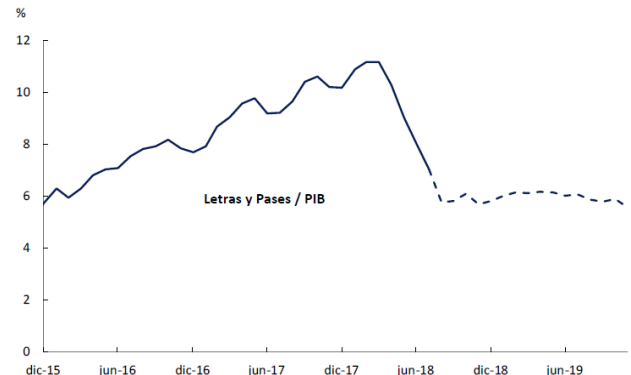
alcanzaría niveles muy altos. Cañonero fue bien claro en este sentido, la prioridad del BCRA es estabilizar el tipo de cambio y contar con un ancla nominal, sabiendo los costos que esto puede tener dada la tasa resultante. Pero consideran que, de no conseguir la estabilidad cambiaria y la búsqueda de un ancla nominal para la economía, los costos serían aún mayores. En castellano, según su visión se está eligiendo el menor de los dos males.



- El principal punto detallado en la charla fue la consistencia del programa. Esta consistencia tiene su principal fundamento en el punto de partida. Según ellos, este es el principal punto para ser optimista en cuanto al éxito del nuevo programa. Pero dejó claro que este optimismo se basa pura y exclusivamente en el doloroso punto de partida, tanto en términos monetarios como cambiarios.
- Una de las claves en el punto de partida es el tipo de cambio real multilateral. Dada la grotesca devaluación, el grado de éxito naturalmente de la estabilización es mayor. Fue insistente en este punto, es más fácil estabilizar con un mayor nivel de tipo de cambio real. En varios momentos de la charla, dieron a entender que para ellos el tipo de cambio real se ubica en niveles muy competitivos.



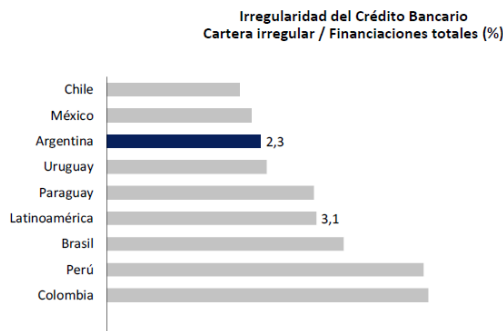
- Otra de las ventajas en el punto de partida es la gran licuación de los pasivos monetarios en estos meses. Dejaron en claro que la licuación fue principalmente por la malas (devaluación), pero licuación al fin. En términos monetarios y cuasifiscales, esto provoca que el efecto del incremento en las tasas de los instrumentos del BCRA este mucho más contenido en su balance. Esta agresividad en la política monetaria hubiera sido difícil de implementar con el balance del BCRA de hace unos meses.



- Con respecto al escenario más optimista del piso de la banda cambiaria, mucho no se habló dado que las preguntas por parte del público se centraron en la parte superior, que hoy luce

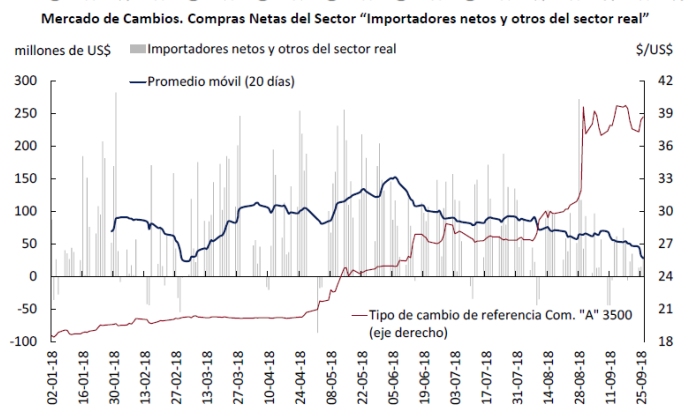
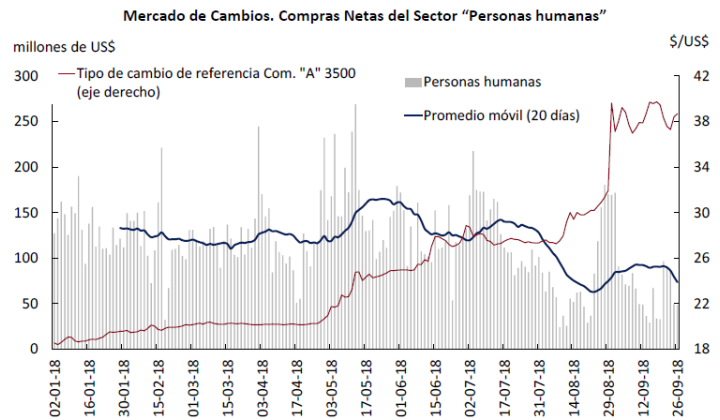
como el escenario que realmente preocupa. De perforar el piso, el BCRA tiene la facultad de aumentar la base comprando reservas y esterilizar sólo parte. En este punto se busca reducir la presión innecesaria sobre la tasa de interés ante un aumento de la demanda de dinero.

- Remarcaron los efectos en el incremento de la morosidad de los bancos por el aumento de tasas. Si bien esperan un crecimiento, el nivel de morosidad hoy es muy bajo y los ratios de provisionamiento de la cartera irregular son muy altos.



- Cañonero fue claro en su postura que es optimista con el éxito del programa, pero básicamente por las condiciones iniciales recién mencionadas (todas ellas producto de la crisis) y por la dinámica de los flujos a futuro. En este punto la recesión, devaluación y caída del salario en dólares son un punto clave. En los gráficos a continuación se remarca los efectos en los principales demandantes del mercado cambiario, el atesoramiento y el turismo. Como se puede ver, con los últimos datos disponibles en poder del BCRA, la caída en ambos componentes de la demanda es muy importante.
- Como mencionamos en nuestro último informe, en la charla también se habló sobre el papel clave del Tesoro Nacional en el mercado de cambios. Sin detallar el monto ni el tipo de intervención (dijeron que era decisión de Hacienda), dejaron en claro que el FMI adelantó más fondos de los necesarios para cerrar el programa financiero en dólares, con lo cual parte de ellos tendrán que ser vendidos para cerrar el programa en pesos (gastos corrientes y vencimiento de deuda en pesos). Según mis cálculos, el Tesoro tiene que en algún momento salir a vender U\$5.000

millones. De ser así, el Tesoro actuaría como oferente neto en el mercado de cambios por un monto que no es menor hasta construir un puente hasta abril del año próximo.



- En conclusión, creo que el programa estabilizará el mercado de cambios. Pero la forma no es menor. Estabilizar por encima de la meta implica, además de otra devaluación, perder reservas e implementar un grotesco apretón monetario e importante suba de tasas con consecuencias imprevisibles para el nivel de actividad. Estabilizar por debajo del rango permitiría cierto manejo de encajes, recuperación de la demanda de pesos y tasas de interés algo menos grotescas. Ruedas cambiarias como las de hoy en este contexto valen oro.

Saludos cordiales,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe