

## LELIQS: ¿POR QUÉ SUBEN LAS TASAS?

4 de OCTUBRE de 2018

**E**sta semana debutó el nuevo esquema de política monetaria y cambiaria. Los resultados de las primeras jornadas están siendo alentadores si se tiene en cuenta las prioridades establecidas. El primer objetivo ha sido estabilizar el mercado cambiario mediante operaciones que restrinjan la liquidez y no dejen margen para la demanda de dólares. Un factor central que ha aportado para lograr que el tipo de cambio opere dentro de la banda ha sido la capacidad del Tesoro de intervenir, sin necesidad de llegar a los límites establecidos.

Si bien a los valores actuales de tipo de cambio real, el desequilibrio cambiario del sector privado se ha atenuado de manera significativa, todavía no ha llegado a corregirse. Pero a esto hay que sumar un dato adicional, el Tesoro necesitaría vender en los próximos 3 meses casi USD 2.000 millones para afrontar compromisos en pesos. Esa cifra debería ser suficiente para equilibrar un mercado cambiario que presenta un desequilibrio del sector privado menor a esa cifra. Este factor resulta clave para entender la dinámica bajista del mercado cambiario de las últimas jornadas.

### NECESIDAD DE PESOS DEL TESORO

|                      | Arg \$ M       |                                   |
|----------------------|----------------|-----------------------------------|
| Resultado Primario   | 228.000        |                                   |
| Intereses            | 55.200         |                                   |
| Amortizaciones       | 16.000         |                                   |
| Letes \$             | 120.000        |                                   |
| <b>TOTAL USOS</b>    | <b>419.200</b> |                                   |
| Lecap                | 270.000        | <b>VENTA POTENCIAL<br/>DE USD</b> |
| Saldo Caja \$        | 72.000         |                                   |
| Uso de USD           | 77.200         |                                   |
| <b>TOTAL FUENTES</b> | <b>419.200</b> | USD 1.930 millones                |

La calma del mercado cambiario en parte ha sido generada por el alto nivel de las tasas de interés.

La nueva política monetaria busca absorber todos los pesos excedentes de la economía a través de licitaciones diarias de Leliqs. Para ello el BCRA ha planteado un esquema de licitaciones de manera que ya no hay una tasa de política monetaria establecida por el BCRA, sino que surge del esfuerzo que deba hacer la autoridad monetaria para evitar que aumente la Base Monetaria.

Siempre manteniendo como objetivo que, corrigiendo por factores estacionales, la Base Monetaria no aumente hasta junio de 2019. Esto implica una fuerte caída en términos reales.

El punto de partida es diferente a lo observado en años anteriores. En esta ocasión algunos de las principales fuentes de creación de Base Monetaria han desaparecido. La primera era la asistencia al Tesoro, ya sea por adelantos transitorios, giro de utilidades contables o compra de divisas. Por tal motivo las fuentes de expansión de Base Monetaria para los próximos meses se acotan a dos: Rescate de Lebacs e Intereses de Leliqs.

El BCRA enfrenta la necesidad de lograr bajar el promedio de la Base Monetaria ya desde principio de mes. La suba de encajes de fin de septiembre lo lleva a tener que absorber una liquidez que no sobraba y eso está presionando sobre la tasa de interés. Es allí donde se habría producido las restricciones de liquidez de los últimos días que explicaron la suba de tasas.

La expansión prevista en los próximos dos meses por estos conceptos sería del orden de \$300.000 millones, que deberán ser esterilizados por el BCRA para que no se expanda la Base Monetaria. Hasta aquí no debería haber presión sobre las tasas de interés, porque se trataría de reabsorber liquidez autogenerada, es decir que primero se emiten los pesos y luego de absorben.

El problema surge cuando se produzca el rescate de Lebacs. Los tenedores no bancarios recibirán sus fondos en sus cuentas, aumentando los depósitos. Ese aumento de Base Monetaria buscará ser absorbido por el BCRA, el inconveniente surge con la parte de los encajes que las entidades deberán integrar en efectivo por el aumento de depósitos, ya que no dispondrán de esa liquidez excedente y

probablemente deban cancelar otros activos generando una presión competitiva sobre la tasa de interés.

Dado el esquema actual de encajes, si suben los plazos fijos podrán integrar vía Leliqs, pero el resto de los depósitos tienen una alícuota promedio del 30,2% en efectivo y del 7,7% en Leliqs (considerando los diferentes tipos de entidades).

En el caso del aumento de los depósitos remunerados, el BCRA deberá competir para lograr sacar esos pesos de la Base Monetaria y ello implica que los bancos deban buscar la liquidez necesaria para integrar los encajes o aumentar su posición de Leliqs.

El otro factor que genera necesidad de liquidez y fomenta la suba de tasas es la demanda de crédito. Si bien a los niveles actuales de actividad y tasas de interés la demanda de crédito se encuentra retraída, todo aumento del stock de crédito implica para los bancos una necesidad de recurrir a su colchón de liquidez (Leliqs) para financiarlo y por lo tanto se contrapone a la necesidad del BCRA de mantener acotada la Base Monetaria.

En los últimos meses la demanda de crédito ha sido acotada, con una expansión promedio de \$13.000 millones por mes (0,85% mensual). Bajo este esquema monetario tan rígido ese ritmo de crecimiento del crédito se puede acotar aún más. Es que sin creación neta de Base Monetaria casi no queda margen para el aumento de depósitos y por lo tanto no quedaría liquidez como para dejar crecer al crédito.

Por lo tanto podemos resumir este esquema monetario como muy rígido, donde el BCRA tiene la exclusividad de absorción de liquidez y no queda margen para aumento de depósitos o crédito.

## EVOLUCIÓN AGREGADOS MONETARIOS 12 MESES

| Datos en Arg\$ Millones         | sep-17           | sep-18           | Var %        |
|---------------------------------|------------------|------------------|--------------|
| <b>Base Monetaria</b>           | <b>872.282</b>   | <b>1.270.761</b> | <b>46%</b>   |
| Circulante                      | 596.416          | 659.466          | 11%          |
| Efectivo Bancos                 | 63.613           | 98.911           | 55%          |
| Encaje                          | 212.253          | 512.384          | 141%         |
| <b>Depósitos</b>                | <b>1.583.765</b> | <b>2.415.726</b> | <b>53%</b>   |
| <b>Medios de Pago M2</b>        | <b>1.416.796</b> | <b>1.879.128</b> | <b>33%</b>   |
| <b>M3</b>                       | <b>2.112.707</b> | <b>2.990.312</b> | <b>42%</b>   |
| <b>Préstamos Sector Privado</b> | <b>1.124.973</b> | <b>1.566.093</b> | <b>39%</b>   |
| <b>Multiplcador</b>             | <b>2,13</b>      | <b>2,38</b>      | <b>11,7%</b> |

La consecuencia de ese esquema es una presión al alza de la tasa de interés, que se produce por una competencia de las entidades por captar el fondeo disponible y por un BCRA que absorbe todos los pesos excedentes. El crédito no crece pero se puede producir una reasignación, dado que la competencia se enfocará en lograr quedarse con la asignación del flujo de cobranzas. Es decir los bancos podrán reasignar a nuevos créditos el flujo de la cobranza de las cuotas de los créditos ya otorgados.

Desde el punto de vista macroeconómico, este esquema de altas tasas y cero disponibilidades de fondeo para el crecimiento del crédito fomenta la desinversión en activos externos (aumento de la oferta de dólares), porque aquellas empresas que hayan atesorado no estarán dispuestas a convalidar tasas de interés tan elevadas. A su vez es un factor de freno a la actividad económica, ajuste de stocks, caída de importaciones y desaceleración de la inflación inercial.

En el corto plazo podría ser bien efectivo, pero si se sostiene mucho en el tiempo el efecto sobre la actividad económica será muy nocivo, porque en un contexto inflacionario el congelamiento nominal de los agregados monetarios implica una fuerte caída en términos reales.

Si efectivamente se lograra controlar el mercado cambiario y desacelerar la inflación, el BCRA cuenta con herramientas para ir lubricando gradualmente la economía. Si el dólar llega al piso de las bandas sería mediante la compra de divisas. En tanto si no llega a esos valores pero la economía se empieza a estresar por falta de liquidez, puede reducir encajes en efectivo, de manera de incrementar el

multiplicador (aumento del crédito) sin alejarse de la meta de base monetaria.