

LOS TEMAS QUE QUEDAN POR DEFINIR CON EL FMI

16 de NOVIEMBRE de 2018

El acuerdo entre el Gobierno argentino y el Fondo Monetario Internacional (FMI) dejó muy claro cuáles son los principales lineamientos de la política fiscal y de la política monetaria para los próximos años. De todas formas, quedaron algunos aspectos abiertos que son los que van a terminar de definir el rumbo de la política cambiaria y monetaria del próximo año. La manera en que se resuelvan esos aspectos tendrá impacto sobre el nivel del tipo de cambio y de las tasas de interés, por eso creemos conveniente analizar cuáles son los diferentes escenarios posibles.

Son pocos los grados de libertad que le han quedado al BCRA para realizar la calibración más fina de su política monetaria. Uno de ellos es la definición de la manera en que operará en caso de que el tipo de cambio se acerque a algunas de las bandas de no intervención. Queda claro que el hecho que el tipo de cambio toque las bandas lo autoriza a intervenir en el mercado cambiario, pero a partir de ahí el BCRA debería decidir entre reabsorber los pesos que expende al comprar dólares o dejar crecer la Base Monetaria. A esto se suma una opción adicional que es la de promover una baja de tasas previo a que el tipo de cambio toque el piso. En definitiva, las opciones del BCRA se pueden resumir en el siguiente diagrama:

Bajar la Tasa para evitar que el TCN llegue al piso

- Es el camino que ha elegido en las últimas semanas, llevando la tasa de 73% al nivel actual de 63%. Tiene un límite en el 60% comprometido hasta diciembre.
- Este camino le permite ir achicando el costo cuasifiscal de los pasivos y ayuda a disminuir el costo de financiamiento de las empresas.

Intervenir y expandir Base Monetaria

- Podría adquirir hasta USD 150 millones diarios, lo que implicaría una expansión diaria de hasta 0,4% de la base monetaria por día. Esa expansión no estaría alcanzada por el límite incorporado en el acuerdo con el FMI. Esta liquidez creciente debería alentar a una mayor baja de tasas y/o a una mayor demanda de dólares.

Intervenir y reabsorber expansión de Base Monetaria

- La tercera opción es que el BCRA se decide a intervenir si llega al piso de la banda, pero opte por no convalidar la expansión monetaria. Esto implica mantener fuertemente restrictiva la política monetaria.

Esta es una decisión que el BCRA podría estar tomando en los próximos días, siempre dependiendo de cómo evolucione el mercado cambiario, ya que el valor actual en el mercado mayoristas se ubica apenas 40 centavos por arriba del piso de no intervención.

Esto lleva la discusión hacia el ritmo de ajuste que se espera para la tasa de interés y sobre todo a la manera de definir cuál debería ser la tasa objetivo que se plantee el BCRA. Está claro que bajo un esquema de agregados monetarios no se puede definir cantidad y precio en simultáneo, pero el BCRA puede definir una tasa objetivo e ir a las licitaciones de Leliq con ese nivel de tasas como objetivo y sondear la reacción del mercado.

En las dos últimas semanas la tasa bajó de manera acelerada, pero existe un compromiso de mantenerla hasta diciembre por arriba del 60%. Dado que la inflación esperada para los próximos meses (de noviembre en adelante) es claramente inferior a la observada en septiembre/octubre, si se definiera la tasa objetivo como inflación esperada más una tasa real de interés, se generaría rápidamente margen para ajustes fuertes de la tasa nominal. En diversas presentaciones el BCRA ha dejado entrever que una tasa real del 1,5% mensual puede resultar razonable (18% anual), eso implica que en un

contexto de 3% de inflación mensual, la tasa nominal se podría ubicar en el orden del 54%. Eso implica casi 10 puntos menos de tasa de interés que el nivel actual.

	FMI - Inflación 12 Meses			Alternativa - Inflación 3 meses	
	dic-18	dic-19		dic-18	dic-19
Tasa Leliq	69.6	32	Tasa Leliq	60.0	33.7
Tasa Real	37.2	16.8	Tasa Real	26.4	15.1
Inflación 12 m	32.4	15.2	Inflación 3m	33.6	18.6

Diferentes enfoques sobre la manera de medir la tasa en términos reales. Inflación proyectada 12 meses versus ritmo de inflación 3 meses.

A manera de referencia, el Staff Report del FMI (usando la inflación esperada a 12 meses) plantea niveles de tasas reales de interés que cierran este año en 37%, pero bajan a fines del año que viene al 16,8%. En nuestro caso preferimos un enfoque más corto sobre la inflación y de esa manera se realiza el análisis sobre tasas reales más bajas, ubicándose igualmente la tasa real de diciembre en 26,4%, es decir 8 puntos por arriba del nivel que el BCRA considera razonable. Este segundo análisis habilita a un ajuste de la tasa nominal de interés más rápido.

Otro tema sobre el cual se deberá decidir en las próximas semanas y que no está explícito en el acuerdo con el FMI es el ritmo por el cual ajustarán las bandas de no intervención en 2019. El mensaje que se transmitió hasta ahora es que las bandas se ajustarán de manera trimestral a un ritmo menor que el actual, pero que ese ritmo se definirá en las próximas semanas y se irá ajustando de acuerdo con la manera en que evolucione el ritmo inflacionario.

Tasa % Anual	Escenario Conservador		Escenario Agresivo	
	Techo	Techo	Piso	Techo
sep-18	34.0	44.0	34.0	44.0
dic-18	37.2	48.1	37.2	48.1
mar-18	39.4	51.0	38.3	49.5
jun-18	41.5	53.7	39.3	50.8
sep-18	43.3	56.0	40.1	51.9
dic-18	44.9	58.1	40.9	52.9
Var % a/a	20.9%		10.0%	

El escenario base planteado por el FMI incluye (de manera implícita) un ritmo de depreciación de la moneda para 2019 que se ubica por debajo del 1% mensual. Pero ese dato no deja de ser una estimación del Staff del FMI y no una cifra consensuada, ya que esa discusión se debería estar llevando a cabo en las próximas semanas. En el escenario más agresivo, que sería el que promueve el FMI, el ajuste del tipo de cambio proyectado se ubica en torno al 10% anual. En un escenario más gradualista o conservador, las bandas crecen a un ritmo anual del orden del 20%. Resta conocer cuál es el camino consensuado.

El último punto que queda por discutir es también muy relevante para el tipo de cambio y tiene que ver con la manera en que el Tesoro opera en el mercado cambiario. Los datos del Programa Financiero muestran que el Tesoro tiene un monto equivalente a USD 9.400 millones de necesidades que debe afrontar en pesos. Si no obtiene financiamiento en moneda local, debería usar para esos fines las líneas acordadas con el FMI en dólares, y por lo tanto necesita vender esas divisas para hacer frente a los pagos en pesos. Eso abre otra disyuntiva que tampoco está resuelta. Según la Carta de Intención esto se debería definir antes de fin de año. Las dos opciones bajo análisis pasan por:

- A. Mantener el esquema que se aplicó entre 2016 y 2017, donde el BCRA le compraba de manera directa esos dólares al Tesoro y

evitaba que se apreciara el tipo de cambio. Esa operación genera una expansión de pesos que la autoridad monetaria deberá esterilizar para cumplir las metas monetarias.

B. Operar de manera directa en el mercado cambiario. Esto aumentaría la oferta de dólares y podría determinar un retroceso del tipo de cambio nominal. No tiene impacto monetario directo.

Una posibilidad es que el BCRA negocie diferentes esquemas de intervención dependiendo de la realidad que se esté observando en el mercado cambiario. Si el tipo de cambio está cerca del piso es probable que prefieran optar por operar de manera directa entre Tesoro y BCRA, aún a costo de tener que reabsorber vía Leliqs la expansión generada. En cambio, si el dólar está más demandado, la opción de operar de manera directa en el Mercado de Cambios ayudaría a contener el tipo de cambio.

En definitiva, son cuatro las discusiones que se mantienen abiertas entre BCRA y FMI: el ritmo de ajuste del tipo de cambio, la definición del sendero descendente de la tasa de interés, la manera en que se liquidan los dólares del Tesoro y por último la decisión o no de reabsorber la expansión de Base Monetaria que se produciría ante compras de divisas si el tipo de cambio llega al piso de la banda (aunque en este último caso pareciera ser decisión exclusiva del BCRA). En las próximas semanas se deberán ir resolviendo estos temas y de esta forma se podrá empezar a tener mayores precisiones sobre las perspectivas del tipo de cambio y de las tasas de interés para el año próximo.