

LA NECESIDAD DE RECUPERAR LA DEMANDA DE PESOS

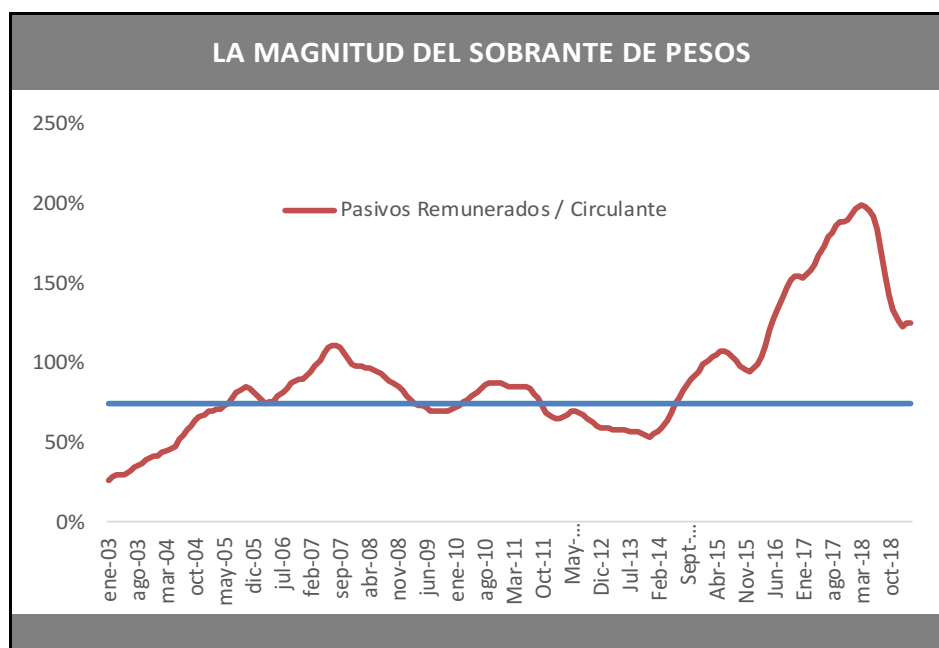
14 de MARZO 2019

El mercado cambiario siguió mostrando fuerte volatilidad y eso llevó al BCRA a agudizar su política monetaria contractiva. Lo hizo absorbiendo pesos a través de Leliqs y convalidando una mayor tasa de interés. Este esquema ha mostrado tener una demora en impactar sobre el tipo de cambio. A su vez, sigue subiendo el stock de Leliqs, con el consiguiente costo cuasifiscal. Estos son factores que generan preocupación de cara al futuro. Detrás de este problema, el factor central sigue siendo la demanda real de dinero.

Para entender la problemática actual es necesario revisar lo que ha sucedido con la política monetaria en los últimos años. Básicamente se generaron muchas fuentes de creación de Base Monetaria (emisión de pesos) que excedieron por mucho la demanda real de dinero de la economía. Las fuentes de expansión estuvieron dadas principalmente por los diferentes mecanismos de asistencia al Tesoro Nacional (adelantos transitorios, transferencia de utilidades y/o compra directa de dólares). Desde 2003 a la fecha estos factores explicaron la creación de \$1.300.000 millones de pesos, es decir el equivalente al 100% de la Base Monetaria actual. Para tratar de atenuar el impacto de esta emisión de pesos sobre el nivel de inflación se han ido esterilizando parcialmente, con el consiguiente costo cuasifiscal. En primer término, fueron las Lebacks o las operaciones de Pases, en la actualidad son las Leliqs el instrumento utilizado para evitar que esos pesos excedentes circulen y generen inflación.

Volviendo a la actualidad, la economía tiene una demanda real de dinero de \$700.000 millones (circulante), además los bancos necesitan \$650.000 millones adicionales por sus necesidades de efectivo y encajes. En total

son \$1.350.000 millones de Base Monetaria. Eso implica que los \$950.000 millones que hay en promedio de Leliqs son excedentes que la economía no necesita para funcionar. Para evitar que eso genere una fuerte demanda de dólares o presione sobre la inflación, el BCRA paga una tasa de interés elevada y posterga esa problemática.



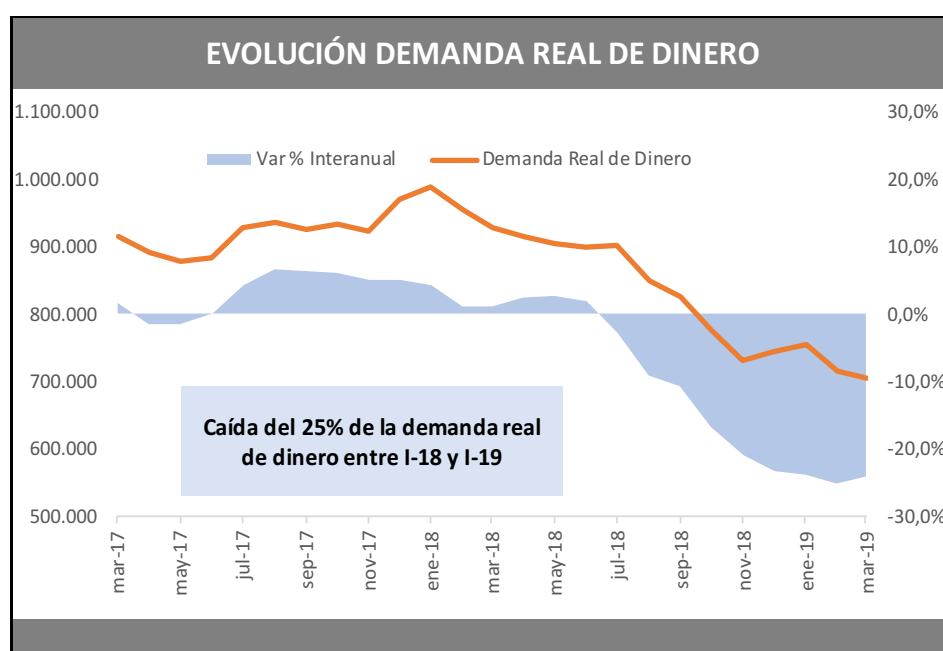
De cara al futuro existen dos análisis a realizar. El primero tiene que ver con la causa original del problema, que ha sido la fuerte expansión monetaria de origen fiscal. En los últimos meses esa operatoria se ha frenado, lo que permite corregir el origen central del problema. El segundo análisis tiene que ver con la manera en que se solucionado el exceso de pesos acumulado hasta ahora.

Hay dos posturas con respecto a como resolverlo. Una es un esquema de shock, en donde el BCRA devuelve esos pesos y la economía ajusta por inflación y tipo de cambio. Si se va a dólares, serían necesario más de USD 20.000 millones, pero con el esquema actual recién podrían venderse por arriba de la zona de no intervención y a razón de USD 150 millones

por día. Luce insuficiente, por lo tanto, esa solución es improbable por el desorden financiero que originaría.

La otra alternativa es la que parece haber elegido el BCRA, que consiste en sostener esos pasivos remunerados hasta que la demanda real de dinero se recupere y la economía necesite esos pesos para funcionar. Este es un camino gradualista que tiene algunas ventajas y otros obstáculos.

La principal ventaja es que se evita el shock cambiario-inflacionario inicial. Por otro lado, que la demanda real de dinero esté muy baja en términos reales, ya que se ubica 25% por debajo del nivel de un año atrás, permite esperar que, ante un escenario económico más tranquilo con menor volatilidad y tasas de interés en descenso, la demanda real de dinero aumente.



Un aumento de la demanda real de dinero ayudaría a ir absorbiendo el excedente de pesos que todavía esteriliza el BCRA. Pero es un proceso que en el mejor de los casos puede llevar hasta 3 o 4 años en terminar

de absorber los excedentes de pesos, siempre asumiendo que no se crean nuevos pesos.

Este escenario claramente tiene muchos desafíos, porque hasta que esos pesos se reabsorban, la economía seguirá necesitando altas tasas reales de interés y estará expuesta a un alto grado de volatilidad, tal como lo observado en las últimas jornadas, donde la escasa oferta de dólares ha generado movimientos fuertes del tipo de cambio, con bajos volúmenes de operaciones y ha llevado al BCRA a volver a colocar la tasa de Leliqs por arriba del 60% anual.

Mientras tanto la principal vulnerabilidad de este esquema es el riesgo de que los depositantes decidan dejar de estar en pesos y demanden dólares. En ese caso el proceso que se podría dar es el de salida de depósitos que es atendida por los bancos con cancelación de Leliqs. Ahí se produce una expansión de Base Monetaria que es reabsorbida si esos pesos se canalizan hacia la compra de dólares (y el BCRA es el vendedor).

El riesgo es que ese proceso genere un aumento significativo del tipo de cambio en tanto el BCRA no puede intervenir por estar dentro de la Zona de No Intervención. Para atenuar ese riesgo es importante que el BCRA mantenga bajos niveles de liquidez en la economía, siga operando con las tasas de interés y sobre todo que se aseguren fuentes de oferta de divisas, como puede ser el sector agropecuario (liquidaría USD 4.000 millones más que en 2018) o los dólares del Tesoro Nacional (de USD 6.000 millones a USD 11.000 millones dependiendo de las renovaciones de Letes y Lecaps).