

¿SE ANIMARÁ EL BCRA A BAJAR ENCAJES?

7 de JUNIO 2019

El BCRA debió extremar sus esfuerzos, incluyendo cambios normativos, para lograr cumplir las metas monetarias de mayo.

El esquema planteado de crecimiento cero de la Base Monetaria se empieza a encontrar con los primeros obstáculos significativos: el aumento paulatino de la demanda de circulante y la necesidad de los bancos de integrar encajes en la medida en que suben los depósitos (tanto privados como públicos).

Dado que la meta se mantiene fija hasta noviembre inclusive, con un aumento estacional previsto recién para el último mes del año, el BCRA puede estar ante un desafío significativo.

Dado que las decisiones que tome el BCRA pueden tener implicancias sobre varios aspectos económicos, vale la pena analizar cuáles son las alternativas disponibles y sus eventuales efectos en términos monetarios y cambiarios.

El primer punto pasa por entender cómo se originó la dificultad para cumplir la meta. La Base Monetaria (BM) se puede analizar por el lado de la oferta (factores de creación de BM) o por la demanda (hacia donde se canalizan esos pesos).

LA NECESIDAD DE ESTERILIZAR LOS INTERESES DE LAS LELIQS

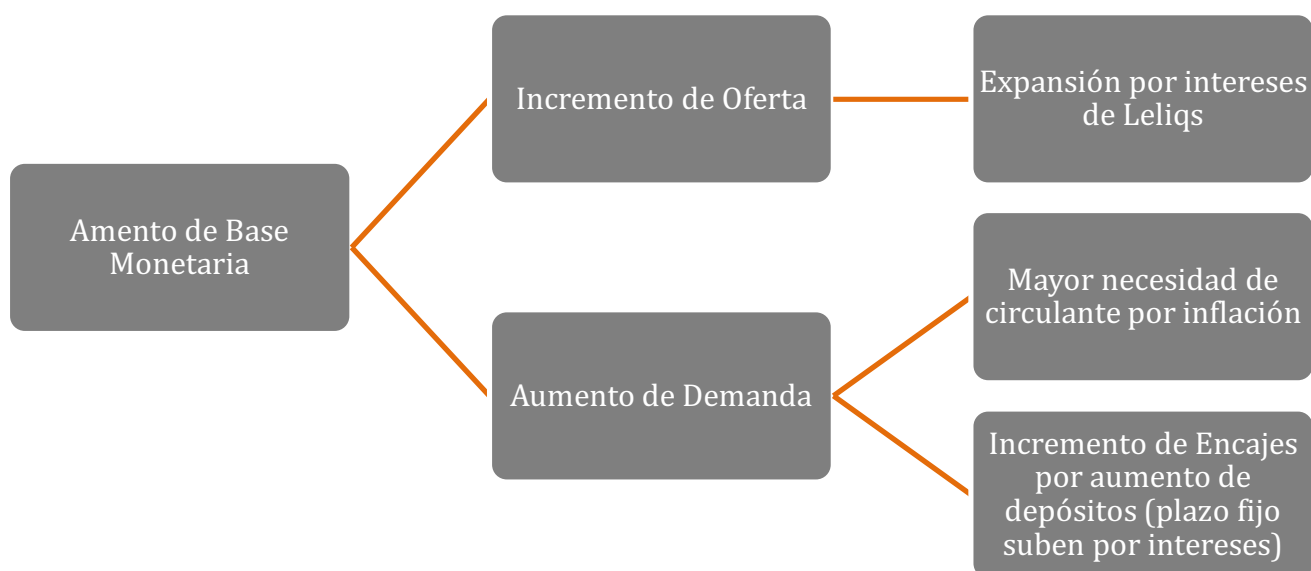
Datos en \$ Millones	ene-19	feb-19	mar-19	abr-19	may-19
BASE MONETARIA INICIAL	1.336.800	1.345.587	1.343.229	1.314.389	1.324.824
DEMANDA DE BM	8.787	-2.358	-28.841	10.435	17.094
Circulante	29.351	-19.646	308	8.166	11.386
Efectivo Bancos	12.139	-10.451	1.088	1.610	-4.651
Encaje BCRA	-32.703	27.739	-30.237	659	10.359
OFERTA DE BM	8.787	-2.358	-28.841	10.435	17.094
Compra de Divisas	6.792	26.709	3.046	0	0
Expansión Fiscal	36.856	904	-2.692	-1.623	-7.995
Esterilización	-69.667	-68.584	-67.337	-38.837	-26.012
Intereses y Primas	34.806	38.612	38.143	50.895	51.101
BASE MONETARIA FINAL	1.345.587	1.343.229	1.314.389	1.324.824	1.341.918

Los factores de creación de BM se acotaron significativamente en el nuevo esquema monetario, porque los más relevantes de los últimos años ya casi no están disponibles:

- **Expansión fiscal** (adelantos transitorios, transferencias de utilidades y compra directa de divisas al Tesoro).
- **Compra de Divisas:** Solamente habilitada cuando el tipo de cambio se ubica por debajo de la Zona de No Intervención. Por lo tanto, sin movimientos en los últimos 3 meses.

Por eso en los últimos meses la creación (oferta) de BM se ha acotado al pago de los intereses de las Leliqs y a algunas operaciones en los mercados de futuros. Por estos factores la expansión de mayo totalizó en promedio \$51.100 millones. De ese total el BCRA logró esterilizar \$26.000 millones aumentando el stock de Leliqs. A su vez el Tesoro ayudó depositando pesos directo en el BCRA y esterilizando de esa manera otros \$8.000 millones. La oferta de Base Monetaria registró un aumento neto de \$17.100 millones.

Parte de ese aumento de oferta se canalizó hacia el circulante, porque los individuos precisaron \$11.400 millones más que en abril. Por otro lado, los bancos incrementaron su posición de encajes por el aumento de los depósitos, lo que les exigió \$10.350 millones adicionales, motivo por el cual ajustaron el efectivo en sus sucursales por \$4.650 millones.



En junio este proceso se puede intensificar, ya que la demanda de circulante aumenta por motivos estacionales y la meta se mantiene fija. El pago de intereses de Leliqs sigue generando pesos, y los bancos deben aplicarlos a abastecer la demanda de efectivo y de encajes.

Las principales alternativas que le aparecen al BCRA son 3:

- Subir la tasa de interés para cumplir la meta de manera forzada, incrementando el stock de Leliqs. Pero eso implicaría forzar la liquidez de los bancos, que deberían cancelar crédito, para canalizar esos pesos hacia Leliqs. El efecto multiplicador haría bajar la necesidad de encajes,

- Bajar encajes en efectivo: De esa manera bajaría automáticamente la BM, liberando liquidez en los bancos para poder canalizarla hacia el crédito y pudiendo incluso bajar la tasa de Leliqs. El riesgo de esta decisión es que baje la tasa de plazo fijo y puedan canalizarse más fondos hacia el mercado cambiario.
- Flexibilizar la Meta de Base Monetaria: Si bien la meta planteada luce demasiado exigente, la señal que implica un incumplimiento o flexibilización de esta puede ser muy negativo para el mercado cambiario. Por eso entendemos que ese camino recién se podría tomar en un contexto donde se hayan logrado avances significativos en términos de control de la inflación.

Entendemos que dado el nivel alto en que se encuentran los encajes y la brecha existente entre la tasa de Leliqs y las de plazo fijo, una baja gradual de encajes sería una decisión saludable, aun a riesgo de tener que monitorear de cerca la manera en que repercute en el mercado cambiario. El riesgo es menor en la medida que el BCRA puede contar con la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario.

De todas maneras, creemos que la decisión del BCRA pasa por ser lo más cauteloso posible con respecto a este tema, buscando evitar cualquier volatilidad adicional que pudiera aparecer en el mercado cambiario. Esta postura lo llevaría a demorar este tipo de decisiones, aún al costo de tener que subir las tasas de interés.