

**EMPIEZA UNA NUEVA DISCUSIÓN MONETARIA**  
31 de OCTUBRE 2019

**El BCRA tomó dos decisiones significativas luego de la conclusión del proceso electoral: restringió de manera significativa el acceso a dólares para atesoramiento y limitó el porcentaje de encajes que los bancos pueden integrar con Leliqs. Estas decisiones deben entenderse de manera integrada, en un contexto nuevo donde los pesos empiezan a sobrar por la imposibilidad de acceder al mercado de cambios.**

La semana previa a las elecciones se aceleró muy fuerte la demanda de dólares. Se produjo una combinación muy negativa de aumento de demanda y desaparición casi total de la oferta privada. En ese marco el BCRA intervino para contener el tipo de cambio, pero eso le implicó resignar cerca de USD 2.500 millones de reservas en 5 días.

Promedios diarios	Variación de Reservas	Factor		
		Compra Divisas	Sec Púb y Organismos	Efectivo Mínimo
<b>Entre 12-08 y 30-08</b>				
12 al 16 ago	-781	-101	-377	-303
20 al 23 ago	-1.034	-64	-711	-260
26 al 30 ago	-833	-256	-122	-455
<b>Entre 2-09 y 30-09</b>				
2 al 6 sep	-630	-63	-24	-543
9 al 13 sep	-173	-22	-30	-121
16 al 20 sep	-97	-90	-54	47
23 al 27 sep	-132	-49	-146	62
<b>Desde el 1-10</b>				
1 al 4 oct	-132	-107	-7	-17
7 al 11 oct	-64	-51	-98	86
15 al 18 oct	-104	-181	-112	189
21 al 24 oct	-568	-512	-99	43

Esa situación era insostenible, por eso se recurrió a un fuerte endurecimiento de los controles cambiarios. A partir del 28 de octubre, los individuos solamente pueden acceder a la compra de USD 200 mensuales.

La segunda medida consistió en modificar la política de encajes, ahora las entidades ya no pueden integrar con Leliqs la parte correspondiente a depósitos a la vista. Hasta ahora podían hacer hasta el equivalente a 10 puntos porcentuales de los depósitos.

La modificación en la política de encajes no genera efecto sobre la Base Monetaria, ya que si bien los bancos van a cancelar su posición de Leliqs por un monto del orden de \$150.000 millones, inmediatamente deberán depositar esos pesos en el BCRA para cumplir con el encaje. Esto implica que no se modifica la base monetaria, pero las entidades dejan de percibir una remuneración por esos 10 puntos de encajes.

De esta manera lo que se ve afectada es la rentabilidad y no la liquidez de los bancos. La reacción lógica sería trasladar ese mayor costo de inmovilización a la tasa activa, pero en un contexto de baja demanda estructural de crédito, seguramente implique una baja de la tasa que pagan las entidades por sus depósitos.

Justamente la baja de tasa pasiva era el efecto que, antes de incrementar los controles cambiarios, el BCRA quería evitar, ya que eso podía implicar una mayor demanda minorista de dólares. Este último factor es justamente el que explica la vinculación entre las dos decisiones tomadas.

En este marco, la política monetaria merece un análisis detallado. La dinámica del último mes ha llevado a cambiar el comportamiento de los principales actores en el sistema financiero.

Los depositantes estuvieron, hasta el endurecimiento de los controles cambiarios, rescatando pesos, comprando dólares y retirando sus depósitos en moneda extranjera. Los bancos buscaron recomponer su liquidez en moneda extranjera promoviendo la cancelación de esas líneas crediticias y prestando pesos. A su vez, han manejado la liquidez intrames con el objetivo de minimizar su posición de Leliqs a fin de octubre, entendemos que ese comportamiento obedecía a un temor por problemas de liquidez o cambios normativos.

La mejor manera de entender este proceso es a través de un ejercicio simplificado de flujo de caja de los bancos. Ahí se observa que han recuperado liquidez a través del rescate de Leliqs y del aumento de depósitos previo a las PASO.

Esa liquidez se ha canalizado hacia la expansión del crédito en pesos para financiar la cancelación de líneas en dólares y al aumento de la posición de efectivo en sucursales y en el BCRA.

#### ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS SIMPLIFICADO DE LA BANCA

Millones de Pesos	Datos Promedio Mensuales				Var Acum. Punta
	ago-19	sep-19	oct-19	TOTAL	
<b>Fuente:</b>	<b>834</b>	<b>81.743</b>	<b>43.302</b>	<b>125.880</b>	<b>301.809</b>
Baja Leliqs + Pases	-78.855	100.369	38.469	59.984	295.769
Aumento de Depósitos	79.689	-18.626	4.833	65.896	6.040
<b>Aplicación</b>	<b>-43.372</b>	<b>69.630</b>	<b>63.522</b>	<b>89.781</b>	<b>250.417</b>
Efectivo en Bancos	-2.744	-510	5.746	2.492	21.980
Encaje en BCRA	-70.048	17.237	6.353	-46.458	40.018
Aumento de crédito	29.420	52.903	51.424	133.746	188.419
<b>Flujo Neto</b>	<b>44.206</b>	<b>12.113</b>	<b>-20.221</b>	<b>36.099</b>	<b>51.392</b>

Desde la perspectiva de la Base Monetaria, la expansión implícita en el rescate de Leliqs se reabsorbió a través de las intervenciones del BCRA en el mercado de cambios para contener la cotización del dólar.

#### VARIACIÓN DE BASE MONETARIA

Millones de Pesos	Datos Promedio Mensuales				Var Acum. Punta
	ago-19	sep-19	oct-19	TOTAL	
<b>Base Monetaria</b>	<b>-68.871</b>	<b>29.432</b>	<b>25.952</b>	<b>-13.487</b>	<b>71.934</b>
Divisas Sec Privado	-31.343	-120.308	-104.958	-256.609	-394.636
Sector Público	669	-11.431	91.081	80.319	88.046
Esterilización y Otros	-27.592	156.809	36.047	165.264	378.524
<b>Var % Base Monetaria</b>	<b>-5,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,8%</b>

Es poco probable que este proceso continúe con la misma dinámica, porque luego de las nuevas restricciones, los pesos ya no se pueden canalizar hacia el mercado de cambios.

El Comité de Política Monetaria (COPOM), en su reunión de octubre, estableció un piso de 63% para la tasa de Leliqs y dispuso un aumento del 2,5% mensual para la meta de Base Monetaria. Esto mantiene el sesgo contractivo de la política monetaria, con crecimiento nominal inferior a la inflación y tasas reales positivas (considerando las expectativas de inflación del REM).

El riesgo monetario aparece por el lado de la expansión fiscal (que no está previsto al menos en noviembre en la meta de base monetaria), ya que, sin acceso al mercado de capitales, el Tesoro va a necesitar de la asistencia del BCRA para cumplir con sus obligaciones financieras. Esto

puede implicar el uso de reservas para el pago de vencimientos en dólares, pero también puede implicar la asistencia con pesos para cubrir el déficit primario o para pago de deuda. Por eso será clave entender, dentro del proceso de transición que se ha iniciado entre gobierno saliente y entrante, qué decisiones se toman con respecto a los vencimientos de deuda en moneda local.

Si el BCRA asiste al Tesoro, la expansión monetaria puede acelerarse significativamente. Mientras tanto, el mercado de pesos se mantendrá líquido y con tendencia a la baja de la tasa de interés. Por ahora el BCRA sigue buscando que las tasas se mantengan positivas en términos reales, pero el riesgo para 2020 es que, dada la magnitud de los controles cambiarios, el mercado pueda volver a operar con tasas negativas como entre 2011 y 2015.