



miércoles 23 de enero de 2019

N° 252

Apoya el Informe Macroeconómico



ESQUEMA ACTUAL DE POLÍTICA MONETARIA 1

A partir de octubre de 2018 se implementó, en el marco del nuevo acuerdo con el FMI, un nuevo esquema de política monetaria que parece haber contribuido a la estabilidad cambiaria que se registró desde entonces. En esta sección analizamos los puntos salientes de su funcionamiento.

DINÁMICA DE LAS ÚLTIMAS SEMANAS 4

El dólar perforó varias veces el extremo inferior de la banda y el BCRA intervino cada vez que ello ocurrió, mientras las tasas de interés observaron una leve baja aunque siguen en niveles altos. Si bien no está directamente relacionado al funcionamiento del esquema monetario, también el riesgo país mostró una dinámica mas positiva.

TABLERO MACRO 7

Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe

Laura Pederiva
Miguel Fusco

Economista a Cargo

Naiara Fernandez Yarza
Santiago Tiscornia
Santiago Giraud
Visite nuestra página Web
www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales.

economia@crea.org.ar

Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ)
Buenos Aires - Argentina.
Tel. (54-11) 4382-2076/79

Acceda a nuestro servicio gratuito de

Base de datos: **AGROSERIES ONLINE**

Acerca de AACREA

Es una Asociación civil sin fines de lucro originada por el Arq. Pablo Hary en 1957 y fundada en 1960. Integrada y dirigida por productores agropecuarios, su objetivo es promover el desarrollo integral del empresario agropecuario para lograr empresas económicamente rentables y sustentables en el tiempo, probando tecnología y transfiriéndola al medio para contribuir con el sector y el país.

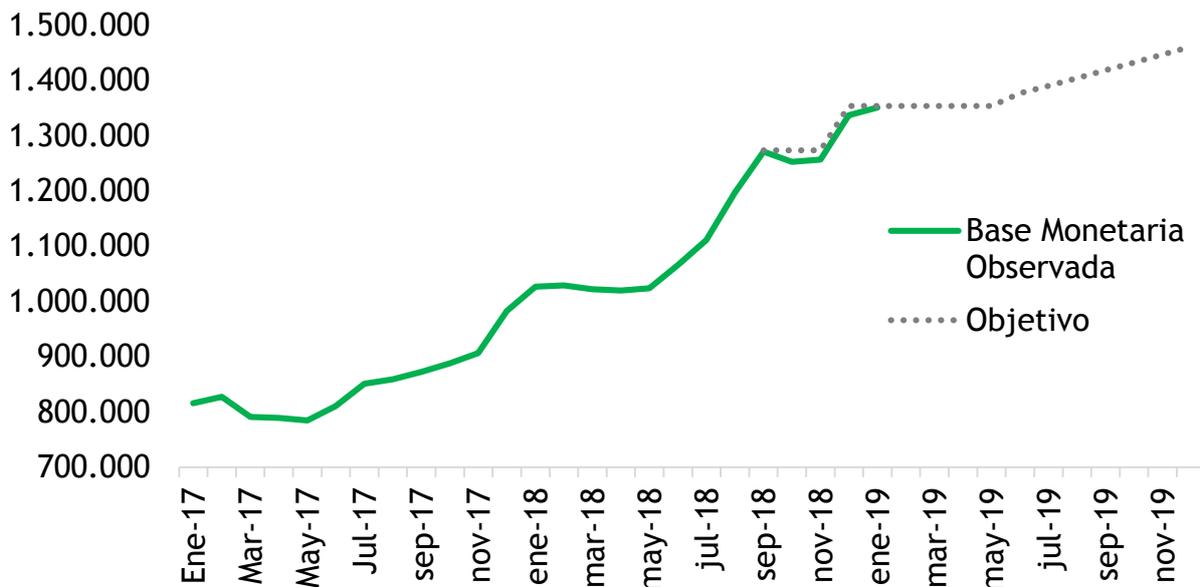


Esquema actual de política monetaria

A partir de octubre de 2018 se implementó, en el marco del nuevo acuerdo con el FMI, un nuevo esquema de política monetaria que parece haber contribuido a la estabilidad cambiaria que se registró desde entonces. En esta sección analizamos los puntos salientes de su funcionamiento.

Luego de un 2018 convulsionado en materia monetaria y cambiaria, 2019 comenzó con una baja en el tipo de cambio que devolvió una sensación de estabilidad relativa, pese a que las tasas de interés continúan en niveles muy elevados. En lo que sigue, analizaremos el actual esquema de política monetaria, haciendo foco en la relación entre emisión monetaria, tasas de interés y cotización del dólar. Así mismo, nos referiremos a la forma en la que el BCRA podría actuar frente a distintos eventos, en el contexto del acuerdo con el FMI.

Base monetaria -millones de \$



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

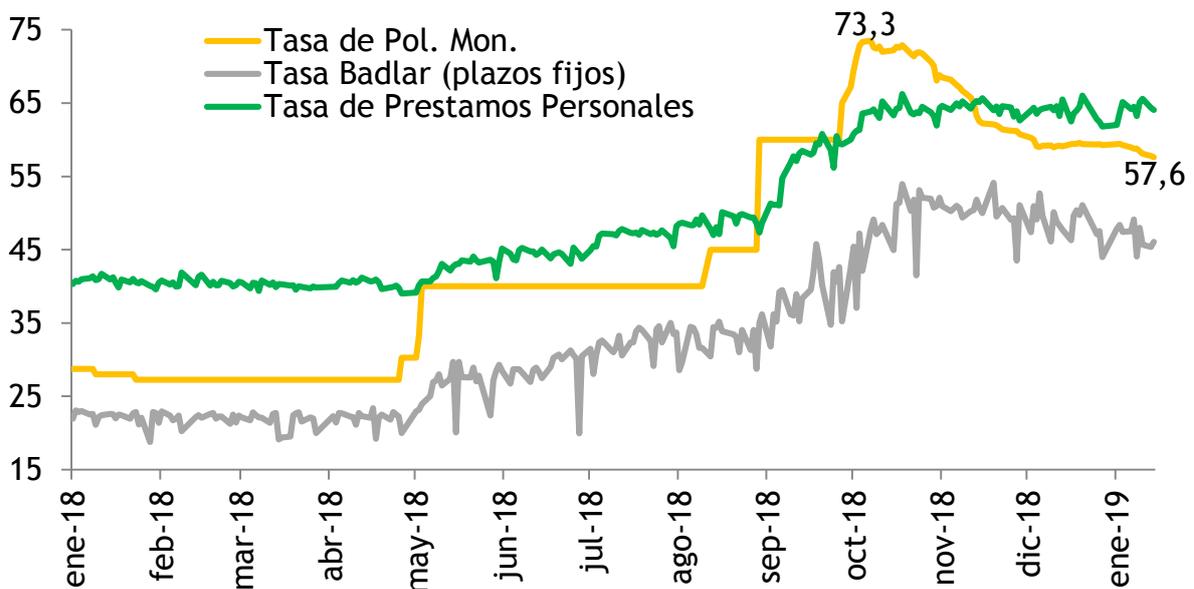
En primera instancia, vale señalar que el actual esquema monetario surge del segundo acuerdo alcanzado con el FMI en octubre de 2018, donde se indica que el anterior régimen de metas de inflación “(...) no ha dado los resultados deseados en la reducción de la inflación” y se estipula que se avanzará con un régimen más simple. Ese régimen más simple consiste en mantener la cantidad de la economía creciendo a tasas muy bajas. Específicamente, se busca que la base monetaria crezca 0% hasta junio de 2019, con dos ajustes por estacionalidad en diciembre de 2018 (6,3%) y junio (1,7%). A partir de allí, se buscará que la base monetaria aumente 1% mensual hasta fin de año. Como puede verse en el gráfico, los últimos datos disponibles muestran que el BCRA ha cumplido con los objetivos planteados desde la implementación del acuerdo. Incluso, en algunos meses, se sobre



cumplió la meta de base monetaria, probablemente con miras a ganar credibilidad y generar confianza en el nuevo esquema.

Para lograr este objetivo, el instrumento usado son unas letras llamadas LELIQ, que se subastan diariamente a entidades bancarias para absorber dinero, al sacar pesos de circulación y entregar letras a cambio. Una de las diferencias con las LEBAC, que cumplían con una función similar, es que las LELIQ sólo pueden ser adquiridas por bancos, mientras que las LEBAC estaban disponibles para el público en general. Vale destacar que, bajo este sistema, el BCRA convalidará las tasas que sean necesarias para inducir a los bancos a entregar suficiente dinero para mantener la base monetaria dentro de la meta elegida, lo que explica las elevadas tasas vigentes actualmente.. A su vez, la tasa que pagan las LELIQ se traslada rápidamente al resto de la economía. En primer lugar, porque elevan las tasas que los bancos pagan por los plazos fijos, dado que deben hacerse de fondos para poder colocar en LELIQ. En se sentido, tanto la tasa de interés como los montos colocados a plazo fijo han ido creciendo en los últimos meses a partir de la implementación del nuevo esquema. Por otra parte, al tener en las LELIQ una opción rentable y segura, los bancos exigirán una alta tasa de interés por el resto de sus préstamos a consumidores o empresas, que son más riesgosos.

Tasas de interés (%) - TNA.



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

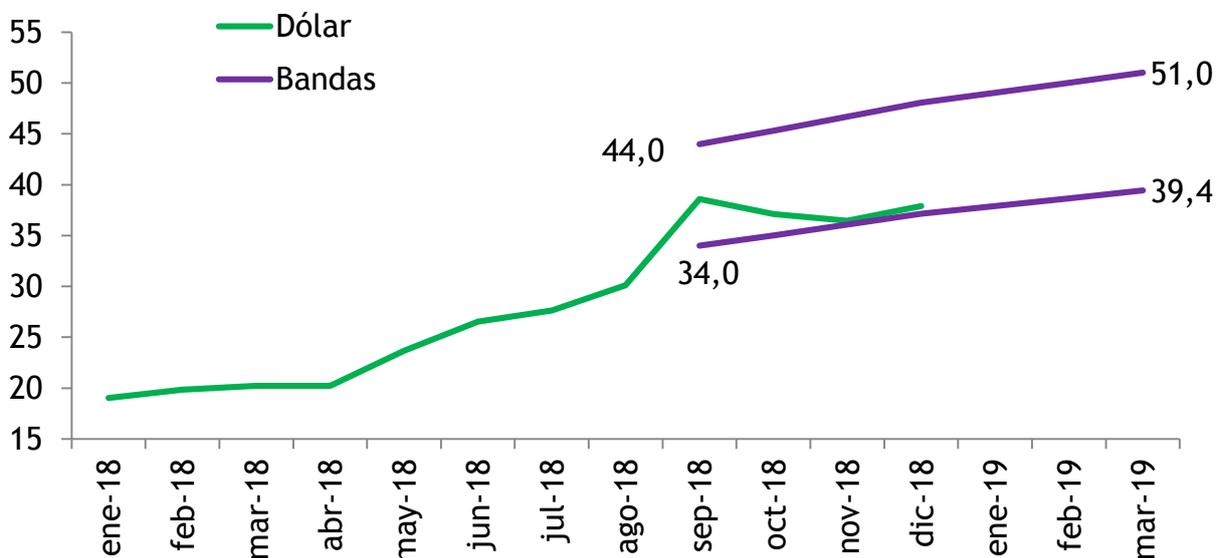
En principio, la forma de que la tasa pueda irse reduciendo bajo este esquema es que las expectativas de devaluación e inflación se vayan reduciendo, lo que vuelve más atractivos los retornos en pesos. Así, el BCRA necesitaría convalidar menores tasas de interés para seguir absorbiendo el dinero necesario para cumplir con su meta.

Otra forma de que se relajen las condiciones de los préstamos se encuentra contemplada en el propio acuerdo con el FMI. En efecto, además de la regla de emisión monetaria, el acuerdo contempla bandas, que se van elevando mes a mes, en las que el BCRA podrá intervenir en



la cotización del dólar (ver gráfico). Fuera de esos rangos, el BCRA tiene la opción, no vinculante, de comprar o vender hasta US\$150 millones por día. Un punto importante es que, al comprar divisas, el BCRA entrega pesos al público a cambio de sus dólares, aumentando la base monetaria. De manera contraria, cuando vende divisas, El BCRA entrega dólares al público a cambio de pesos, reduciendo la cantidad de dinero en la economía. Así, como la compra o venta de divisas tiene efecto sobre la cantidad de dinero en circulación, lo que puede entrar en conflicto con el objetivo de base monetaria. Por este motivo, si el dólar perfora las bandas y el BCRA interviene, no es necesario cumplir con la regla monetaria. De esta manera, una forma de que las tasas de interés se relajen es que el dólar toque la banca inferior, volviendo menos exigente la meta de emisión. En cambio, si el dólar superara la banda superior, al vender divisas el BCRA absorbería pesos, volviendo aún más dura la política monetaria y probablemente elevando las tasas de interés.

Tipo de cambio y bandas - \$ x US\$.



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

A diferencia de la meta de base monetaria, que es conocida hasta fines de 2019, la banda en la que el BCRA puede intervenir en el tipo de cambio se planteó inicialmente hasta diciembre y luego fue extendida hasta marzo. Probablemente, ello se deba a que las autoridades quieren conservar cierto margen de maniobra, teniendo en cuenta que el dólar es una variable volátil y 2019 es un año electoral. En ese sentido, pueden existir varias razones para intervenir en el tipo de cambio. Explícitamente, el acuerdo cita “(...) *reconstruir nuestras reservas internacionales a niveles más prudentes*”, en el caso de una intervención comprando, y “(...) *facilitar la transición suave a un tipo de cambio más sostenible*”, si fuera necesario vender divisas. Más en detalle, las reservas proveen un último recurso para pagar las deudas nominadas en moneda extranjera en caso que no se pueda recurrir a otras vías, por lo que reducen la chance de un default. También su acumulación permite intervenir en caso que se desee intentar frenar o suavizar una escalada del dólar. Otros motivos no explicitados en el acuerdo pueden pasar por buscar suavizar los ciclos de



abaratamiento y posterior corrección brusca del tipo de cambio que han caracterizado a la Argentina históricamente.

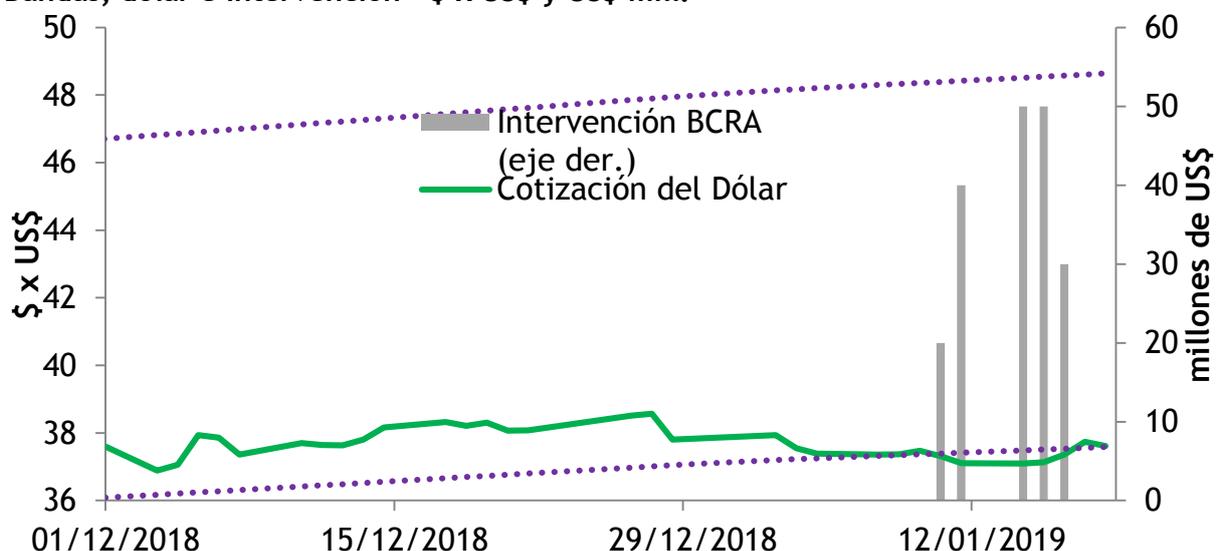
En suma, el esquema monetario vigente actualmente tiene dos pilares. Primero, se establece una regla dura respecto al crecimiento de la cantidad de dinero de la economía, que, a su vez, produce las elevadas tasas de interés actuales. Esta regla se complementa con dos bandas a partir de las cuales el BCRA podrá intervenir en el mercado de cambios. Dado que este accionar tiene un efecto monetario, constituye la única excepción por la cual el BCRA puede relajar su objetivo de base monetaria. Más allá de la teoría sobre el funcionamiento del esquema, en la próxima sección analizamos como fue su funcionamiento durante las últimas semanas.

DINÁMICA DE LAS ÚLTIMAS SEMANAS

El dólar perforó varias veces el extremo inferior de la banda y el BCRA intervino cada vez que ello ocurrió, mientras las tasas de interés observaron una leve baja aunque siguen en niveles altos. Si bien no está directamente relacionado al funcionamiento del esquema monetario, también el riesgo país mostró una dinámica mas positiva.

En los días transcurridos de enero, el comportamiento de las principales variables monetarias y financieras ha sido positivo, en marcado contraste con 2018. En particular, durante 2018 la inflación pasó de 24,7% interanual a 47,6% interanual, el tipo de cambio pasó de 17,7 \$ x US\$ promedio en diciembre de 2017 a 37,9 \$ x US\$ en diciembre de 2018, mientras que la tasa de interés de la política monetaria comenzó el año en 28,75% anual y terminó en 59,25% anual. De manera contraria, en lo que va de 2019 el tipo de cambio nominal cayó 0,6% y la tasa de política monetaria se situó en 57,13% anual, observando una leve reducción. En este contexto, las autoridades han cumplido con las previsiones monetarias establecidas en el acuerdo con el FMI.

Bandas, dólar e intervención - \$ x US\$ y US\$ mill.



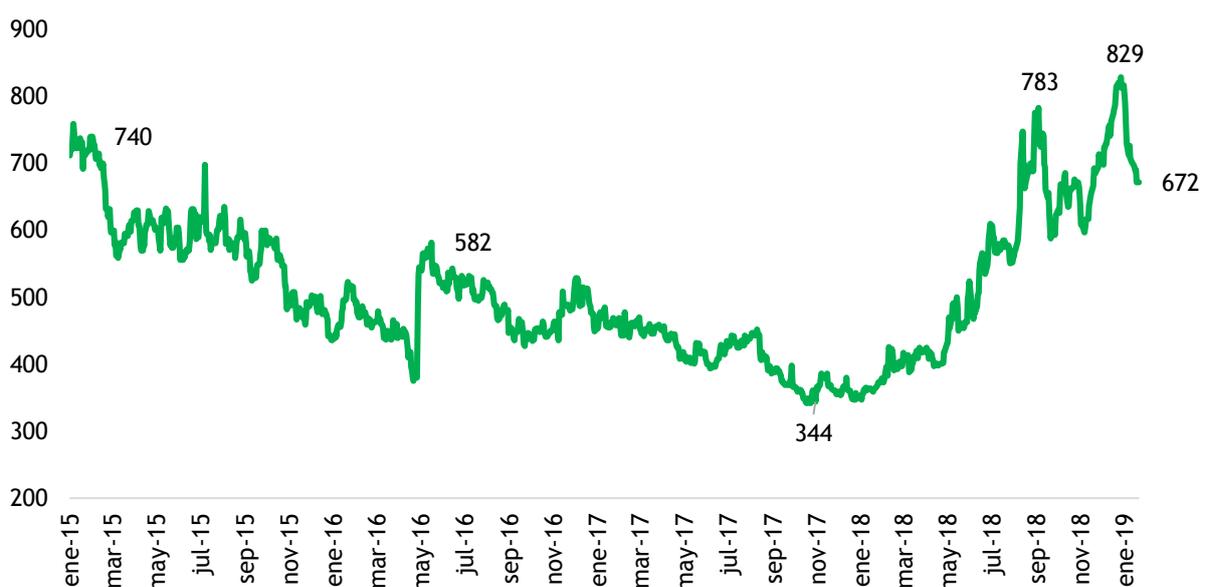
Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.



Más en detalle, como puede verse en el gráfico, el BCRA no intervino (ausencia de barras grises indica no intervención) mientras que el dólar se encontró dentro de las bandas establecidas en el acuerdo, pero operó comprando divisas cuando perforó la banda inferior. Las compras totalizaron US\$190 millones entre el 10 y el 16 de enero, tras lo cual el dólar volvió a situarse en la zona de no intervención hasta el 22 de enero, cuando se comenzó nuevamente con las intervenciones (US\$100 millones al momento de escribir este reporte). Cabe señalar que hasta el 10 de enero la cotización de la divisa norteamericana no había perforado nunca las bandas establecidas por el acuerdo, si bien se había acercado. A su vez, el BCRA tiene la opción, pero no la obligación, de comprar divisas en caso que el dólar se encuentre debajo de la banda, por lo cual no estaba “garantizada” la intervención de la autoridad monetaria.

Como desarrollamos en la sección anterior, la intervención cambiaria en el extremo inferior de la banda tiene el efecto de expandir la base monetaria y relajar las tasas de interés. Así, entre el 10 y el 16 de enero, cuando se concentró la intervención, la cantidad de dinero en la economía se expandió en \$15.758 millones, lo cual fue explicado en un 45% por la emisión monetaria para adquirir divisas. Paralelamente, la tasa de interés de política monetaria tuvo una reducción de 124 pb., pasando de 58,78% anual a 57,54% anual. En ese sentido, las compras de divisas en el mercado cambiario no sólo contribuyen a relajar la presión bajista en el tipo de cambio generando demanda, sino también a través de reducir la tasa de interés en pesos, volviendo menos atractivos frente a otras opciones a los activos financieros en moneda local.

Riesgo País - puntos básicos.



Fuente: Movimiento CREA en base a Reuters.



Adicionalmente, si bien no está directamente relacionado al esquema de política monetaria, el riesgo país también mostró un comportamiento favorable, disminuyendo 24,3% desde su pico el 27 de diciembre. Así, se termina de configurar un cuadro de mejora en el frente financiero en el arranque de 2019, aunque todavía sin recuperar los valores “normales” de 2017, previos al salto de cambio de 2018.

Se debe tener en cuenta que el riesgo país mide cuánto más interés que un bono del tesoro estadounidense paga un bono argentino, por lo que valores elevados indican que la deuda de nuestro país es percibida como riesgosa y, en consecuencia, se exige un alto retorno por prestarle a nuestro país. Así, en líneas generales el indicador puede interpretarse como una medida de la confianza que los mercados financieros tienen en la economía local. Además, si bien Argentina no necesitará acceder a colocar deuda en 2019, dado que se encuentra financiada por el FMI, necesitará volver a hacerlo progresivamente a partir de 2020. Por este motivo, bajar el riesgo país constituye un problema a mediano plazo, teniendo en cuenta que a valores demasiado altos resultaría inconveniente financiarse o quizás incluso pocos tomen el riesgo de prestar.

En conclusión, enero mostro una mejora de las distintas variables financieras. En distinto grado, riesgo país, tasas de interés y la cotización del dólar tuvieron una mejora respecto al convulsiónado 2018. Más allá de estos resultados, quizás lo más importante sea que el BCRA intervino en 6 ocasiones comprando divisas, lo que parece señalar un cierto compromiso de usar las herramientas provistas por el acuerdo del FMI para hacer frente a un fortalecimiento excesivo del peso. En ese sentido, el presidente del BCRA Guido Sandleris señaló que el monto diario de la intervención, limitado a US\$50 millones diarios cuando el acuerdo con el FMI contempla hasta US\$150 millones diarios, podría aumentarse a fin de mes si continuara la presión bajista sobre el tipo de cambio, aunque precisó que la entidad busca ser “muy cautelosa”.



TABLERO MACRO

VARIABLES MENSUALES

Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	EMAE	0,9%	-4,0%	-1,7%	oct-18	Pesos Constantes
	Agro	EMAE -Sector Agropecuario	-	2,9%	-18,5%	oct-18	Pesos Constantes
	Construcción	ISAC	-	-15,9%	2,7%	nov-18	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	-16,4%	-19,0%	-2,5%	dic-18	Toneladas
	Industria	EMI	-	-13,3%	-3,8%	nov-18	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	-44,4%	-38,5%	-1,4%	dic-18	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados	-	-10,0%	-1,3%	oct-18	Pesos Constantes
	Consumo	EMAE - Consumo (inc. Mayorista)	-	-11,2%	-2,6%	oct-18	Pesos Constantes
	Consumo	IVA Real	-	-6,6%	7,8%	dic-18	Pesos Constantes
	Consumo	Confianza del Consumidor	12,1%	-16,7%	-17,3%	dic-18	Índice
Empleo y Salarios	Nivel General	Empleo Privado Formal	-0,4%	-1,1%	0,5%	oct-18	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	2,6%	1,2%	0,3%	oct-18	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	Empleo Público Formal	0,3%	0,1%	0,7%	oct-18	Miles de Trabajadores
	Nivel General	Salario Privado Formal	-	-6,8%	-4,1%	oct-18	Pesos Constantes
Exportaciones	Nivel General	Exportaciones Totales	-	14,5%	4,2%	nov-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Productos Primarios	-	30,6%	-8,7%	nov-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Agrop.	-	2,6%	0,8%	nov-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Ind.	-	8,9%	9,2%	nov-18	Millones de Dólares
	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	63,5%	80,6%	nov-18	Millones de Dólares
Importaciones	Nivel General	Importaciones Totales	-	-29,2%	-0,1%	nov-18	Millones de Dólares
	Inversión	Bienes de Capital	-	-46,5%	-16,2%	nov-18	Millones de Dólares
	Consumo	Bienes de Consumo	-	-35,2%	-2,6%	nov-18	Millones de Dólares
Precios		IPC Nacional	2,6%	47,6%	47,6%	dic-18	Índice de Precios
Monetarias y Financieras		Dólar Mayorista	3,9%	114,0%	69,8%	dic-18	Pesos por Dólar
		Índice Merval	0,0%	10,5%	33,8%	dic-18	Puntos Básicos
		Reservas	5,8%	0,1%	14,2%	dic-18	Millones de Dólares
		Prestamos en Pesos	-3,5%	-18,8%	6,4%	dic-18	Pesos Constantes
		Prestamos en Dólares (S Privado)	0,0%	5,0%	28,9%	dic-18	Millones de Dólares
Fiscales		Gasto Primario	-	21,9%	21,4%	dic-18	Pesos Corrientes
		Subsidios Económicos	-	-13,8%	24,6%	dic-18	Pesos Corrientes
		Gasto Social	-	32,5%	24,4%	dic-18	Pesos Corrientes
		Gasto en Infraestructura	-	62,5%	1,1%	dic-18	Pesos Corrientes
		Recaudación	-	28,8%	25,6%	dic-18	Pesos Corrientes
		IVA Neto de Reintegros	-	24,6%	42,2%	dic-18	Pesos Corrientes
		Ganancias	-	4,2%	4,6%	dic-18	Pesos Corrientes
	Seguridad Social	-	18,8%	24,0%	dic-18	Pesos Corrientes	

VARIABLES TRIMESTRALES

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	-4,0%	-4,2%	-0,5%	II-18	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	-31,6%	-23,2%	II-18	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	-1,1%	0,3%	2,2%	II-18	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	-6,9%	3,1%	9,0%	II-18	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	-39,6%	-52,0%	-30,2%	II-18	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	7,3%	-28,0%	-16,8%	II-18	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	216,0%	-20,5%	-22,3%	II-18	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	32,7%	-23,6%	-23,0%	II-18	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.