

# Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez  
Directores

## MÁS TASA, DÓLAR MÁS CONTROLADO

En la semana el Banco Central inició la fase de endurecimiento de la política monetaria. El instrumento elegido fue elevar la tasa de interés que remunerara los grandes depósitos. Inmediatamente se frenó la escalada del dólar bursátil (CCL y MEP). Con una brecha crecientemente peligrosa en relación con el dólar oficial, todo indica que la clave para una reducción permanente pasa justamente por una mayor tasa de interés, no por la emisión de pesos ni por la perspectiva de no acordar con los acreedores. En este informe te contamos por qué.

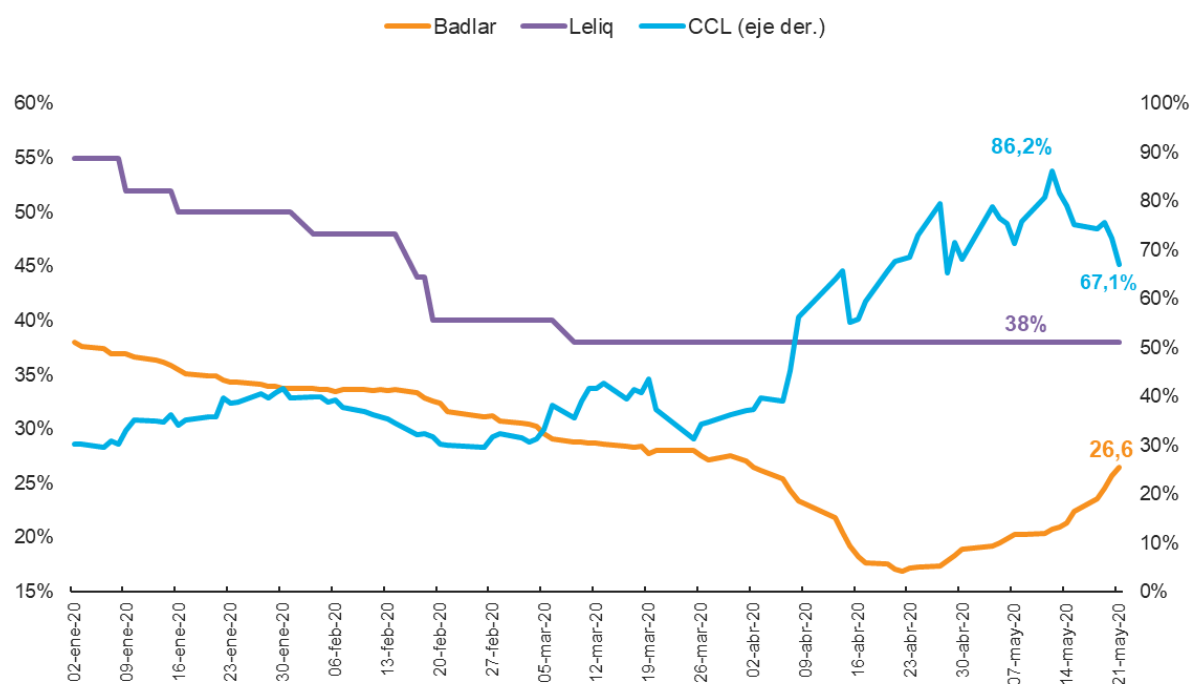
Mientras comenzaba a hacerse evidente que la Argentina y sus acreedores habían iniciado una fase de acercamiento que, con mejores chances, lograra cerrar un acuerdo consistente sobre la deuda, los “dólares bursátiles” parecían contradecir la tendencia. En efecto, el CCL había subido 43% entre el 1 de abril y el pico del 13 de mayo y la brecha con el dólar oficial se acercaba a 90%.

¿Cómo era posible que, en los días de optimismo sobre el canje de deuda, reflejados en la cotización de los bonos en dólares, el tipo de cambio implícito (MEP y CCL) subiera en lugar de bajar? Si el mercado creía, ¿por qué estos dólares no? Cabe recordar que los tipos de cambio bursátiles se determinan por la diferencia de precio de un mismo bono que es adquirido con pesos y vendido en dólares. Por lo tanto, si el valor en pesos se mantiene y el bono en dólares baja, el tipo de cambio implícito sube. Y viceversa.

La respuesta está en que faltaba una variable en la ecuación: una tasa de interés más alta, herramienta que el Banco Central decidió hacer operativa desde la última semana. En efecto, el 14 de mayo el BCRA difundió la comunicación A 7018 que establece que las instituciones financieras pueden integrar sus encajes con Leliqs. Esta medida permite subir las tasas de **todos** los depósitos, incluidos los mayoristas. Hasta ahora, y desde hace un mes, sólo existía el mínimo de tasa para los depósitos minoristas (26,6% n.a.).

Evidentemente, la suba de tasas, por bajo que sea el nivel, llevó cierta tranquilidad al mercado cambiario en los últimos días. Por esta razón, el CCL y el MEP redujeron sus cotizaciones 9% y 11% la última semana. Como se observa en el gráfico, la brusca reducción de la tasa que remuneraba los depósitos mayoristas (pasó de promediar 36% en enero a mínimos de 16% en abril) desencadenó las subas en los dólares bursátiles.

## TASA DE INTERÉS Y BRECHA CAMBIARIA



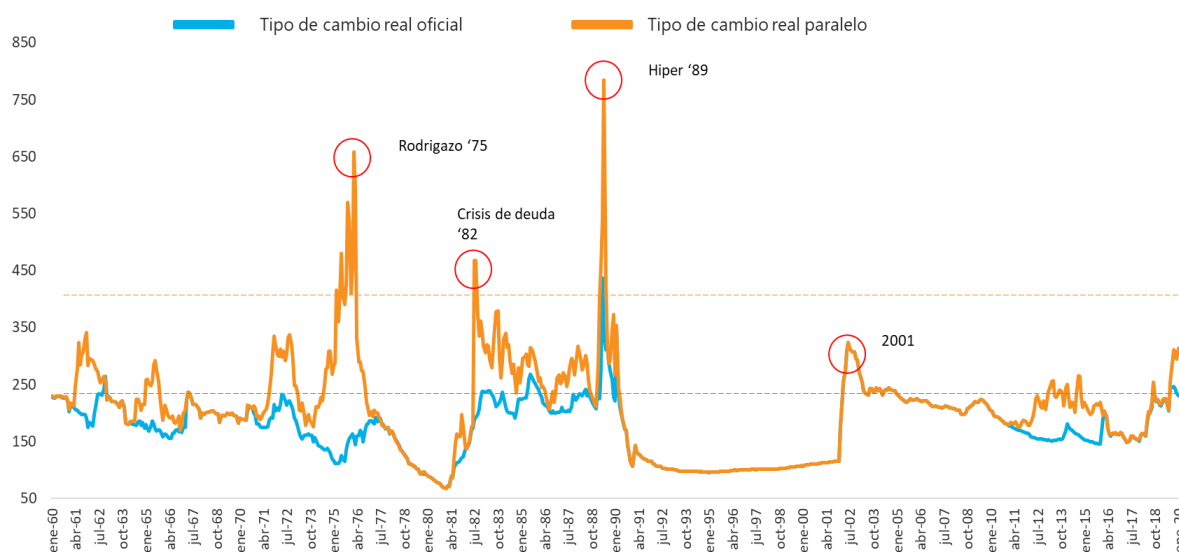
Fuente: Analytica en base BCRA

## LOS DÓLARES BURSÁTILES NO SÓLO REFLEJAN PÁNICO

- ¿En qué contexto la suba de tasas para los depósitos mayoristas resulta efectiva? La brecha cambiaria había alcanzado niveles que no estaban alineados a los fundamentales de la economía, incluso con un mal arreglo de la deuda. Esto es, si el dólar oficial se ubicara en niveles de los bursátiles o financieros (entre \$115 y \$120) el superávit comercial resultante sería innecesariamente abultado.
- El tipo de cambio real que surge al utilizar el dólar “libre” refleja una situación de estrés que lo ubica en niveles similares a los alcanzados en 1982 y en 2001, cuando la Argentina estaba con toda su deuda en default y con crisis del sistema bancario. Hoy la situación es otra.
- Incluso con una baja aceptación del canje de deuda, no es esperable una corrida bancaria significativa ni tampoco una inflación comparable a la de mediados de los 80s (superior al 100% anual), ya que la aceleración del crecimiento de los agregados monetarios observada desde marzo es transitoria y los niveles de exposición a la deuda en default de los bancos es muy inferior a la de los episodios de los 80's y 2000's.

## UN DÓLAR FUERA DE LÓGICA

Tipo de cambio real en base a la cotización oficial y libre en perspectiva histórica



Fuente: Analytica en base BCRA, Cepal e Instituto de Estadísticas de Estados Unidos

## EL CENTRAL REACCIONÓ A TIEMPO

La integración de encajes con Leliqs implica una reducción sustancial del costo de captación de fondos para los bancos, haciendo más rentable la intermediación.

- Los bancos toman depósitos y están obligados a inmovilizar alrededor del 25%<sup>1</sup>.
- Esto implica que un 25% de los depósitos no tiene rendimiento para las entidades. La nueva disposición del BCRA permite a los bancos adquirir Leliqs con los encajes, con lo cual comenzarán a obtener rendimientos, en una suerte de subsidio desde el Banco Central.
- Esta medida reduce así el costo neto de captación de fondos, haciendo rentable un abanico más amplio de colocaciones. Tomar fondos implica automáticamente una ganancia para las entidades debido a que la tasa que remunera los encajes (la Leliq) está en 38% y los plazos fijos se pagan al 26,6% (antes al 20%). Claramente el Central les habilita a compensar, en parte, las líneas de crédito blando para pymes al 24%.
- En un escenario donde prevalece la necesidad de liquidez por parte de las empresas, el crédito privado sigue creciendo por debajo de la inflación (en torno al 35% anual). Con la reciente medida del BCRA, las instituciones vuelven a encontrar rentables algunas colocaciones, pudiendo mejorar la capacidad para prestar.

<sup>1</sup> Los encajes oscilan entre 0% y 32% dependiendo del plazo. Los depósitos a la vista tienen el encaje más alto, mientras que los de largo plazo tienen el más bajo.

- Sin embargo, el punto central de la medida es que impacta positivamente sobre las cuentas corrientes remuneradas utilizadas para el manejo de los excedentes de liquidez de las empresas y las familias, en especial a través de los fondos comunes de inversión, permitiendo descomprimir la demanda sobre los dólares bursátiles. En el margen, colocar fondos al 26,6% resulta más atractivo cuando se lo compara con un sustituto inmediato, como la suba esperada del dólar bursátil.

Si bien el circulante en poder del público crece al 70% anual y el M2 privado (circulante y depósitos a la vista) aumenta a un ritmo cercano al 90%, en el corto plazo no resulta ser un problema crítico porque el cepo cambiario contiene buena parte de la dolarización y el aislamiento social, la demanda de bienes y servicios. Sin embargo, de no administrarse esta expansión en los próximos meses, podría trasladarse a los precios.

Por lo tanto, esperamos que el BCRA continúe con su postura moderando el crecimiento de los agregados monetarios una vez se vayan levantando las restricciones a la movilidad. Subir las tasas de interés permite contener la demanda de divisas y reducir las expectativas de devaluación. Era una medida urgente para descomprimir la brecha cambiaria. El verdadero alivio ocurrirá si se alcanza un buen acuerdo con los acreedores que despeje en parte el horizonte de los próximos años.