



El Centro CEPA publicó un nuevo informe: Los episodios de volatilidad cambiaria experimentados en 2018 reconfiguraron el esquema de política monetaria. Si bien las tasas de interés previo al primer episodio en el mes de mayo distaban mucho de reflejar la velocidad de baja que mostraban los relevamientos de expectativas de mercado, podemos decir que se sostenían en niveles promedio estables, y que tras la adopción del régimen de agregados monetarios prácticamente se duplicarían.

La gestión Sandleris reemplazó el fallido esquema de metas de inflación por uno de agregados monetarios, arrancando con una tasa de LELIQ en mínimos de 60%. La determinación de dicha tasa ahora quedaría a merced de la necesidad de absorción/expansión que el objetivo de crecimiento nulo de base monetaria exigiera y de los niveles de tasas que los bancos demandaran en cada licitación de LELIQ. El informe fue elaborado por el Centro de Economía Política Argentina.

Desarme de LEBAC, armado de LELIQ ¿ahorro para el BCRA o transferencia de recursos al sector financiero?

Previo a la adopción del esquema de agregados, en el mes de agosto el BCRA anunciaba el desarme gradual del stock de LEBAC. De esta manera los bancos ya no podrían renovar sus vencimientos de dichas letras, habilitándose las LELIQ como nueva inversión alternativa más rentable. Ahora bien, el nuevo activo disponible para los bancos, si bien se ofrecía en un plazo más corto (7 días), dando al BCRA mayor margen de manejo sobre las tasas de renovación del stock, no necesariamente redujo el atractivo en términos de rentabilidad.

Al momento de anuncio del desarme, la tasa de LELIQ se ubicó en niveles del 45%. Si observamos el volumen del stock de estas letras, si bien es cierto que retornó a niveles de 2017, en términos de costo se supera ampliamente el registro de tasas pagadas en los años previos. Las LELIQ, al igual que las LEBAC, continúan representando un costo altísimo para el BCRA: diariamente se destinan unos \$1.100 millones en promedio para el pago de intereses.

De este modo, el instrumento que vino a reemplazar a las LEBAC, por el momento no representa una reducción de magnitud respecto de los costos que tenían las anteriores letras y el stock está lejos de desacelerar su crecimiento. Hoy, el stock de LELIQ representa más del 97% del stock de LEBAC vigente al momento del inicio del desarme y, en promedio, la tasa se ubicó en torno al 60% para todo ese período.

Por otra parte, las subas en los encajes (efectivo mínimo) que acompañaron al proceso de desarme de LEBAC (a los fines de contener el traspaso al dólar en cada vencimiento) promovieron un mayor crecimiento de la tenencia de LELIQ. La posibilidad de integrar parte de los encajes (efectivo mínimo) con dichas letras dio lugar a un importante y veloz crecimiento de los depósitos a plazo fijo, al subir las tasas ofrecidas por los bancos.

Contrario a lo esperado para el negocio de la intermediación financiera, el enorme crecimiento de los depósitos acumulado en el último trimestre de 2018 no fue acompañado por el crédito. Los depósitos a plazo fijo entre octubre de 2018 y enero de 2019 crecieron un 38%, mientras que el crédito al sector privado para ese mismo período retrocedió un 3%. Es decir, los bancos se fondearon y rentabilizaron su liquidez con LELIQ, engrosando el déficit cuasi fiscal y afectando negativamente a los sectores demandantes de crédito.

El stock de préstamos registró una caída de 1,5% durante el último trimestre del año, contra un 15% de crecimiento para el mismo período de 2017.

Esta caída, sin dudas, refleja la reducción en la oferta de crédito por parte de los bancos ante la imposibilidad de obtener rentabilidades similares a las que ofrece el BCRA vía LELIQ. Si bien en los primeros días de febrero la tasa de estas letras perforó el 50%, acompañando esa baja las tasas que reciben los inversores, no ocurrió lo mismo con las tasas activas (aquellas que cobran los bancos por los créditos que colocan), que no acompañaron la baja con el mismo ritmo.

La duda de los bancos respecto del sendero bajista de la tasa de política monetaria se confirmó el viernes 15/2, cuando un salto en el tipo de cambio, que se ubicó ese día dentro de la zona de no intervención, lo llevó a subir la tasa por primera vez desde el 3/1. El pasado viernes 22 de febrero terminó ubicando la tasa en 49,52%, con el tipo de cambio mayorista cerrando su cotización a \$ 39,22, un peso arriba de la cotización del cierre del día 14/2, que fue de \$ 38,22. El miércoles 20/2 la divisa estadounidense llegó a venderse a \$ 40,5 en el mercado mayorista, luego de lo cual el BCRA decidió subir la tasa en 152 puntos básicos: la mayor suba desde el 4/10, cuando recién debutaba el nuevo programa monetario. Ese mismo día dio una clara señal a los bancos para seguir subiendo la tasa el día siguiente: el spread entre la tasa máxima y la promedio de LELIQ fue el mayor desde el inicio del programa, 397 puntos básicos.

Eso sumado al contexto recesivo, no permite vislumbrar una reactivación del crédito.

El BCRA como nuevo sujeto de crédito: tiro de gracia a la actividad económica

El encarecimiento del crédito contribuyó al empeoramiento de los indicadores de la actividad económica a partir del último trimestre del año pasado.

Desde mayo, pero sobre todo a partir de octubre, se observó un fuerte encarecimiento en las distintas líneas de crédito. Por ejemplo, los descuentos de cheques pasaron de hacerse al 25% a fines de abril a cerca del 60% a fin de año. Similar comportamiento registraron los adelantos en cuenta corriente. Este dato es relevante ya que en un contexto de desaceleración en los niveles de actividad y volatilidad cambiaría los proyectos de inversión de mediano o largo plazo se paralizan, centrándose la toma de crédito por parte de las empresas en las líneas vinculadas a capital de trabajo. Cuando estas líneas se encarecen, las empresas (sobre todo las pequeñas y medianas) sufren cada vez más dificultades para sostener el negocio, al mismo tiempo que empiezan a interrumpirse las cadenas de pagos.

A nivel individuos se observa un notable empeoramiento de las altas de préstamos personales y, sobre todo, de préstamos hipotecarios, que habían tenido un buen comportamiento hasta principios de 2018. Los préstamos comerciales por su parte muestran un marcado retroceso a partir de octubre del año pasado.

Cabe mencionar que los individuos sufren las consecuencias de las subas de tasas no sólo por el encarecimiento de las líneas que podrían decidir tomar o no, sino sobre todo por el costo de los créditos que ya hayan tomado, sea éste a tasa variable o en UVA. Este último caso fue uno de los más golpeados, ya que el ajuste por inflación a partir del cual la cuota aumenta mes a mes se aceleró en el período bajo análisis. Esto, junto con los ajustes tarifarios de los últimos

meses redujo el ingreso disponible de las familias afectándose en cadena las ventas y el resto de las actividades vinculadas al consumo.

Los últimos datos publicados por el INDEC sobre la evolución de la actividad económica reflejan lo comentado anteriormente. Interanualmente se verificó una caída del 7,5% en el total de los sectores, y a nivel desagregado los más golpeados fueron comercio (17%), industria manufacturera (12,6%) y construcción (11%).

De este modo, es visible cómo el plan monetario cuyo objetivo principal es establecer un ancla nominal mediante un estricto control de los pesos que circulen en la economía para bajar la inflación, por ahora sólo muestra resultados en términos de contracción económica. La inflación interanual en diciembre del año pasado alcanzó el 47,3%, la cifra más alta de los últimos 27 años. En enero la inflación interanual trepó al 49,3% y, de darse en febrero una inflación intermensual arriba del 2,9%, la inflación interanual se habrá ubicado arriba del 50% en este mes.

Cambios en los encajes (efectivo mínimo) y comportamiento de depósitos: ¿alivio temporal y alerta de corto plazo?

Las modificaciones en el régimen de encajes (efectivo mínimo) impulsaron un fuerte crecimiento en el stock de plazo fijo durante los últimos meses del año pasado. Esto se debió principalmente a la posibilidad de integrar encajes con LELIQ, que hasta la última modificación del pasado 20 de diciembre (con entrada en vigencia a partir de febrero de este año), permitía integrar hasta el 100% del crecimiento de depósitos a plazo fijo, tomando como punto de partida el inicio del nuevo programa monetario, en dichas letras. Esto explica que el 50% del crecimiento acumulado de los depósitos a plazo del sector privado en 2018 se concentre en los últimos tres meses del año.

Al mismo tiempo, estos cambios normativos buscaron extender el plazo de las colocaciones, permitiendo por ejemplo pagar intereses de forma mensual (opción que antes no estaba habilitada) y también reduciendo los encajes en los plazos más largos. En este sentido, los cambios fueron efectivos, y si observamos el crecimiento por plazo podemos ver que en diciembre y enero las colocaciones de 60 días en adelante superaron al tradicional plazo fijo de 30 días.

Si bien la extensión de plazos es un dato positivo a los fines de hablar de riesgo sistémico de liquidez, la realidad también es que genera una demanda potencial de instrumentos con rendimientos atractivos al momento de vencer, pudiendo acelerarse la demanda de dólares en caso de que los márgenes no cierren.

A contramano: caída de la intermediación financiera con aumento de las ganancias y la rentabilidad de los bancos

Los datos del EMAE de octubre y noviembre de 2018 (últimos datos disponibles) muestran una caída interanual en la actividad de intermediación financiera en esos meses. Debe tenerse presente que en el sistema de cuentas nacionales se mide como intermediación financiera a la actividad financiera, por un lado, que mide la totalidad de préstamos y depósitos (de entidades bancarias y no bancarias), y la actividad aseguradora por el otro. Si analizamos exclusivamente la actividad bancaria (depósitos y préstamos bancarios) se observa que cae en términos reales desde octubre (-0,5%), profundizando su caída en dic-18 (-6,04%) y en ene-2019 (-10,5%).

A contramano del resto de las actividades económicas, esa caída de la actividad bancaria no repercute negativamente en las ganancias y la rentabilidad del sistema financiero. En 2018 las entidades financieras tuvieron ganancias por \$ 172.106 millones, lo que implica un incremento de un 121% (50% real) respecto de las obtenidas en 2017.

Lo que se observa es un cambio en los factores que explican esa rentabilidad. Ocurre que, mientras que los bancos debieron afrontar pagos mayores en concepto de egresos por intereses al tener depósitos de plazo más corto respecto del de sus colocaciones, la caída de los préstamos en términos reales, así como el hecho de que el spread de tasas implícitas de su cartera de depósitos y colocaciones se vea inicialmente resentido ante una suba de tasas, llevaron a que el margen bruto por intermediación financiera haya llegado a ser negativo en los meses de noviembre y diciembre del año pasado (2).

Lo que explica fundamentalmente que la rentabilidad de los bancos no se haya visto afectada pese a la caída de la actividad bancaria y la reducción del margen bruto por intermediación financiera, es el resultado por LELIQ y otros títulos valores, que en último trimestre del año 2018 ascendieron a \$ 149.502 millones, viéndose incrementados en un 497% en términos interanuales. En el 2018 los ingresos por LELIQ y otros títulos valores totalizaron para el sistema financiero \$ 326.841,56 millones, viéndose incrementados en un 204% (106% real) respecto de los obtenidos en 2017 por LEBAC y otros títulos valores.

Medida en relación al patrimonio neto promedio mensual de las entidades financieras, la rentabilidad (ROE) acumulada en 2018 alcanzó un 34,4%, superando en 11 p.p. a la del año

2017, que fue de 23,4%.

Debe tenerse presente que a partir de enero de 2018 los balances de los bancos debieron adecuarse a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), lo que implicó un aumento contable del patrimonio neto de las entidades, fundamentalmente explicado por el revalúo de los inmuebles. El cambio normativo produjo entre diciembre de 2017 y enero de 2018 un incremento contable del patrimonio neto de los bancos de 10,4% (3), explicando un 70% del incremento de 14,83% intermensual que se produjo. La información disponible no nos permite precisar el efecto del cambio normativo en los demás meses de 2018, pero es posible inferir que, aplicando las normas contables anteriores, la rentabilidad acumulada en 2018 sobre patrimonio neto promedio mensual (ROE) resultó no menor al 36,3%.

Medida por año calendario, aun considerando el 34,4% informado por el BCRA, resulta ser la rentabilidad acumulada más elevada según los registros del Informe de Bancos del BCRA, que se inician en el año 2002.

Si bien esa rentabilidad del 34,4% sobre patrimonio neto (ROE) resulta cercana a la obtenida por las entidades financieras en los años 2014 y 2015 (32,4% y 32,7%, respectivamente), no sólo sucede que no resulta comparable por el cambio en las normas contables, sino que se da la particularidad de que se produce en un contexto de una importante caída de la actividad

bancaria en el último cuatrimestre de 2018, a la que hiciéramos referencia anteriormente.

Así las cosas, la recesión y la política monetaria afectaron negativamente a la actividad de intermediación financiera de los bancos, aunque en menor medida que al resto de las actividades económicas, pero hizo crecer significativamente su rentabilidad.