

ENCAJES

Por Santiago Mancinelli

RESUMEN EJECUTIVO

Según el Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2018, con el nuevo esquema de política monetaria, a partir de octubre de 2018, el BCRA adoptó un nuevo esquema de política monetaria con el propósito de reducir los niveles de inflación y recuperar un ancla nominal para la economía. En este nuevo marco se comprometió a no aumentar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019. La meta monetaria es implementada a través de operaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) de 7 días con las entidades financieras y ajustes en los requerimientos mínimos de liquidez, en caso de ser necesario.

Complementariamente el BCRA definió zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se estableció inicialmente entre 34 y 44 pesos por dólar, ajustándose diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018. Dentro de esta zona el tipo de cambio flotará libremente. En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por encima de la zona de no intervención, el BCRA realizará ventas diarias de moneda extranjera por hasta 150 millones de dólares. En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por debajo de la zona de no intervención, el BCRA podrá comprar moneda extranjera y decidir aumentar la base monetaria respaldada por el incremento de reservas.

ENCAJE BANCARIO

En el sistema actual, las reservas están integradas por efectivo en la caja de los bancos y los depósitos de los bancos en el Banco Central. Los bancos deben

guardar parte de sus depósitos en efectivo y en depósitos en el Banco Central por dos razones: para hacer frente a la demanda de depósitos por parte de sus clientes y porque las autoridades monetarias lo exigen. Estas reservas, a las que en la literatura económica se les suele denominar encaje, activos de caja o activos líquidos, tienen la particularidad de que no forman parte del stock de dinero de un país.

Cuando un individuo deposita en un banco una cierta cantidad de billetes considera que tiene dinero, si posteriormente esos billetes fuesen precisamente los que guarda el banco como reserva y los contamos como dinero, los estaríamos contabilizando dos veces. Los depósitos de los bancos en el Banco Central tampoco forman parte del stock de dinero, ni los depósitos de un banco en

otro; sólo forma parte del mismo el que está en manos del público y la totalidad de los depósitos que los bancos deben guardar en forma de activos líquidos o reservas se denomina coeficiente de caja, de reserva o encaje, y su justificación radica en tratar de garantizar la liquidez de los depósitos, es decir, su capacidad para convertirse en efectivo.

Cuando aumentan los encajes se disminuye la oferta de dinero. Esto implica un aumento en la tasa de interés del sistema y el deterioro de la capacidad prestable del sistema bancario. Eso produce una caída del nivel de actividad económica y de solvencia de los agentes privados, tanto empresas como individuos. Si bien en un primer momento, el aumento de los encajes puede desacelerar una corrida cambiaria, en el mediano plazo afecta la solvencia de los préstamos del sistema financiero y, por ende, la sostenibilidad del sector bancario.

ADMINISTRACIÓN DE LA LIQUIDEZ

Con el objetivo de contribuir a la consecución de la política monetaria, desde mediados de 2018, el BCRA dispuso diversos aumentos en los encajes bancarios. A fines de junio las tasas de exigencia de efectivo mínimo se incrementaron escalonadamente en 8% para los depósitos en pesos a la vista y a plazo en pesos (3% a partir del 21 de junio, 3% adicionales desde del 2 de julio y 2% más a partir el 18 de julio), con ciertas excepciones como aquellos depósitos de UVA/UVI. Parte de este incremento de encajes puede ser integrado mediante Bonos del Tesoro Nacional en pesos a tasa fija, con vencimiento en noviembre de 2020, valuados a precio de mercado.

En pos de continuar reforzando el control de la liquidez en el mercado de dinero, entre agosto y octubre de 2018, el BCRA impulsó una nueva suba de encajes bancarios. En agosto se incrementaron 3% las tasas de exigencia de efectivo mínimo en pesos a los depósitos a la vista y a plazo de hasta 59 días en las entidades financieras de mayor tamaño relativo. Este aumento sólo puede integrarse con pesos.

A partir del 1 de septiembre se elevó en 5% los encajes para todos los depósitos en pesos, tanto a la vista como a plazo de hasta 59 días para las entidades financieras mencionadas en el punto anterior. Esta última suba puede ser integrada con pesos, Letras de Liquidez (LELIQ) o Notas (NOBAC) del BCRA. El 19 de septiembre se elevaron los encajes de los depósitos a la vista y a plazo de hasta 59 días en pesos en 5% para aquellas entidades financieras cuyos depósitos del sector privado no financiero en pesos, al cierre de julio de 2018, fuesen mayores o iguales a 1% del total de esas imposiciones en el sistema financiero. Este último aumento puede ser integrado con LELIQ y/o NOBAC para el caso de los depósitos a plazo. Finalmente, desde el 1 de octubre de 2018 se incrementó 3% las tasas de exigencia de efectivo mínimo de los depósitos a la vista y a

plazo de hasta 59 días en pesos para las entidades financieras comprendidas en el punto anterior (con posibilidad de ser integrado con LELIQ y/o NOBAC).

Para fomentar la captación de nuevos depósitos a plazo fijo en pesos y de UVA/UVI, desde octubre de 2018, el BCRA permitió que la totalidad de la exigencia de efectivo mínimo sobre el incremento de dichos depósitos pueda integrarse mediante LELIQ y NOBAC. Adicionalmente se flexibilizó el pago de los intereses de los depósitos a plazo fijo, autorizando a los bancos a abonarlos con una periodicidad no inferior a 30 días, en vez del pago total al final del período convenido. Por otro lado, en octubre de 2018, se redujo a la mitad la exigencia mínima diaria de efectivo mínimo, manteniendo el requisito promedio mensual.

De esta manera se facilita a las entidades financieras el manejo de la liquidez. Asimismo el BCRA permitió a los bancos adquirir Notas de Compensación de Efectivo del BCRA, que devengan un quinto de la tasa de referencia que determine esta institución. Con el objetivo de facilitar el manejo de la liquidez por parte del sector público, en octubre de 2018, se redujo de 90 a 30 días el plazo mínimo de las inversiones a plazo en pesos con opción de cancelación anticipada de titulares de este sector, que estén instrumentadas mediante certificados nominativos intransferibles. En agosto de 2018 se dispuso que las entidades financieras no puedan suscribir Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC) en pesos para cartera propia, ni vender esas Letras, de cartera propia, a contrapartes que no sean entidades financieras. En noviembre de 2018 se aplicaron tasas de exigencia de efectivo mínimo de hasta 23% (según plazo residual) para obligaciones por líneas financieras del exterior (en pesos y en moneda extranjera).



El 28 de septiembre el BCRA anunció una suba de 3% en los encajes bancarios que representan, aproximadamente, unos \$ 60.000 millones que quedarán inmovilizados en el Banco Central. Esta medida se efectivizó el 1 de octubre del año pasado. Dichos encajes podrán estar compuestos por LEBAC o NOBAC, siempre que se trate de la porción de encaje que corresponda al incremento de los plazos fijos. Los encajes llegaron al 44% y como se tratan de encajes remunerados, se incentiva de esta forma que los bancos continúen buscando fondeo mediante depósitos, ofreciendo mayores tasas de interés. Si los encajes no existiesen, las tasas de interés de los bancos caerían fuertemente.

La obligación de efectivo mínimo diario era del 50% del promedio de efectivo mínimo mensual del mes inmediatamente anterior, ahora esa obligación bajó al 25%. Se busca, de esta manera, que los bancos tomen mayor posición en LELIQ para efectivizar la cantidad de oferta monetaria propuesta por el BCRA.

RIESGOS DE LA SUBA DE ENCAJES

La suba de encajes quita recursos para la actividad productiva. Produce el aumento de la tasa de interés, ante la restricción en la oferta monetaria, y una caída en el nivel de actividad económica, aumento del desempleo y de los indicadores sociales. El aumento de los encajes produce una contracción crediticia que afecta el normal funcionamiento de la actividad económica. El aumento de la tasa de interés y la caída económica afectan directamente la solvencia de los tomadores de crédito, especialmente empresas e individuos, ello produce un aumento de la morosidad y de la incobrabilidad de los préstamos. Esto afecta la solvencia de los bancos, ya que la cartera de préstamos comienza a convertirse en incobrable por lo que hace aumentar el temor de los depositantes al cobro de sus plazos fijos. La señal del Banco Central del aumento de los encajes puede producir una disminución en la dolarización de activos en el corto plazo, pero el mediano plazo produce una mayor incertidumbre sobre la solvencia del sistema bancario. A medida que se producen los cierres de empresas y aumenta la insolvencia de los tomadores de crédito, se afecta la confianza en el sistema financiero. Esto puede producir una corrida que deje sin capacidad de respuesta a las entidades. Las experiencias de aumento de los encajes resultaron en crisis no sólo económica sino, también, de solvencia del sistema financiero.

POSICIÓN NETA DIARIA DE LELIQ Y PASES ACTIVOS EN PESOS CONTRA EL BCRA

Según la comunicación "A" 6647 del 8 de febrero de 2019, el BCRA comunicó a las entidades financieras que la disposición neta diaria que podrán tener las entidades financieras en LELIQ y pases activos contra el BCRA no podrán superar su responsabilidad patrimonial computable del mes anterior o el 65% del promedio mensual de saldos diarios del total de depósitos en pesos, excluyendo los del sector financiero del mes anterior, de ambos, el mayor.

Los bancos que se encuentren excedidos de esta nueva normativa tendrán hasta el 30 de abril de 2019 para adecuarse a esta nueva normativa.

De esta forma se está forzando a los bancos que coloquen su liquidez en títulos del tesoro, con rendimientos menores y plazos de cobro mayores, ya que por la situación económica será muy difícil que puedan colocar su liquidez al sector privado. Esta normativa significa forzar a los bancos a que financien al tesoro nacional, sin contar con los plazos de cobro de las colocaciones que tienen las LELIQ y con rendimientos por debajo de las actuales colocaciones. Ya que el sector privado se encuentra en una profunda retracción, es difícil observar que los excedentes de letras líquidas puedan ser fácilmente colocados a agentes privados, sin que esto no afecte la solvencia del sector financiero ni tampoco que pueda lograr el equilibrio de las variables monetarias, cambiarias ni financieras.

SITUACIÓN DEL BANCO NACIÓN DE LA ARGENTINA

El lunes 11 de febrero del corriente año, mediante la resolución conjunta 13/2019 de la Secretaría de Hacienda y de Finanzas, el gobierno oficializó la emisión de bonos por \$ 40.000 millones a ser suscriptos de forma directa por el Banco Nación. Los bonos tienen fecha de emisión del 8 de febrero de 2019 y de vencimiento el 8 de febrero de 2021. El bono es cupón cero o bullet, amortizándose la totalidad al vencimiento. La moneda de suscripción, emisión y pago es en pesos argentinos. Devengarán intereses a la tasa nominal equivalente a la tasa Badlar más un 2%, a pagarse trimestralmente hasta el año del vencimiento.

Esto significa que se continúa deteriorando en un monto considerable la capacidad prestable del Banco Nación y por ende se debilita la capacidad operativa del mayor banco público del país. Al cambiarse liquidez del BNA por títulos del tesoro, se pone en riesgo de incobrabilidad el monto suscripto por el Banco Nación ante las muy probables turbulencias financieras del país. Se está descapitalizando al mayor banco de todo el sistema y quitándole su rol fundamental de ser el promotor de la actividad económica del país y regulador del sistema financiero, dado su tamaño específico. De esta manera, no sólo se vacía de recursos propios al Banco Nación, sino también que se pone en riesgo su patrimonio al colocar su liquidez en títulos de un tesoro nacional que se encuentra en insolvencia.

Esta política de suba de los encajes, descapitalización del Banco Nación y política monetaria contractiva (con suba de tasas de interés y caída de la oferta de dinero), no sólo producen el deterioro económico del país, sino que también producen mayor vulnerabilidad del sistema financiero y abren la posibilidad de una crisis cambiaria y bancaria aún mayor.

TODO MAL

El economista Julián Zicari ha sintetizado en una columna del periódico *Ámbito Financiero* del 20 de febrero (**Once motivos para esperar que todo salga (muy) mal**) un diagnóstico que venimos anticipando en *Bancarios Información*.

Asevera: "El objetivo de todo el plan económico actual... se remite sólo a aguantar y ganar tiempo, rezando para que no pase nada malo. Porque todos sabemos que esto es una burbuja que en algún momento va a explotar".

"Y eso va a ocurrir más pronto que tarde. Además sabemos que una nueva corrida cambiaría dejaría a la economía en un know-out fulminante o en las puertas de uno. Y el problema es que, por la dinámica económica actual, parece casi imposible que no ocurra alguna en algún momento".

Prosigue

- "Actualmente se paga un altísimo costo por un método que transitoriamente frena al dólar (y algo a la inflación) pero que asesina a las pymes, que es algo de efectos permanentes".

- "Es un hecho que la demanda de dólares va a crecer a medida que avance el año electoral y que la presión será cada vez más fuerte mes a mes".

- "Los inversores, actualmente, están frente al dilema de "un poco más de carry" o bien "dolarizar ya". ... ¿cuántos de ellos decidirán quedarse en el peso hasta fin de año?".

- "Es lógico que todos los que quieran comprar dólares empiecen a hacerlo más temprano que tarde. Porque saben que mientras más demoren, más alto será el precio de la divisa".

- "El Gobierno anunció una caída del gasto público del 2,7% del PBI para este año. ... Si sumamos a ello el arrastre estadístico y el de todos los agregados económicos (consumo, inversión, salarios, obra pública, etc.), es fácil notar que este año será todavía peor en términos de la economía real que el nefasto 2018".

- "La recaudación está cayendo más rápido que la actividad, lo que nos señala que no sólo la promesa del "déficit cero" no se va cumplir, sino que el gobierno necesitará recurrir a los mercados (hoy cerrados) para cubrir sus cuentas. Y ni hablar lo que está pasando con la inflación: al 2,9% de enero va a haber que sumar un valor todavía más alto para febrero y una inflación en marzo mayor a la de febrero. El piso inflacionario de este año no podrá ser de ningún modo menor al 35-40%. Por lo que el dólar, para no atrasarse todavía más, deberá terminar el año arriba de 50 pesos, sumando más presión inflacionaria y paranoia".

- "El BCRA dice que ahora quiere empezar a desarmar la bola de Leliqs que el mismo armó, por lo que los bancos se tendrán que ir desprendiendo de dichos títulos todos los meses, para tener en abril como máximo un 65% de Leliqs en relación a sus depósitos. El problema es que actualmente hay 850 mil millones de pesos en Leliqs, lo que equivalen a 20 mil millones de dólares. No parece lógico entonces que el BCRA pueda sortear su propia trampa. El fantasma del plan Bonex, del corralón o de un Boden 2012 aflora en el aire como solución a la bomba de las Leliqs. Sino, la opción alternativa, será una hiperinflación".

- "...Sabemos que de haber una corrida cambiaría el Gobierno está atado de manos frente a ello según lo pactado con el FMI: el Banco Central sólo podrá vender dólares si el precio de la divisa supera el techo de la zona de no intervención (no antes)".

- "... Si consideramos el patrimonio del BCRA sabemos que luce fuerte pero realmente es débil. Dice tener 67 mil millones de dólares en reservas. Pero 15 MM son en realidad encajes de depósitos en dólares y 18 MM son divisas precautorias del swap firmado con China. O sea, la mitad de esas reservas (33 MM) no son siquiera recursos genuinos. Pero los otros 34 MM restantes equivalen a la actual base monetaria. Y aquí se agrega el verdadero problema: cómo hará entonces el gobierno para afrontar los vencimientos de Letes, Lecaps y demás bonos y letras que vencen antes del recambio de gobierno. Si hacemos la cuenta, ni aún si el FMI le diera todo el dinero comprometido, alcanza para afrontar todos los vencimientos. Serán necesarias altas tasas de renovación pero ni la confianza ni la dinámica económica actual le juegan a favor al gobierno. Por lo que, como venimos diciendo, es bastante lógico que todo termine mal: default o salto cambiario son las únicas soluciones".

- "... El año pasado se fugaron del sistema 27.500 millones de dólares. Y eso que el 2018 no fue un año electoral y que había expectativas a favor. ¿Es lógico pensar que no sólo se podría repetir lo sucedido el año pasado, sino que incluso sea peor la fuga, dado que este año es electoral y aflora el fantasma de default para el año próximo? De ocurrir esto, el resultado será de consecuencias imprevisibles".