

NUEVAS DEFINICIONES DEL BCRA

6 de DICIEMBRE 2018

Esta semana el BCRA difundió varias definiciones relevantes para los próximos meses. Definió el ritmo de depreciación del piso y techo de las bandas cambiarias y confirmó el esquema y los límites de intervención en el mercado cambiario en caso de llegar al piso de la banda. Estos factores brindan un grado mayor de certidumbre en un mercado que se ha mostrado más calmo desde lo cambiario, pero que sigue (y seguirá) mostrando señales de incertidumbre en cuanto al escenario político.

Hasta ahora el ritmo de depreciación de las bandas de no intervención estaba establecido en el 3% mensual con ajuste diario (vigente del 1/09 al 31/12). Se definió que en el primer trimestre el ritmo de ajuste será del 2% mensual. Esta baja obedece al retroceso que se está observando en el ritmo inflacionario y da margen para una mayor reducción de las tasas de interés. De esta manera al 31 de marzo el piso y techo de la banda de no intervención se ubicarán en \$39,40 y \$51.

El valor elegido está acorde al nivel de inflación esperado. Posiblemente el FMI hubiera preferido un ritmo de depreciación más bajo, pero este nivel asegura un valor de Tipo de Cambio Real que se mantendrá competitivo.

BANDAS PARA EL TIPO DE CAMBIO

		sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19	feb-19	mar-19
Banda Superior	Nominal	44.0	45.3	46.7	48.1	49.0	50.0	51.0
	Real	44.0	42.8	42.4	42.5	42.4	42.3	42.2
Banda Inferior	Nominal	34.0	35.0	36.1	37.2	37.9	38.7	39.4
	Real	34.0	33.1	32.8	32.8	32.8	32.7	32.6

En caso de alcanzarse el piso de la banda, el BCRA intervendrá en el mercado cambiario comprando hasta USD 50 millones diarios (USD 660 M mensuales), tolerando una expansión de la Base Monetaria de hasta el 2%. Esta definición aclara otros de los puntos que estaba pendiente para terminar de armar el escenario del año próximo.

La tercera definición clave del comunicado de ayer estuvo dado por el quiebre del piso del 60% en la tasa de interés. Ya se ubicó por dos días consecutivos en niveles del 59%.

El acuerdo con el FMI planteaba una condición para poder avanzar en la reducción de la tasa de interés, las expectativas inflacionarias (a 12 meses) debían registrar dos meses de caída. Además, existía otra condición, en este caso autoimpuesta por el BCRA, que se había comprometido a asegurar la tasa piso del 60% hasta diciembre. Esa decisión se había tomado en plena corrida cambiaria y las actuales autoridades del BCRA decidieron respetarla.

Esta semana ya se cumplieron ambas condiciones. Ahora resta definir cuál es el nivel de tasas que se busca como equilibrio. Si bien ya existen objetivos de tasa real de interés, sigue siendo un parámetro válido para la comparación. La tasa de Leliq actual es del 59%, lo que equivale a una tasa mensual del 4,9%. Esa cifra se compara con la inflación esperada para los próximos 3 meses, que según el REM es de 2,5%. Eso implique una tasa real del 2,4% mensual, cifra equivalente a una tasa real anual del 29%.

Esa tasa a fines de septiembre / principios de octubre era similar, porque la tasa mensual de Leliq estaba en 6,1%, pero la inflación esperada era más alta (3,7% promedio mensual).

Esos niveles de tasa real cercanos al 30% han mostrado ser efectivos para acomodar los incentivos y estabilizar el mercado cambiario. De todas maneras, el BCRA seguramente irá buscando en los próximos meses ir hacia tasas de interés reales más bajas. Como referencia en los dos años anterior, con vigencia del esquema de metas de inflación, la tasa de interés real se ubicaba, en sus momentos de mayor nivel, en el orden del 10/12% anual.

Este nivel de tasas de interés, sumado a la restricción sobre el ritmo de expansión de los agregados monetarios, confirman el fuerte sesgo contractivo de la política monetaria.

Justamente, la restricción monetaria y el nivel alcanzado en el traslado a precios de la devaluación son los principales factores que alientan a pensar en un ritmo inflacionario más bajo para los próximos meses.

IPC Acumulado Año	TCN Acumulado Año	Pass Through IPC/Pass T
1.8%	7.5%	24.0%
4.2%	12.1%	35.1%
6.6%	14.3%	46.3%
9.5%	14.3%	66.5%
11.8%	33.7%	35.1%
16.0%	49.9%	32.0%
19.6%	56.1%	34.9%
24.2%	70.2%	34.5%
32.3%	118.0%	27.4%
39.4%	109.7%	35.9%
43.6%	107.6%	40.5%

La inflación acumulada desde diciembre de 2017 a fines de noviembre es del 43,6%, en tanto la devaluación acumulada es del 107,6%. Esto implica que la inflación copió el 40,5% del aumento de precios.

La referencia histórica de traslado a precio es del 43%. Esto implica que queda poco camino por recorrer en este aspecto, por lo tanto la inflación de los próximos meses responderá más a los factores estructurales internos (inflación de costos, inercia, reajustes pendientes) que al impacto de la devaluación de este año.

