

NUEVO ENFOQUE PARA LA POLÍTICA CAMBIARIA

Jueves 20 de Abril de 2017



Ayer se realizó la presentación del Informe de Política Monetaria (IPOM) del BCRA. Allí su Presidente, Federico Sturzenegger, dio a conocer algunos cambios relevantes que se llevarán a cabo en la política monetaria y cambiaria del BCRA. Varias de sus apreciaciones son muy relevantes de cara a entender el comportamiento futuro de la autoridad monetaria y la manera en que sus autoridades están entendiendo el contexto económico.

Quizás el aspecto más relevante que se anunció haya sido la decisión del BCRA de iniciar un proceso gradual de acumulación de reservas. Hasta ahora la política había sido de no intervención en el mercado cambiario. Las reservas en ese tiempo crecieron producto de Compras al Sector Privado, aumento de Efectivo Mínimo de los bancos por el crecimiento de los depósitos en dólares y por la colocación de deuda en dólares del Sector Público (Neto de cancelaciones).

**AUMENTO DE
RESERVAS 2016**

USD 13.208 MM

**Compras al
sector privado**

USD 3.446 Mill (26%)

+

Efectivo Mínimo

USD 4.816 MM (36%)

+

Sector Público

USD 4.816 Mill (36%)

Cuando el BCRA expresa que compró Reservas por USD 13.208 millones en el año 2016 en realidad se refiere al aumento de dichos activos y no directamente a la compra que fue apenas un cuarto de esa cifra. Este dato es relevante, porque parte de esas reservas que se sumaron tienen un alto grado de volatilidad, aún en escenario de alta estabilidad cambiaria. A manera de ejemplo, si aumenta la demanda de crédito en dólares y los bancos colocan sus excedentes de liquidez en dólares, caen las reservas por igual proporción, porque los depósitos no prestados se contabilizan como reservas (Efectivo Mínimo). Algo similar sucede con los fondos que capta el Tesoro, ya sea si los deja depositados en el Banco Nación o en una cuenta especial en el BCRA, se contabilizan como reservas y se produce una merma de las mismas cuando se utilizan para el pago de deuda.

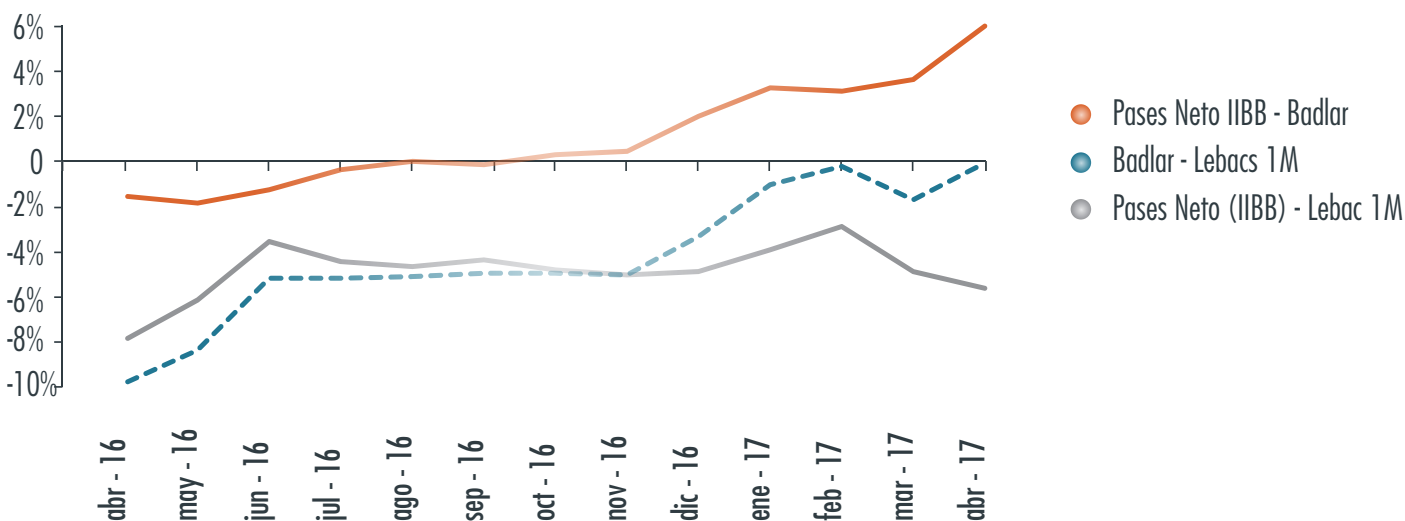
Distinto es el impacto cambiario y monetario si decidiera aumentar las reservas a través de intervenciones directas en el mercado. En ese caso el efecto varía si interviene directamente



en el mercado comprándole al sector privado o si acuerda operaciones directas con el sector público. En el primer caso tiene impacto sobre el tipo de cambio y genera expansión monetaria. En el segundo caso solamente produce el efecto monetario, dado que no pasa por el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).

Independiente de la anunciada decisión de aumentar las reservas hasta llevarlas a los niveles de economías comparables, con el objetivo de mejorar la calificación de riesgo, se entiende que parte de este anuncio está originado en la necesidad de contener el nivel de tipo de cambio que se ha ido apreciando tanto nominalmente como en términos reales durante las últimas semanas.

Si bien la autoridad monetaria tiene claro que mayores niveles de tipo de cambio no garantizan un nivel mayor de competitividad, la evolución observada en lo que va del año, con aumento de precios en pesos a ritmos superiores al 20% anualizado y caída del tipo de cambio nominal, deterioran la competitividad y la rentabilidad de muchos sectores. Este anuncio le da libertad para intervenir e ir acumulando reservas en los momentos en que la tendencia del tipo de cambio sea bajista y contener así procesos como los del primer trimestre de este año. Esto es muy relevante en un marco como el actual, donde se busca que las tasas de interés en pesos sean positivas en términos reales y preferentemente mayores a la devaluación esperada. Esa combinación, dentro del esquema de metas de inflación y combinada con un sector fiscal que sigue necesitando financiamiento externo, generan claras presiones para la apreciación cambiaria.



Los otros dos focos sobre los cuales el BCRA se ha concentrado en su IPOM son la viabilidad de cumplir la meta de inflación y su visión con respecto a los instrumentos de política monetaria.

Viabilidad de cumplir la meta

De acuerdo al BCRA, la inflación núcleo acumula 5,1 puntos de aumento en lo que va del año y debería cerrar en 14,4% en el año, dado que el mercado espera 2,6 puntos de aporte de las tarifas (Meta 17% - 2,6% = 14,4% de Inflación Núcleo). En ese esquema de análisis, la inflación núcleo promedio del período abril diciembre tendría que ser menor al 1% mensual. Si tenemos en cuenta que el primer trimestre del año cerró con una inflación núcleo promedio de 1,7% mensual, luce al menos complicado cumplir la meta. Se debería lograr una reducción muy rápida del ritmo inflacionario. Además de los 2,6 puntos de aporte de los precios regulados, en el primer trimestre ya hubo subas que explican 2,2 puntos porcentuales de aumento en el índice general, lo que implica que para el resto del año los aumentos serían casi nulos (0,4 puntos de aporte). Si tenemos en cuenta que Precios Regulados pondera 13,85%, entonces para que aporte 0,4 puntos el aumento total del rubro para lo que resta del año tendría que ser menor al 3%. Esto implica que casi no habría margen para aumentos adicionales en transporte, gas, ni electricidad.

Manejo de la política monetaria para cumplir las metas

El otro aspecto que revisó el BCRA es su decisión de centrar su accionar para controlar la inflación exclusivamente en el corredor de Tasas de Pases. La experiencia del primer trimestre del año le confirmó la necesidad de seguir operando sobre el mercado de Lebacks para poder esterilizar los excedentes de liquidez. Esto implica mantener tasas similares en ambos instrumentos (Pases y Lebacks). Además la decisión de intervenir en el mercado cambiario acrecienta la necesidad de esterilización y hace necesario contar con la mayor cantidad de instrumentos activos.

Este cambio de estrategia anunciado por el BCRA: suba de tasas de Pases y Lebacks, intervención en el mercado cambiario y esterilización de excedentes, tendrá sus implicancias en el corto plazo. El primer factor a tener en cuenta es que indirectamente el BCRA se ha hecho con un argumento técnico para sostener el nivel de tipo de cambio en los momentos en que lo considere demasiado bajo y comprar reservas. Esto tiende a subir el nivel de tipo de cambio esperado para los próximos meses, pero siempre sin romper el equilibrio necesario para que el esquema de metas de inflación funcione: tasa de interés mayor a inflación y preferentemente mayor a la devaluación esperada. Esto también debería generar en el corto plazo una leve suba de la tasa Badlar.

La duda que se plantea ahora es hasta cuándo el BCRA deberá sostener este nivel de tasas. Por lo pronto abril y mayo deberían transcurrir sin cambio. Recién en junio, y si efectivamente la inflación de mayor mostró una clara reducción del ritmo, se podría empezar a evaluar una eventual corrección hacia debajo de las tasas. Esto estira al menos por 45/60 días las tasas actuales. Es que el BCRA debería evitar cometer nuevamente el error de adherir muy rápido a los buenos datos de inflación y bajar las tasas de interés como sucedió con las Lebacks en el primer trimestre del año.