

VOLATILIDAD EN EL MERCADO CAMBIARIO ¿INTERVENDRÁ EL BCRA?

Jueves 25 de enero de 2018

Desde mediados de diciembre, el mercado cambiario ha estado en el centro de la escena, ya sea por rumores de modificaciones en la conducción del BCRA o por ajustes en las tasas de interés, el tipo de cambio se ha depreciado de manera significativa.

Esta situación se ha mantenido en los últimos días, luego de que el BCRA anunciara que todavía veía cierto margen para disminuir el nivel de la tasa real de interés a pesar del ritmo inflacionario del cierre de 2017 y lo esperado para enero de 2018.

El BCRA en su presentación del Informe de Política Monetaria de enero (IPOM) expuso sus expectativas para el año, básicamente con el objetivo de alinear expectativas. Para ello expuso una serie de datos que mostraban el cambio en las condiciones iniciales y que por lo tanto explicaban los motivos de su optimismo con respecto a la meta. Este factor es que en definitiva permite trabajar con menor tasa de interés real.

Compartimos el análisis del BCRA con respecto al diferente punto de partida, pero tenemos una visión diferente con respecto a algunos de los indicadores que se han utilizado como referencia. Esto nos lleva a coincidir con el análisis tendencial, pero no con la magnitud de la inflación esperada para 2018.

Las principales diferencias radican en la manera en que se mira el Ritmo de Inflación, mientras el BCRA lo hace sobre la base del análisis de los últimos 12 meses, en nuestro caso preferimos enfocarlo en un plazo menor de tiempo (3 meses). Es ahí donde el cuarto trimestre de 2017 tuvo un ritmo inflacionario mayor al de 2016. Si bien es cierto que se originó en el fuerte aumento de tarifas de fin de año, aún sin ese efecto, el ritmo inflacionario no hubiera sido menor al vigente a fines de 2016. Por otro lado, el aumento de tarifas genera un efecto derrame sobre el resto de los precios, por eso es relevante tomarlo como referencia del punto de partida.

El otro factor donde entendemos existe una diferencia es en la valoración del nivel de tipo de cambio real, mientras el BCRA utiliza como base de comparación el último día hábil del año, nosotros preferimos tomar el promedio del último trimestre porque la economía en su conjunto operaba con ese valor de referencia. Tanto el tipo de cambio nominal como el real con el que operó la economía en el último trimestre es más representativo que el valor del último día hábil.



	dic-16	dic-17	Diferencia
Inflación Nivel General (IV Trim Anualizado)	24,4	26,8	2,4
Ritmo Inflación Núcleo (IV Trim Anualizado)	23,1	18,5	-4,6
Inflación Regulados Observado 2017 y Estimado 2018	38,7	24,5	-14,2
Indice TCRM (Promedio IV Trim año previo)	90,2	87,9	-2,3
Tasa de Interés Real (fin del año previo)	3,9	10,5	6,6
Diferencia entre Ritmo Inflación Núcleo y Meta	6,1	3,5	-2,6

Finalmente en nuestro ejercicio comparativo hemos decidido incorporar una variable adicional, que es la brecha existente entre el ritmo de inflación núcleo y la meta de inflación planteada para los 12 meses siguientes. De esta manera queda claro que si bien la economía traía a fin de 2017 un ritmo de inflación mayor que al cierre de 2016, el mismo se explicaba por el aumento de tarifas de diciembre y que el ritmo de inflación núcleo era 4,6 puntos más bajo que al cierre de 2016.

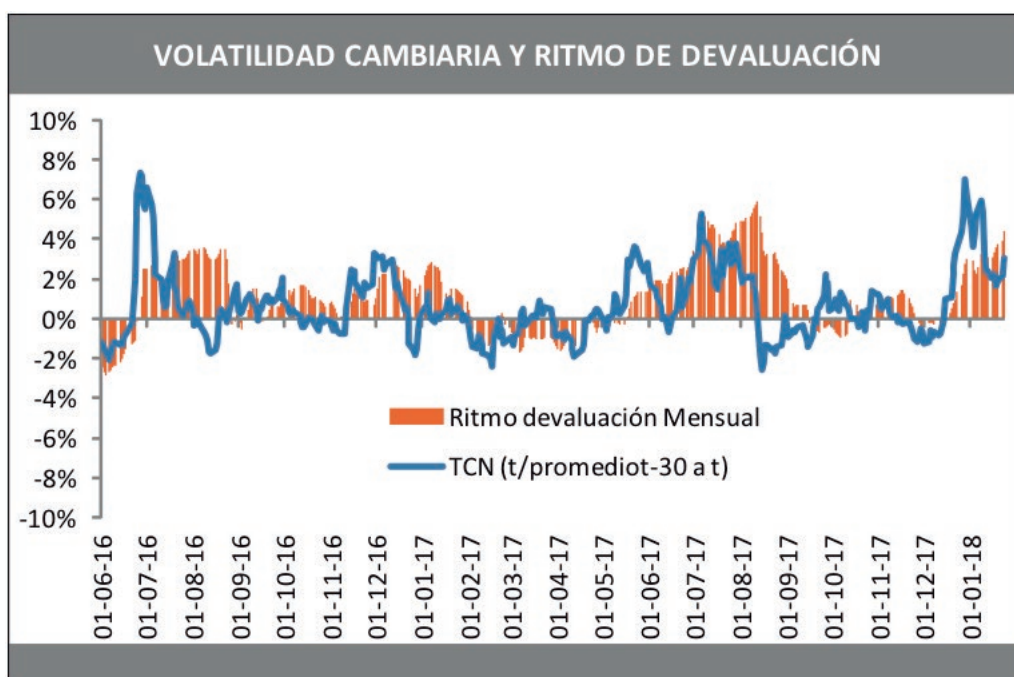
A su vez la economía se encontraba operando con una Tasa de Interés Real 6,6 puntos mayor y con el desafío de reducir el ritmo inflacionario (núcleo versus meta) también inferior al vigente a fines de 2016.

Estos datos nos llevan a concluir que la inflación de 2018 debería seguir una senda descendente, pero creemos que dado el punto de partida menos favorable de lo que plantea el BCRA la inflación final del año será mayor. Para eso tienen que ver dos efectos adicionales, una suba mayor a la esperada del tipo de cambio y un incremento en las tarifas (depreciación del peso mediante) que será mayor a la proyectada por el BCRA.

La otra conclusión relevante es que para las autoridades del BCRA todavía queda cierto margen de reducción de la Tasa Real de Interés y justamente ese consenso de una tasa decreciente es uno de los factores que está impactando en la evolución del tipo de cambio. Menores rendimientos en pesos desincentivan el ingreso de inversiones financieras, factor que se suma a una expectativa de cosecha menor por efecto de la sequía que está afectando a sectores productivos centrales.

Esto ha implicado que el tipo de cambio siga operando con niveles altos de volatilidad y con una tendencia creciente que no se observaba desde el proceso de las elecciones primarias de agosto de 2017.





El interrogante que surge en estos casos es si el tipo de cambio tiene margen para seguir creciendo o si en algún momento se puede dar una reversión como la de agosto o noviembre de 2017. Si la tendencia se mantuviera, la duda que surge es en qué momento el BCRA decide intervenir y ponerle un techo al dólar como ha hecho en otras oportunidades. Si los valores que se operan actualmente para fin de año en el mercado a futuro de tipo de cambio se concretasen el año cerraría con una devaluación entre el promedio de diciembre 2017 y el promedio de diciembre de 2018 del 30%. Eso implicaría un incremento de los precios del orden de 3 puntos de manera directa (por efecto pass through). Por lo tanto ese escenario implica un desafío mayor para el BCRA, dado que difícilmente con ese ritmo de devaluación sea cumplible la meta del año.

Por lo tanto creemos que si bien al BCRA le parece favorable la volatilidad, no lo favorece tanto de cara al cumplimiento de sus objetivos una devaluación tan pronunciada del tipo de cambio. Por lo tanto no vemos como imposible una eventual intervención. La duda que surge es si alcanza con una venta de divisas o si además debe trabajar sobre los incentivos, ralentizando la baja de las tasas de interés.

Por ahora vemos claro que las tasas de interés seguirán su senda descendente, pero probablemente lo haga a un ritmo menor al esperado

