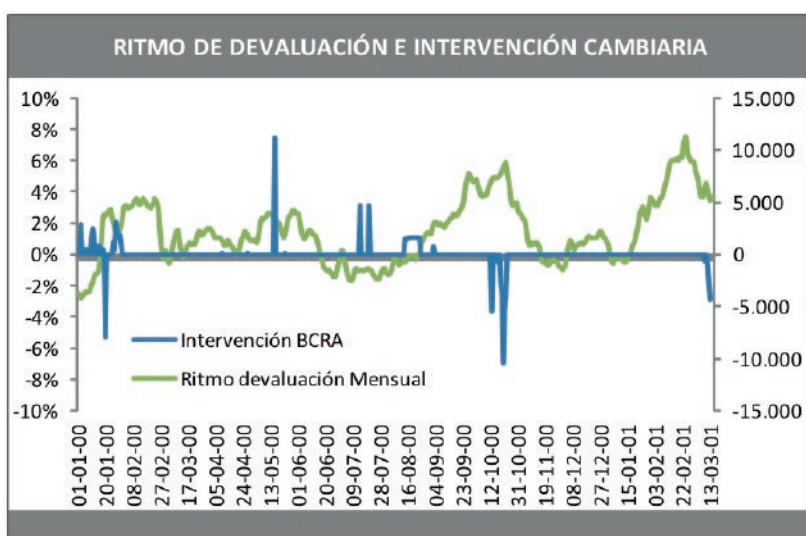


EL BCRA PREOCUPADO POR LA INFLACIÓN INTERVIENE EN EL MERCADO CAMBIARIO

Jueves 15 de marzo de 2018

En estos últimos días se han sumado tres datos nuevos que resultan claves para entender el razonamiento del BCRA de cara a los próximos meses. El BCRA volvió a intervenir en el mercado cambiario vendiendo divisas para estabilizar la cotización del peso. No lo hacía desde mediados de agosto de 2017, cuando decidió intervenir para frenar el impacto del ruido electoral sobre el mercado cambiario.



El segundo dato relevante es la explicación que dio el BCRA a esa intervención. La misma se produjo en el marco del Comunicado de Política Monetaria en el cual explicaban los motivos que habían llevado a sostener la tasa de interés de referencia en el mismo nivel. Básicamente los datos que anticipan la evolución de la inflación dan cuenta de una aceleración de la inflación núcleo que, entienden se originó en el traslado a precios de la devaluación. Justamente ese es el dato más importante, dado que hasta ahora siempre se había buscado minimizar la relación entre la devaluación y el ritmo inflacionario. Esto define un nuevo marco de análisis, dado que se entiende que habiendo recuperado nivel de Tipo de Cambio Real, el BCRA ahora priorizará reencausar las expectativas inflacionarias.

Es aquí donde aparece el tercer dato relevante, la inflación de febrero. Los precios aumentaron 2,4%, algo esperado por el aumento de tarifas, pero la inflación núcleo se ubicó en 2,1%, la cifra más alta desde abril de 2017. Es un quiebre en la tendencia de decrecimiento del ritmo inflacionario que se produce en el peor momento, porque se da en plenas negociaciones salariales.

En este marco, se entiende mejor la decisión del BCRA de sostener las tasas de interés y de intervenir en el mercado cambiario para evitar que una escalada del dólar complique aún más a la política antiinflacionaria.

Esta actitud del BCRA debería generar impacto sobre el mercado, porque deja claro que si bien se promueve una flotación limpia, si el equilibrio cambiario afecta a los precios internos, la autoridad monetaria está dispuesta a intervenir y aplacar expectativas de devaluación.

La duda que surge ahora es si estas señales son suficientes para compensar un mercado cambiario que no estaba encontrando el equilibrio. Para ello hay que tener en cuenta dos factores: el impacto de la sequía sobre el sector agropecuario y la estrategia de financiamiento definida por el Ministerio de Finanzas.

La sequía va a generar una merma sobre la oferta de divisas del sector agropecuario, que como comentáramos en informes anteriores, sólo en parte podría ser atenuada con la liquidación de stocks. El otro factor a tener en cuenta es la decisión del Ministerio de Finanzas de recurrir al mercado doméstico con colocaciones de deuda en pesos. Hasta ahora la mayoría de las operaciones eran dólares, que a su vez eran comprados por el BCRA generando emisión de pesos, pero sin pasar por el mercado cambiario. La decisión de captar pesos implica que el Ministerio de Finanzas estaría buscando captar parte de los fondos de privados que hoy se encuentran en Lebacs. Si ese fuera el caso, implicaría una expansión monetaria similar a la que se produciría por la venta de los dólares obtenidos al BCRA. Básicamente se estaría ante un escenario de menor nivel de Lebacs y menores reservas, pero con igual necesidad de esterilización. El punto es entender que aquellos pesos que absorbe el Tesoro serán inyectados en el circuito a través del gasto y allí deberán ser nuevamente esterilizados.

Al analizar estos factores vemos que estamos ante un nuevo escenario donde por cambio de expectativas (metas de inflación y sequía) el mercado cambiario entró en desequilibrio, afectando al nivel de precios y generando la intervención del BCRA. Bajo este contexto podríamos esperar que el BCRA siga interviniendo toda vez que entienda que el aumento del tipo de cambio pone en riesgo sus metas de inflación.

Para eso recurrimos a diferentes ejercicios teóricos que relacionan el ritmo de devaluación con el nivel de precios y dan como resultado que niveles de tipo de cambio para fin de año mayores a \$/u\$s 22 implicarían cerrar el año por arriba del 20% de inflación. Para evitar que eso suceda existen dos opciones para el BCRA:

SUBIR LA TASA DE INTERÉS

Para generar atractivos para el ingreso de capitales y por lo tanto generar oferta en el mercado cambiario y contener la cotización del dólar.

**SEGUIR
INTERVIENDO
PARA REGULAR
EL DÓLAR**

Esto le permitiría mantener contenido el tipo de cambio y evitar así un traslado a precios que complique aún más el cumplimiento de la meta de inflación.

Hasta ahora la elección había sido siempre intervenir mediante la tasa de interés, pero luego de la redefinición de las metas de inflación, entendemos que el camino que seguiría en los próximos meses sería el de intervenir en el mercado toda vez que sea necesario.

Si se trata de un proceso transitorio, podría cumplir el objetivo y evitar que se pierda por aumento de precios la mejoría del tipo de cambio real de las últimas semanas. En este escenario, la economía estaría funcionando con menores niveles de tasas reales de interés. Es que si se toma en cuenta la inflación núcleo promedio de los últimos tres meses (1,77%) y la tasa de Política Monetaria actual, la economía está operando con 7 puntos de tasa real, claramente por debajo de los 10,8 puntos del último trimestre de 2017.

La duda que surge es si controlando el tipo de cambio y con 7 puntos de tasa real será suficiente para atenuar las crecientes expectativas inflacionarias. Desde nuestra perspectiva, será clave que al menos alcance para que la inflación del año se ubique por debajo del 20%, y para ello es central lograr que el tipo de cambio de fin de año no supere los \$ 22 (25% de devaluación).

DINAMICA COMPARADA DE LA INFLACIÓN

Var% Mensual	I-17	II-17	III-17	IV-17	2017	ene-18	feb-18	3m
IPC NACIONAL	2,3%	1,7%	1,7%	2,0%	1,9%	1,8%	2,4%	2,4%
Núcleo	1,7%	1,7%	1,6%	1,4%	1,6%	1,5%	2,1%	1,77%
Estacionales	1,9%	1,0%	1,9%	1,5%	1,6%	2,7%	-0,7%	0,8%
Regulados	3,2%	1,9%	1,8%	4,1%	2,8%	2,1%	4,8%	5,3%
Tasa Política Monetaria (TPM)	1,9%	2,1%	2,2%	2,3%	2,1%	2,3%	2,2%	2,4%
Tasa Real TPM - Núcleo	0,2%	0,4%	0,6%	0,9%	0,5%	0,8%	0,1%	0,6%
Tasa Real Anualizada	2,8%	4,3%	7,3%	10,8%	6,3%	9,2%	1,6%	7,0%