

## NUEVOS LINEAMIENTOS DEL BCRA, EL FOCO EN AGREGADOS

11 de JULIO de 2018

**E**l Banco Central anunció una serie de medidas orientadas a lograr encauzar la política antiinflacionaria. La principal tiene que ver con la decisión de enfocar su accionar de manera simultánea en la Tasa de Interés y en el Nivel de Agregados Monetarios. Esta es una medida que luce poco ortodoxa desde el punto de vista teórico, pero que parece obedecer a las dificultades que ha tenido el BCRA para lograr controlar los precios solamente con la regulación de la tasa de interés como única herramienta.

Hasta ahora el mecanismo vigente era el de operar a través de la tasa de interés para de esa manera encarecer el dinero, desincentivar el crédito y absorber los pesos excedentes mediante la emisión de Lebacs. Este mecanismo que fue muy exitoso en la mayoría de los países que lo aplicaron no estaba dando resultados acordes en Argentina. En este caso puede haberse tratado de un problema de efectividad del instrumento en un escenario de baja monetización y otros factores inflacionarios todavía vigentes (Emisión monetaria, devaluación, etc). Es que dado el bajo grado de intermediación financiera, la fuerte expansión monetaria que se producía por otros canales (esencialmente emisión fiscal e intereses de Lebacs) y la debilidad cambiaria y su consiguiente traslado a precios, fueron debilitando cualquier esfuerzo por contener el ritmo inflacionario. Esta decisión del BCRA de poner el foco de manera conjunta en los agregados monetarios y en la tasa de interés se debe entender en el marco de un plan más amplio para contener los precios. Los principales esfuerzos se han centrado en:

### Cortar la Emisión Monetaria con Fines Fiscales:

- Este factor es central, porque elimina a la principal fuente de creación monetaria de los últimos años, ya que por ejemplo en 2017 se generó por este factor una expansión monetaria total de \$415.000 millones (entre Adelantos Transitorios, Transferencias de Utilidades y Compra de Divisas al Tesoro). Esta expansión más que duplica el crecimiento de la Base Monetaria.

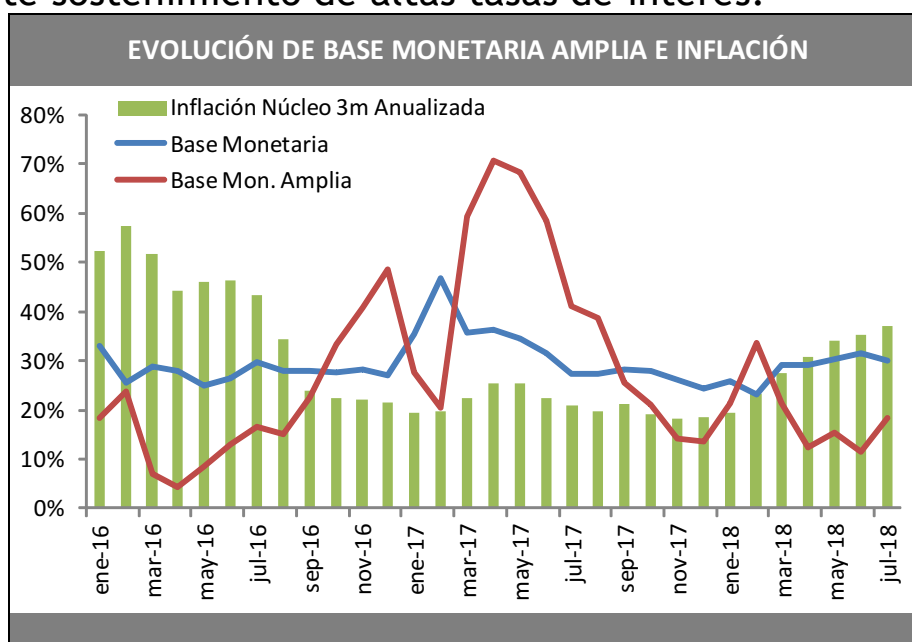
### Tratar de disminuir la Expansión Monetaria por Intereses de Lebac:

- En 2017 este rubro implicó una expansión total de casi \$260.000 millones, obligando al fuerte crecimiento del Stock de Lebac para esterilizar el impacto de esa emisión.

### Foco en Agregados Monetarios:

- Este última medida busca evitar tener que seguir subiendo la Tasa de Interés de Referencia y acortar la brecha entre las tasa de Lebac/ Pases y el resto de instrumentos (Badlar, Plazo fijo, etc). Es una manera de ampliar la cantidad de herramientas con la que cuenta el BCRA para lograr hacer efectiva su política antiinflacionaria.

El control de los agregados monetarios ya había quedado implícito en el Acuerdo con el FMI, ya que allí se limitaban los Activos Domésticos Netos (definidos como la diferencia entre la Base Monetaria y las Reservas Internacionales Netas). Por eso este cambio presentado clarifica un poco más la visión de las nuevas autoridades sobre la política antiinflacionaria, pero no cambia las expectativas a futuro que siguen siendo las de una economía con menores niveles de expansión monetaria, menor liquidez y consiguiente sostenimiento de altas tasas de interés.



A su vez el BCRA anunció su intención de realizar el seguimiento de los agregados monetarios a través del nivel de la Base Monetaria Amplia, que definió como la Base Monetaria más los Stocks de Pases (netos) Leliqs y Lebacs en poder de Bancos. Esta definición incorpora los excesos de liquidez de la banca, que justamente han sido en parte los responsables de la falta de eficiencia de la tasa de interés como instrumento de política antiinflacionaria, dado que con esos niveles de liquidez excedente nunca han necesitado presionar sobre los niveles de tasas pasivas y hacer extensiva de esa manera los aumentos de tasas a los inversores más pequeños.

En definitiva, los cambios que se han ido produciendo buscan ganar efectividad en la política antiinflacionaria e implican una ya esperada reducción de la liquidez de mediano plazo.