

## EL BCRA Y LA NECESIDAD DE RECALIBRAR

25 de JULIO 2019

**El BCRA anunció esta semana un cambio en la manera de medir la meta de Base Monetaria de julio. Pasó de plantear una meta mensual a medirlo de manera bimestral para el período julio-agosto. Esta decisión que tomada ya avanzado el mes de julio genera un doble análisis: Por un lado, la sensación negativa generado por un cambio sobre la marcha con el objetivo de cumplir una meta monetaria que si no hubiera sido complicado de lograr. Como aspecto positivo, que el BCRA se mantiene atento y coordinado con el FMI para ajustar una política monetaria estricta y no suficientemente bien calibrada todavía.**

A nuestro entender, es negativo que se tengan que tomar decisiones sobre la marcha, porque genera una sensación de inestabilidad y falta de previsión significativa aunque por otro lado entendemos que las decisiones planteadas son correctas y que debieron haber sido previstas así desde un principio. En un contexto como el actual, con alta volatilidad nominal de las variables y con una demanda real de dinero que se encuentra en mínimos históricos, al BCRA se le ha hecho difícil anticipar los movimientos de los agregados monetarios para calibrar correctamente su política monetaria.

Para entender mejor, resulta conveniente repasar cuáles han sido los cambios aplicados:

- o **Integración bimestral de encajes:** La primera decisión fue aceptar que los bancos integraran los encajes de manera bimestral para el período julio-agosto (19 de junio). Con esa decisión se buscaba atenuar el impacto del salto estacional de la demanda de efectivo sobre los encajes. Habitualmente en julio, por el pago de

aguinaldos y vacaciones, sube la necesidad de efectivo de parte del público. Eso genera que los bancos deben contar con mayores niveles de efectivo en sus sucursales. Esta medida los ayuda a compensar esa mayor necesidad de efectivo con un ajuste de la integración de encajes en el BCRA. Esto quita presión sobre la liquidez de ellos bancos y ayudaba al BCRA a tener menor presión para cumplir con la meta monetaria.

- o **Baja de 3 puntos de los encajes no remunerados:** Se decidió bajar los encajes no remunerados, de manera de generar una retracción de la Base Monetaria que ayudara a cumplir de manera holgada la meta monetaria y se achicara la brecha entre la tasa de liquidez y las tasas pasivas. Pero esto implicaba una relajación de \$45.000 de la meta monetaria.
- o **Disminución gradual de la meta de base monetaria (ago-oct):** Para compensar la relajación monetaria de la baja de encajes se decidió dejar que ese ajuste sea transitorio y corregirlo en los meses siguientes con una reducción gradual de la meta de Base Monetaria. De esta manera la flexibilización de \$45.000 se compensaría con tres ajustes mensuales sucesivos de \$15.000 de la meta de BM a realizarse entre agosto y octubre.

Estas medidas no fueron suficientes, porque se conjugó la estacionalidad con el efecto distorsivo de las elecciones primarias de agosto. Los bancos en vez de liberar liquidez en julio ajustaron aún más su posición, sobrecumpliendo el encaje. El objetivo ha sido el de generar en estos días un colchón de encajes y liberar liquidez para el período electoral, cubriéndose de posibles fluctuaciones en los depósitos.

Frente a esto los bancos anticiparon los encajes complicando al BCRA en su objetivo de cumplir la meta de BM, por eso se generaron nuevas definiciones esta semana:

- **Aumento de 3 puntos de los encajes remunerados:** Se revirtió la baja de encajes que se había generado anteriormente, pero a integrar con Leliqs. De esa manera el BCRA buscó aumentar la demanda de Leliqs y favorecer el pago de tasas de interés pasivas más altas, porque el encaje de 3 puntos remunerado al 58% de Leliqs les permite a los bancos pagar en torno a 1,5 puntos adicionales por sus depósitos a plazo.
- **Medición bimestral de la meta de Base Monetaria:** Como estas medidas parecían no ser suficientes para cumplir la meta de BM y no querían presionar hacia una mayor suba de la tasa de Leliqs o acotar aún más la liquidez de los bancos, decidieron alinear la meta de BM con la de encajes. De esta manera pasaron la meta de cumplimiento mensual (jul-09) a bimestral (promedio julio-agosto).
- **Extender 15 días la tasa mínima del 58% para las Leliqs:** La última decisión estuvo asociada a la necesidad de sostener las tasas pasivas en las semanas previas a las elecciones primarias. Para eso extendió hasta mediados de agosto la tasa mínima de las Leliqs. Con esa decisión se buscó generar las condiciones para que los bancos paguen tasas más altas por los depósitos.

Tasas % Anuales	IV-18	I-19	abr-19	may-19	jun-19	jul-19
<b>Inflación Ajustada (mes)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
<b>TASA LELIQ</b>	<b>65,0</b>	<b>55,8</b>	<b>68,5</b>	<b>71,8</b>	<b>66,8</b>	<b>58,8</b>
Leliq Real	20,2	10,2	27,7	34,6	34,4	26,4
TM 20	53,3	43,4	51,7	55,2	54,7	50,3
TM 20 Real	8,5	-2,2	10,9	18,0	22,3	17,9
Badlar	50,2	41,7	48,7	52,6	50,9	48,0
Badlar Real	5,4	-3,9	7,9	15,4	18,5	15,6
TM 20 / Leliq	82,5%	78,3%	75,5%	76,8%	81,9%	85,6%
Badlar / Leliq	77,6%	75,2%	71,1%	73,2%	76,2%	81,7%
Badlar vs. Leliq	-14,8	-14,1	-19,8	-19,2	-15,9	-10,7

Las decisiones tomadas han servido para sostener la tasa de Leliqs en torno a 58/59% y elevar la tasa pasiva, achicando la brecha entre Leliqs y Badlar. Esa brecha que llegó a estar cerca de los 20 puntos, en la actualidad se ubica en torno al 11%. Con esto lo que se busca es asegurar una tasa real positiva para los inversores y sostener así el atractivo para los inversores y la calma en el mercado cambiario.

Estos niveles de tasas y el comportamiento del mercado cambiario confirman que el BCRA, a pesar de la señal negativa de tantos cambios normativos, por ahora ha logrado cumplir con sus objetivos y ha sido avalado por el FMI.

Esta estrategia del BCRA se mantendrá al menos hasta las elecciones primarias, aunque es probable que se mantenga posteriormente, ajustando las tasas de interés a las expectativas del mercado.