

25 de enero de 2019

Programa Monetario: Dólar y Tasa

En esta oportunidad resumimos los principales puntos del informe ([ver acá](#)) y conferencia de prensa ([ver acá](#)) de Política Monetaria del BCRA durante esta semana. Como solemos destacar, para tomar decisiones de inversión es muy importante comprender la forma de pensar y accionar de los hacedores de política monetaria. Primero tengo que entender lo que quieren hacer y recién luego analizar los posibles resultados de las políticas elegidas. En un reciente informe compartí mi percepción sobre el accionar del BCRA ([ver acá a partir de la página 8](#)). En las siguientes líneas simplemente intentaremos comprender la postura del Banco Central, clave para comprender lo que viene.

La cúpula del BCRA muestra una gran satisfacción, pero al mismo tiempo una gran cautela, con los resultados del nuevo programa monetario. Recordemos que el nuevo esquema (y autoridades) comenzó en octubre. En la presentación del esquema para participantes del sistema financiero, un lunes por la mañana, casi todas las preguntas estaban enfocadas al potencial accionar del BCRA en el techo de la banda (en ese momento estaba arriba de 40) y a cómo iba a poder mantener constante la base monetaria cuando todavía restaban desarmar parte del stock de lebac. Casi cuatro meses después, estamos discutiendo como defender el piso de la banda y cuanto más rápido debería bajar la tasa dado el cumplimiento de las metas monetarias pautadas.

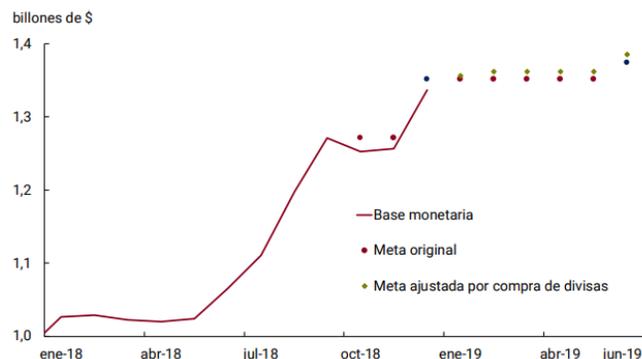
Si al momento de lanzar el esquema nos preguntábamos cual era el mejor escenario posible para los primeros meses, creo que no distaba mucho del escenario actual. Cumplimiento de las metas, tipo de cambio en el piso de la banda, tasa bajando 15 puntos, stock de leliq cayendo como porcentaje de las reservas y el PBI. Claramente lejos de descorchar champagne, pero por suerte también lejos de ver el espiral dólar e inflación sin control (en la segunda ronda devaluatoria las mediciones semanales de inflación superaron el 3%, anualizada arriba del 300%) y consiguiente salida de depósitos.

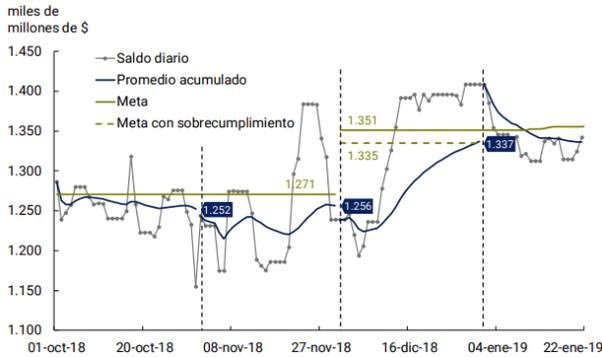
Las autoridades dejaron esto muy claro en la conferencia de prensa. Se va a requerir mucho tiempo para bajar la inflación. En el mismo sentido,

para bajar la tasa esperarán no sólo una caída en la inflación, sino también una reducción en la volatilidad de la misma. A continuación, detallamos una serie de gráficos propios del BCRA que prueban su paciencia a la hora de bajar la tasa.

El BCRA viene cumpliendo con el esquema pautado. Lo que en mi opinión, ya es todo un punto. Mantener la base constante con desarme de lebac y mediciones de inflación entre 2.5%-6% no es poca cosa. El próximo mes, probablemente cumplir con la meta implique un sesgo menos contractivo por una serie de factores.

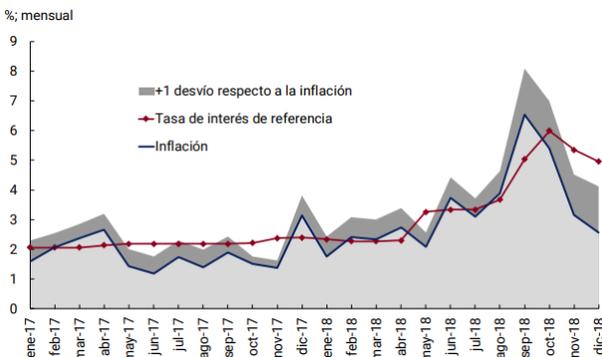
En primer lugar, por la caída estacional en la demanda de pesos. Febrero es un mes de menor demanda de moneda local en relación a diciembre y enero, con lo cual, esto puede llevar a que las tasas puedan continuar bajando. De hecho, el aumento estacional de base de diciembre por parte del BCRA pareció ser muy exigente, fue el único mes donde la autoridad monetaria no pudo bajar la tasa. El segundo punto son las compras de divisas por parte del Central. La autoridad monetaria puede comprar divisas por hasta el equivalente al 2% de la base monetaria. Mientras el tipo de cambio se ubique por debajo de la banda inferior, la meta sube un pequeño escalón (ver gráfico) relajando la presión sobre las tasas. La tercera, es que a partir de febrero los requisitos de efectivo mínimo se van reduciendo a medida que aumenta el plazo de los depósitos. Si bien el efecto preciso de estos factores sobre la tasa son difíciles de medir, van todos en una misma dirección, facilitar la baja gradual de tasas.





Fuente: Informe de Política Monetaria. Enero de 2019.

Durante la conferencia en varias oportunidades el Vicepresidente del BCRA llamó a la paciencia y la prudencia. La política monetaria opera con rezagos, con lo cual, la tarea de reducir la inflación será muy larga. Es más, se dio una mención especial a los aumentos en los precios relativos. Reconoció que las mediciones de inflación de los próximos meses seguirán altas dado el cronograma de aumentos en los precios regulados. El incremento de tarifas se concentrará en la primera parte de 2019, poniendo un piso a las subas del nivel general de precios de los próximos meses. El BCRA calcula que las actualizaciones de las tarifas de gas, electricidad, agua y transporte aportarían aproximadamente 4 p.p. en la primera mitad de año. Con lo cual, seguramente veremos un manejo de tasas muy prudente dado que las mediciones continuarán por arriba del 2%, por lo menos en el primer semestre.

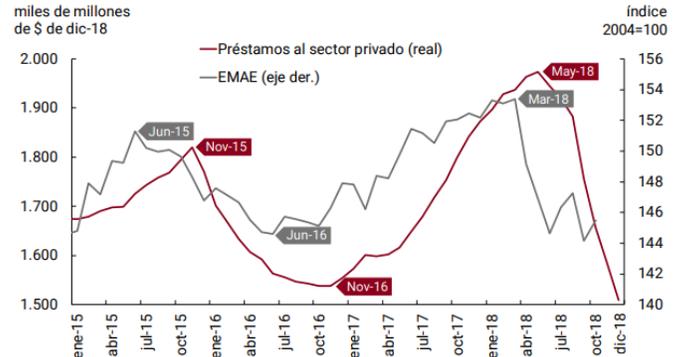


Fuente: Informe de Política Monetaria. Enero de 2019.

Hay otras tres cuestiones que el BCRA suele remarcar en sus conferencias e informes que dejan en claro que no tiene apuro en bajar las tasas.

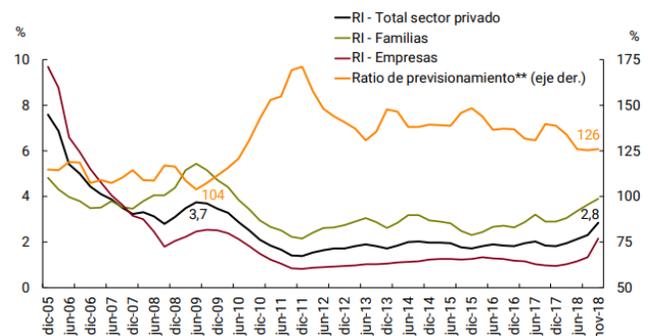
La primera es el crédito. En la mente de las autoridades del Banco (gráfico a continuación) la causalidad va de actividad a demanda de crédito y no al revés. Con lo cual, la demanda de crédito se

va a reponer cuando la economía comience a empujar nuevamente. Una caída de la tasa no formará nueva demanda de crédito mientras la economía se mantenga en recesión. También suelen remarcar que debido a la poca profundidad financiera de nuestro país, los efectos de la tasa en la actividad son menores en otras economías de la región.



Fuente: Informe de Política Monetaria. Enero de 2019.

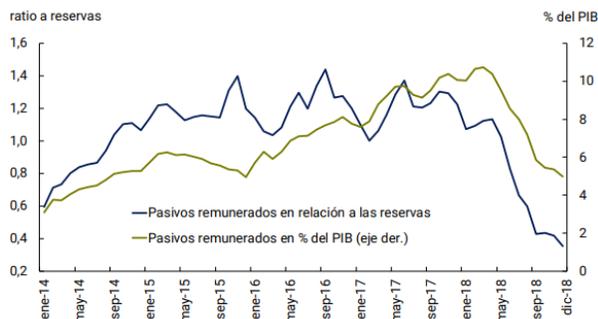
La segunda cuestión es que la morosidad en la cartera de crédito de los bancos se mantiene acotada y con niveles de provisiones muy altos a pesar de la suba en el costo del dinero y la recesión. Con los datos a noviembre, la morosidad del crédito al sector privado aumentó levemente hasta representar 2,8% de la cartera total, niveles más que prudentes. El ratio de irregularidad de los créditos a las empresas se ubicó en 2,2%, mientras que el de los créditos a las familias alcanzó 3,9%. Las provisiones contables del sistema financiero representaron 126% de la cartera en situación irregular del sector privado. El sistema financiero continúa saludable.



Fuente: Informe de Política Monetaria. Enero de 2019.

La tercera cuestión es la sostenibilidad del régimen en términos patrimoniales para el BCRA. Como solemos mencionar, en línea con la visión del Banco Central, la devaluación licuó brutalmente los

pasivos remunerados del BCRA (lebacs, leliqs y pases pasivos). No es momento de preocuparse por la bomba de las leliqs. Como se puede ver en el gráfico a continuación, tanto como proporción del PBI como de las reservas, los pasivos monetarios están en los mínimos en bastante tiempo.



Fuente: Informe de Política Monetaria. Enero de 2019.

En conclusión, creo que el BCRA será prudente en su accionar y continuará bajando la tasa lenta pero consistentemente. A partir de febrero, por las cuestiones señaladas, tendrá margen para ir un poco más rápido que en enero, pero siempre dentro del libretto de la prudencia.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe