

EL AJUSTE SILENCIOSO DEL BANCO CENTRAL

Desde finales del año pasado, el BCRA comenzó a absorber pesos del mercado a través de distintos mecanismos. Y los efectos estabilizadores empezaron a dar resultado. Sin embargo, aún se está lejos de estabilizar la tasa de inflación y, si bien la brecha cambiaria se redujo, sigue siendo elevada. Cuáles serán las características de la política monetaria en los próximos meses es un interrogante clave, en un escenario marcado por el rebote de la actividad, la cercanía de las elecciones legislativas y los efectos de una “segunda ola” de la pandemia sobre el frágil andamiaje macroeconómico.

- El Banco Central mantiene inalterada su “política del silencio”, sin comunicación explícita de su estrategia monetaria. Sin embargo, en los últimos meses hizo cambios sustanciales que merecen destacarse. En particular, desde octubre la tasa de crecimiento de los agregados monetarios relevantes cae, convergiendo a niveles razonables: la base monetaria evidencia una sostenida desaceleración, pasando de crecer 77% interanual en agosto de 2020 al 39% en febrero de este año (7 puntos por debajo de la inflación anualizada).
- Estos cambios en la política monetaria, junto con una mayor astringencia fiscal, explican parte del “veranito cambiario”. Es por ello que -al 26 de marzo- las reservas internacionales aumentaron en U\$S 152 millones en lo que va del año y la brecha cambiaria se mantiene estabilizada en el 60%. El menor crecimiento de los agregados permite retirar del mercado una parte de los excesos de liquidez y reducir el financiamiento monetario, corriente y esperado, lo que a la vez aumenta el control sobre la cantidad de dinero. A su vez, logra estabilizar la brecha a través de las ventas del BCRA en el mercado de bonos y descomprimir el mercado de futuros, llevando la expectativa de devaluación implícita a niveles similares a los de la pauta presupuestaria.
- Hacia adelante vemos un frente mixto. Por un lado, las tenencias de bonos del BCRA no han cambiado, lo que sigue garantizando su “poder de fuego” para intervenir en los dólares financieros (MEP y CCL). La tenencia nominal de bonos de la autoridad monetaria incluso aumentó desde U\$S 11.600 millones a fines de 2020 a U\$S 12.900 millones en febrero. Se trata de un monto significativo teniendo en cuenta que el contado con liquidación opera alrededor de U\$S 400 millones mensuales.

- En paralelo, las ventas de dólar futuro del BCRA -como mecanismo de intervención y control del tipo de cambio-, venían provocando un efecto monetario contractivo dado que, en virtud de las bajas en las cotizaciones, el BCRA cobraba y retiraba pesos del mercado. Sin embargo, esta estrategia de absorción monetaria encontró un límite, a raíz de que los futuros ya alcanzaron un piso, limitando la continuidad de la contracción monetaria por el lado de las operaciones a término.
-

- El déficit primario de este año tiene un “final abierto”, y las declaraciones del ministro Guzmán sobre su nivel esperado (4,2% del PBI) y financiamiento monetario (3,5% del PBI) no son alentadoras a la hora de predecir las transferencias desde el BCRA hacia al Tesoro, algo que se evidenció en marzo de este año cuando reaparecieron.

MENOR PRESIÓN MONETARIA

- La desaceleración del crecimiento de la base monetaria y la consecuente menor presión sobre el dólar se debe principalmente a la reacción del Banco Central a partir del salto de la brecha en octubre pasado. Desde entonces se congelaron los encajes bancarios en torno al 30% promedio de modo de reducir la liquidez. Durante la pandemia, con el objetivo de generar incentivos para que las entidades aumentaran sus líneas de crédito, los encajes bajaban ante el otorgamiento de nuevos créditos, inyectando liquidez en forma automática a los bancos cuando lo requerían.
-

- El nuevo esquema de encajes impactó en un control directo de las autoridades sobre los agregados amplios, a través de la base monetaria. Desde entonces, el M2 Privado sobre PBI (que incluye depósitos a la vista -cuentas corrientes y cajas de ahorro- además de circulante) aceleró su convergencia a niveles de 2012, al ubicarse en el 11,7% del PBI en febrero de 2021. Una referencia válida porque también era un año donde había cepo, tasas de interés reales negativas y un tipo de cambio real competitivo.
-

- A la par, el BCRA también llevó adelante otras medidas para contraer la base monetaria. Recordemos que la necesidad de financiar el déficit fiscal -por los efectos de la pandemia- implicó transferencias y adelantos al Tesoro por \$ 1,4 billones desde mayo 2020, un 56% de la base monetaria actual. Sin embargo, gracias a la esterilización, la expansión a marzo de este año fue de sólo \$ 587.000 millones (+31% respecto de un año atrás).
-

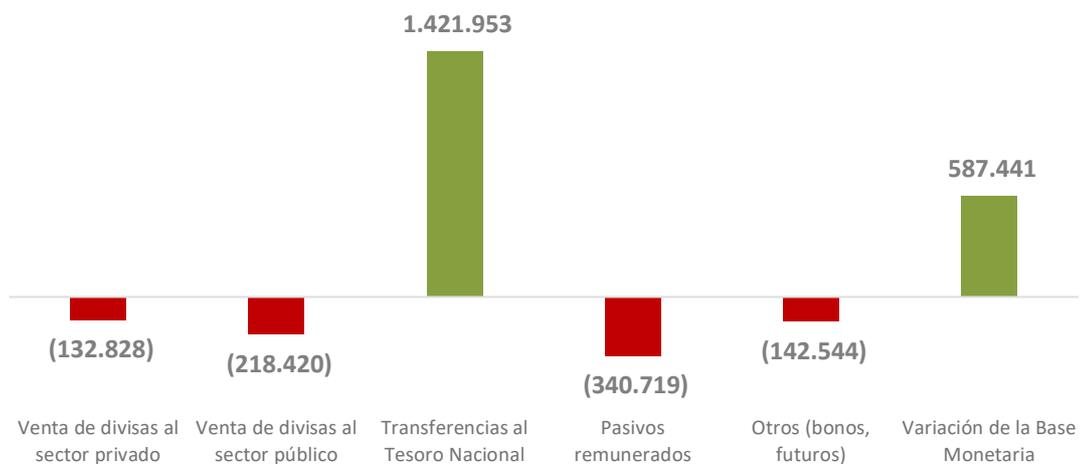
- ¿Qué factores permitieron esta contracción en la base monetaria desde mayo de 2020 hasta hoy? Veamos:

- a) Las ventas de divisas al sector privado y público, que significaron una reducción de \$ 133.000 millones y de \$ 218.000 millones, respectivamente.
- b) La emisión de pasivos remunerados, Leliq y pases principalmente, que absorbió \$ 341.000 millones. Cabe destacar que, al 22 de marzo, el stock de pasivos remunerados del BCRA totaliza \$ 3,2 billones, superando en un 21,6% a la base monetaria y representando en paralelo el 85,8% de las reservas brutas a la fecha.

- c) Una partida residual que implicó una contracción de \$ 143.000 millones. Esta cuenta tiene principalmente dos componentes: el procedente de las operaciones de mercado abierto con títulos públicos y de las operaciones a término con futuros. El BCRA vende bonos en dólares contra pesos para estabilizar la brecha y, al mismo tiempo, vende futuros para contener la presión sobre el dólar oficial. La primera operación es contractiva y la segunda expansiva, esto último dado exclusivamente por el alza de los futuros durante 2020.

EL TRABAJO FINO DEL CENTRAL

Factores de explicación de la Base Monetaria
(May-2020 / 19-03-2021) - En millones de pesos

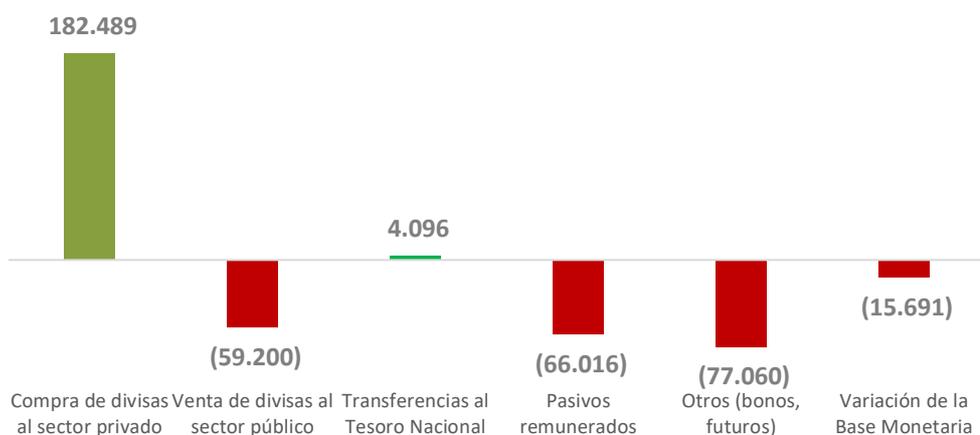


Fuente: Analytica en base a BCRA.

- Sin embargo, este comportamiento del Banco Central cambia sustancialmente a partir de 2021, permitiendo una leve contracción de la base monetaria en el año, de \$ 15,600 millones. En particular, la autoridad monetaria.
 - a) Pasa de vender a comprar divisas, generando una expansión de la base monetaria: por ejemplo, mientras a lo largo de 2020 el ente monetario promedió ventas por unos U\$S 17 millones diarios, el acumulado al 18 de marzo registra compras diarias por U\$S 39 millones.
 - b) Las operaciones entre el Tesoro y el Central pasan a ser contractivas, implicando cancelaciones netas de deuda. Esto se revirtió incipientemente a comienzos de marzo, con el giro de nuevos adelantos transitorios al Tesoro.
 - c) La partida “otros” también es contractiva, debido principalmente a la caída en los futuros sobre una posición neta vendida.

LA BASE MONETARIA EN 2021

Factores de explicación de la Base Monetaria
(Ene-2021 / 19-03-2021) - En millones de pesos



Fuente: Analytica en base a BCRA.

- Si bien la absorción de liquidez por parte del BCRA y obviamente los mejores precios de la soja y otros productos del agro redundan en una mejora de la oferta en el mercado de cambios, durante el primer bimestre el sector de oleaginosas y cereales aportó U\$S 4.166 millones netos (70% más que un año atrás), también debe mencionarse que la demanda de divisas está condicionada por las dificultades de acceso a los dólares que manifiestan varios sectores, como por ejemplo el automotriz y el de maquinaria agrícola.
- Esta lógica le ha permitido hasta ahora al BCRA no aumentar las tasas de interés: así, la tasa de política monetaria se mantiene congelada en 38% desde noviembre 2020; por su parte, la de plazos fijos minoristas aumentó apenas del 34% al 36%. La política de tasas reales negativas parece no estar en discusión en el equipo económico. Sin embargo, si la inflación no muestra alguna tendencia, aunque leve, a la baja podría esperarse una política monetaria más contractiva mediante aumentos en las tasas de interés. De este modo, se generarían incentivos para mantenerse en pesos, disminuyendo la presión sobre el dólar. Sin embargo, en forma opuesta, una mayor tasa restaría posibilidades a la recuperación de la actividad, a través del encarecimiento del crédito, en particular para el segmento pyme.