

30 de septiembre de 2016

BCRA: Cambios en los mecanismos de intervención

Las nuevas autoridades del Banco Central han decidido cambiar el diseño de política monetaria e implementar formalmente un régimen de metas de inflación. En el *Resumen* de hoy simplemente describimos el nuevo esquema, dejando el análisis para otra ocasión.

Un poco de historia reciente. Durante los 12 años del Kirchnerismo la política monetaria fue mutando formidablemente. El primer presidente del BCRA bajo el mandato de Kirchner fue (increíblemente) Prat Gay, nombrado previamente por Duhalde. Durante esta etapa el Banco Central tuvo como prioridad normalizar la política monetaria, cambiaria y financiera luego del colapso de la convertibilidad. Cuando en 2004 la economía ya encontraba cierta estabilidad, la idea del actual Ministro era avanzar hacia un régimen de metas de inflación. Los rumores dicen que las diferencias con Lavagna y el Presidente, que pretendían un esquema de tipo de cambio competitivo, motivaron la salida de Prat Gay del Banco.

En 2004 asume Redrado e implementa un régimen de metas cuantitativas para el crecimiento de los agregados monetarios, que de facto funcionaba como un esquema que defendía un tipo de cambio alto, básicamente el BCRA hacia todo lo posible para la apreciación cambiaria. Esta política se mantuvo aproximadamente hasta la crisis del 2009, funcionando de forma adecuada en un contexto de disciplina fiscal. A medida que esta se fue perdiendo y el rojo de las cuentas públicas comenzó a crecer a grandes pasos, sostener el tipo de cambio real en un nivel débil se tornó prácticamente imposible.

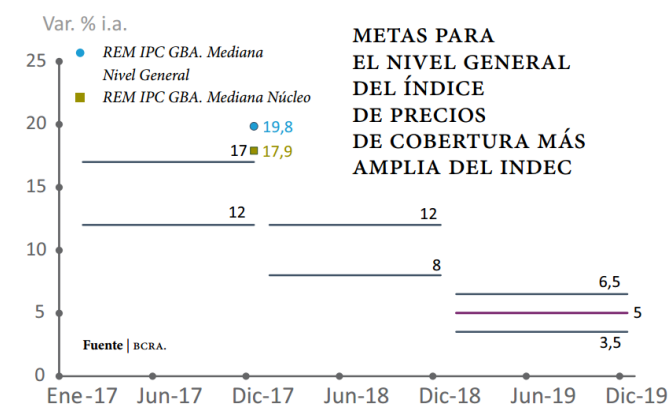
Durante la última etapa, que se inicia aproximadamente en 2010, el BCRA contó con tres Presidentes diferentes y actuó básicamente como caja de pesos y dólares del Tesoro. Bajo esta dominancia a las necesidades fiscales, la política monetaria no tuvo mucho que hacer. El resto es conocido, abrupto atraso cambiario, crecimiento de la cantidad de dinero muy por encima de la inflación pasada, tasas de interés

negativas, pérdida de reservas y cepos. Quizás la única política que mostró cierta consistencia y perduró todos estos años fue la regulación prudencial del sistema financiero.

Una nueva etapa: Metas de Inflación

Las nuevas autoridades del Banco Central anunciaron la convergencia hacia un régimen de metas de inflación al momento de asumir. Producto de los desajustes monetarios heredados, la devaluación, la corrección tarifaria y el regalo de los contratos de futuros, la implementación formal se anunció recién esta semana. En estos esquemas, el principal instrumento es la tasa de interés y el objetivo prioritario la inflación. Se elige una meta de inflación para un periodo futuro determinado (suele ser por año calendario) con un margen de error (o lo que se denomina banda).

Con respecto al índice utilizado como referencia, por el momento será el AMBA del INDEC que cubre cerca del 40% del territorio nacional. El índice será reemplazado automáticamente cuando el INDEC publique otro con cobertura más amplia. Vale aclarar que el BCRA tomará el índice general (que contiene los aumentos tarifarios) y no el núcleo. En el gráfico se detallan las muy ambiciosas metas propuestas por el BCRA para los próximos tres años.



Fuentes: [Presentación BCRA](#).

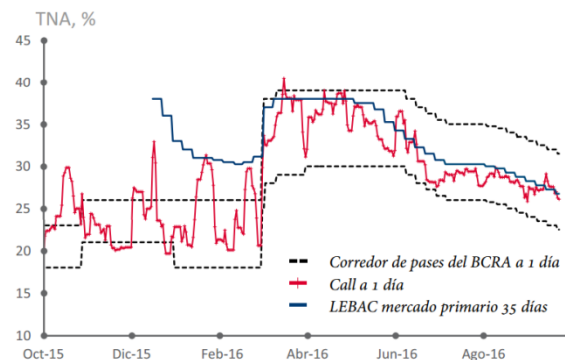
En teoría estos esquemas buscan ofrecer una unidad de valor previsible y estable para facilitar la coordinación entre los actores de la economía. Se basan fuertemente en la independencia del Banco Central para el manejo de los instrumentos de política monetaria, principalmente la tasa de interés pero también mediante el canal de las

expectativas, por eso el fuerte hincapié en el factor credibilidad.

A partir de la década del 90 un número creciente de países comenzaron a implementar metas de inflación en todo el mundo, incluyendo gran parte de Latinoamérica. Si bien la adopción de estos programas efectivamente sirvió para reducir la inflación en los países donde se adoptó, evaluar el éxito o fracaso requiere un análisis bastante más amplio. En el mundo encontramos experiencias exitosas (Chile o Israel) y otras que distan bastante de serlo (Brasil). Si vamos a bajar la inflación con la receta Carioca (enorme atraso cambiario, entradas de capitales de corto plazo y muy poca disciplina fiscal), el horizonte no es muy esperanzador. Como prometimos, dejamos el análisis para otra ocasión.

El instrumento: Tasa de pases a 7 días

Desde principios de este año el BCRA utiliza como referencia la tasa de las lebac a 35 días. Los días martes, cuando decide la cantidad de letras a renovar/emitir del día siguiente, establece una tasa de corte que luego el mercado utiliza como referencia. A partir de enero de 2017 el Banco Central reemplazará como tasa de referencia a las lebac por la tasa de pases a 7 días. Al mismo tiempo, comenzará a licitar lebac de forma mensual el tercer miércoles de cada mes. Con lo cual, tendremos sólo 9 letras (desde 35 a 252 días) con mayor mercado secundario y liquidez. Tendremos menos licitaciones primarias pero seguramente más mercado.



Fuentes: [Presentación BCRA](#).

Con respecto al mercado de pases, vale remarcar que es prácticamente interbancario y cuenta con mucha liquidez. Un pase es una repo, una venta de un título con acuerdo de recompra, un

mecanismo muy utilizado de préstamos y colocaciones garantizadas de corto plazo. En la rueda de pases operan los bancos entre sí y también puede intervenir el Banco Central. La autoridad monetaria suele establecer un corredor de pases (piso y techo) e interviene en el mercado para evitar que la tasa se desvíe lo menos posible del objetivo buscado.

Más allá de la instrumentación, al final del día el nuevo esquema ganará credibilidad si se alcanzan las metas propuestas, obviamente considerando también los costos. La inflación esperada por el mercado (REM y Consensus Economics) todavía se ubica por encima de la meta. Más aún, la colocación del Tesoro de ayer a tasa fija al 18.2% a 5 años también pone en evidencia que las expectativas se ubican varios puntos arriba del objetivo del BCRA. El tiempo dirá.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe