

INFORME ECONÓMICO SEMANAL N° 542

- BUENOS AIRES, 6 DE ENERO DE 2006 -

El BCRA presentó el Programa 2006

Los múltiples desafíos de la política monetaria

-
- 
- ✓ El Programa Monetario 2006 enfatiza la necesidad de un ajuste moderadamente contractivo, explicitando la profundización de la política monetaria que el Central viene ejecutando desde comienzos de 2005.
 - ✓ El BCRA enfrenta importantes desafíos, en virtud de las tensiones que pueden surgir entre sus múltiples objetivos de política económica. Entre ellos, debe realizar un importante aporte para contener las expectativas de inflación. Según los cálculos de **Ecolatina**, el IPC aumentará 12% en 2006.
 - ✓ A partir de 2006, la variable a seguir no será la base monetaria sino M2, como consecuencia de la progresiva importancia que adquiere el crédito en la economía. Además, se generan relaciones más previsibles entre la evolución del agregado monetario, el nivel de actividad y los precios, aunque su control es más complejo.
 - ✓ Dado que el BCRA buscará aumentar las reservas, deberá esterilizar el incremento en la cantidad de dinero para prevenir presiones inflacionarias. Teniendo en cuenta que el crédito representa menos de 10% del PBI, la suba de las tasas de interés no parece un instrumento adecuado, dado que debería ser muy elevada para lograr que el canal monetario restrinja la demanda. Además, dada la necesidad de estimular la inversión, un aumento brusco de las tasas es una señal negativa.
 - ✓ Por tanto, aunque es natural que las tasas vayan confluyendo al terreno positivo, esto debe darse a través de menores expectativas de inflación y no convalidando subas en las tasas porque los costos son muy claros y los beneficios muy difusos. Este objetivo es una etapa del proceso que culminaría con la utilización de una tasa de interés de referencia como instrumento principal para regular la liquidez.
 - ✓ Otro punto central es el reconocimiento explícito por parte del BCRA de la necesidad de instrumentar su política en forma consistente con los objetivos del programa económico del Gobierno.
 - ✓ **Ecolatina** considera que la política monetaria – con las limitaciones que presenta en el caso argentino – no constituye un instrumento aislado, sino que debe ser utilizada de manera coordinada con otros elementos “macro” (ahorro fiscal y política salarial equilibrada) y “micro” (acuerdos de precios y política de competencia).
 - ✓ Asimismo, según las proyecciones de **Ecolatina** el sistema financiero, los depósitos privados crecerán 21%, mientras que los préstamos al sector privado aumentarán 31%.
-



El Programa Monetario 2006 explicita el cambio de sesgo de la política monetaria que el Central viene ejecutando desde comienzos de 2005, enfatizando la necesidad de un ajuste contractivo.

Este giro representa un desafío para la autoridad monetaria en virtud de los múltiples objetivos que persigue, en un escenario económico más complejo que en años anteriores.

Durante 2005 la base monetaria se redujo 6,2% en términos reales. El principal factor de expansión nominal fue la compra de dólares del superávit comercial y el ingreso de capitales.

Un escenario más complejo

El Programa Monetario 2006, recientemente presentado ante el Congreso, **explicita el cambio de sesgo de la política que el BCRA viene ejecutando desde comienzos del año pasado, aunque enfatiza la necesidad de un ajuste ligeramente restrictivo.**

Este giro representa un desafío para la Autoridad Monetaria en virtud de los múltiples objetivos que persigue, en un escenario económico más complejo que en los primeros años del ciclo expansivo (2003, 2004 y en menor medida 2005). Al objetivo básico de preservar el valor de la moneda se suma la acumulación de reservas y la necesidad de evitar subas bruscas en las tasas de interés (principalmente de largo plazo).

Si bien a grandes rasgos el escenario económico continúa siendo favorable, introduce nuevos factores. **Luego del pago al Fondo Monetario Internacional se percibe una actitud más agresiva del Central por recomponer las reservas, generando una continua inyección de pesos al sistema.** En un contexto en el que se busca un giro moderado en la política monetaria, **la contracara de la acumulación de reservas será la utilización intensiva de instrumentos contractivos.**

Otro punto central es el **reconocimiento explícito** por parte de la Autoridad Monetaria **de la necesidad de instrumentar su política en forma consistente con los objetivos del programa económico del Gobierno.**

La política monetaria en 2005

Durante 2005 la base monetaria amplia¹ (BMA) se incrementó en 2.800 millones de pesos, menos de la mitad del aumento registrado durante 2004 y significativamente inferior a los 17.500 millones de expansión monetaria observados en 2003.

De todas formas, al analizar la evolución del agregado en términos reales, se observa un cambio sustancial respecto de los años anteriores, dado que en 2005 la BMA se redujo 6,2%, frente a un incremento de 6% en 2004.

En términos nominales, el principal factor de expansión de la cantidad de dinero fue el sector externo privado (28.100 millones de pesos, 21% más que el año anterior), ya que el Banco Central adquirió una porción significativa del excedente de divisas procedentes del superávit comercial y del ingreso de capitales, inyectando como contrapartida pesos en el mercado.

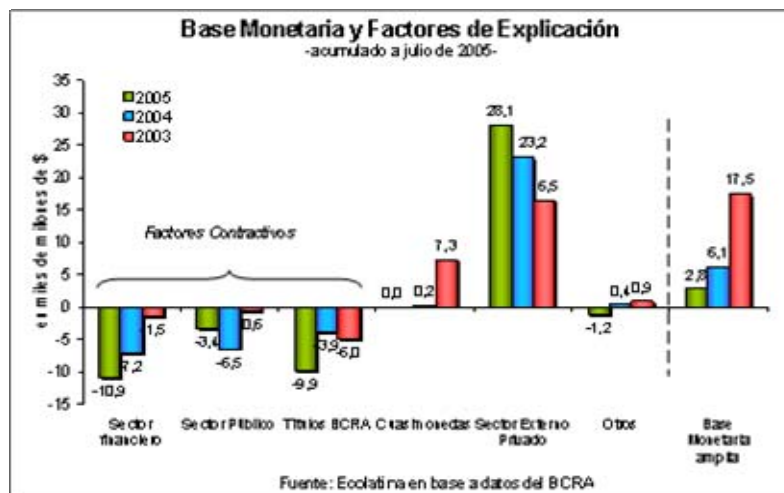
¹ Base Monetaria Amplia: Circulante en poder del público + reservas de las entidades financieras en el BCRA. Hasta marzo de 2004 incluía cuasimonedas.



Entre los factores contractivos, se destacaron la cancelación anticipada de redescuentos y la colocación de títulos del BCRA en el mercado.

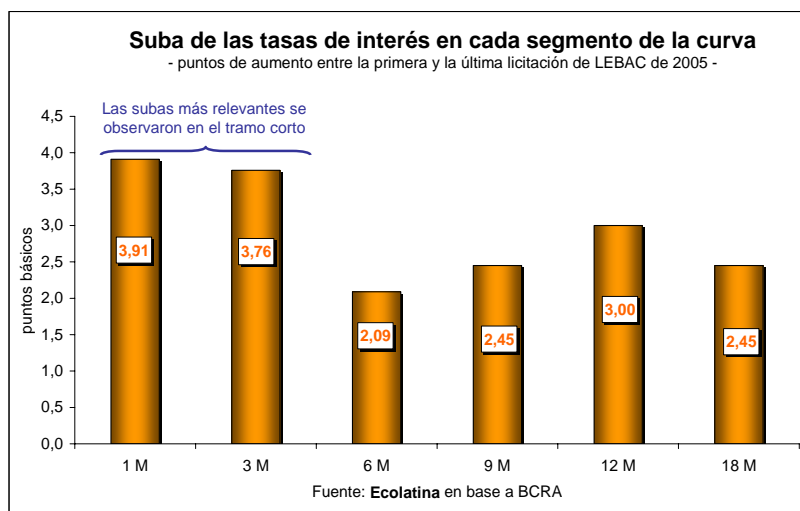
Sin embargo, el aporte global de los elementos contractivos también fue mayor al de 2004, aunque se redujo en el caso del Sector Público. El BCRA impulsó la cancelación anticipada de redescuentos por parte de las entidades financieras, absorbiendo 10.900 millones de pesos. Asimismo, recurrió a la colocación de títulos (LEBAC y NOBAC) en el mercado, lo cual le permitió reducir la cantidad de dinero en 9.900 millones.

El Central evitó subas significativas en las tasas de interés, por lo cual se mantienen en niveles bajos. Los mayores incrementos se concentraron en el tramo corto de la curva.



Es preciso destacar que al emitir títulos el Central evitó subas significativas en los tipos de interés. Por consiguiente, las tasas se mantienen en niveles bajos y los mayores incrementos – siempre menores a cuatro puntos porcentuales – se concentraron en el tramo corto de la curva. Por ejemplo, entre la primera y la última licitación de LEBAC de 2005 el tipo de interés de las colocaciones a 30 días se incrementó 391 puntos básicos (pb), mientras que la de 18 meses sólo aumentó 245 pb. El “aplanamiento” de la curva contribuye a estimular el ahorro reduciendo los efectos negativos sobre la inversión.

Esta estructura de tasas apunta a estimular el ahorro, mitigando los efectos negativos sobre la inversión.





La decisión de acentuar el sesgo moderadamente contractivo surge de la necesidad de contener las expectativas de inflación. De acuerdo a las proyecciones de Ecolatina, los precios minoristas aumentarán 12% en 2006.

Dado que el BCRA buscará aumentar las reservas, estará obligado a esterilizar el incremento en la cantidad de dinero para prevenir las presiones inflacionarias.

A partir de 2006, la variable a seguir no será la base monetaria sino M2. Este cambio responde a la progresiva importancia que adquiere el crédito en la economía.

Se afianza el sesgo contractivo en 2006



Tal como se mencionó previamente, **la política a llevar a cabo por el Banco Central acentuará el sesgo moderadamente contractivo durante 2006. Esta decisión surge de la necesidad de la Autoridad Monetaria de contribuir a contener las expectativas de inflación**, en un contexto en que continúan los ajustes de precios relativos y los incrementos se generalizan en la mayoría de los rubros. **De acuerdo a los cálculos de Ecolatina, este año la inflación minorista rondará 12%.**

En este sentido, **el BCRA deberá monitorear cuidadosamente el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero**, con el objetivo de dotar a la economía de la liquidez necesaria para mantener la expansión sostenida del producto, sin alimentar presiones inflacionarias.

El propósito de acumular reservas (y de evitar la apreciación del peso) necesariamente se traduce en una expansión de la oferta monetaria. Para evitar que el dinero excedente se traduzca en incremento de los precios, **el BCRA estará obligado a esterilizar gran parte de los pesos que inyecte en el mercado**, tal como lo ha venido haciendo especialmente desde 2005. No obstante, la intención del Central de no convalidar subas bruscas en las tasas de interés indica que **podrían existir tensiones entre los múltiples objetivos.**

En 2006 el Sector Público será una de las principales fuentes de contracción de la oferta de dinero, dado que mantendrá su política de desendeudamiento neto y registrará un superávit del orden de 22.000 millones de pesos (3,5% del PBI), aproximadamente.

El BCRA, por su parte, seguirá impulsando la cancelación anticipada de redescuentos por parte de las entidades financieras. Esta política, así como las operaciones de mercado abierto, la colocación de LEBAC y NOBAC y la utilización del mercado de pases serán elementos fundamentales para esterilizar el incremento de la cantidad de dinero que resultará de las compras de divisas para recomponer las reservas internacionales.

Es necesario subrayar que, **a diferencia de lo sucedido en años anteriores, en 2006 la variable a seguir no será la BMA sino M2** (pesos en circulación + depósitos en cuenta corriente + fondos en cajas de ahorro). **Esta modificación en el eje de la política responde a la progresiva importancia que adquiere el crédito** en la economía argentina. En efecto, aunque **los préstamos** al sector privado aún son bajos en términos del producto, **se encuentran en franca recuperación.** Por tanto, **la capacidad de control por parte del BCRA del agregado monetario a seguir es más limitado** que en el caso de la BMA y **la concreción de los objetivos requiere un manejo cada vez más cuidadoso de la política monetaria.**

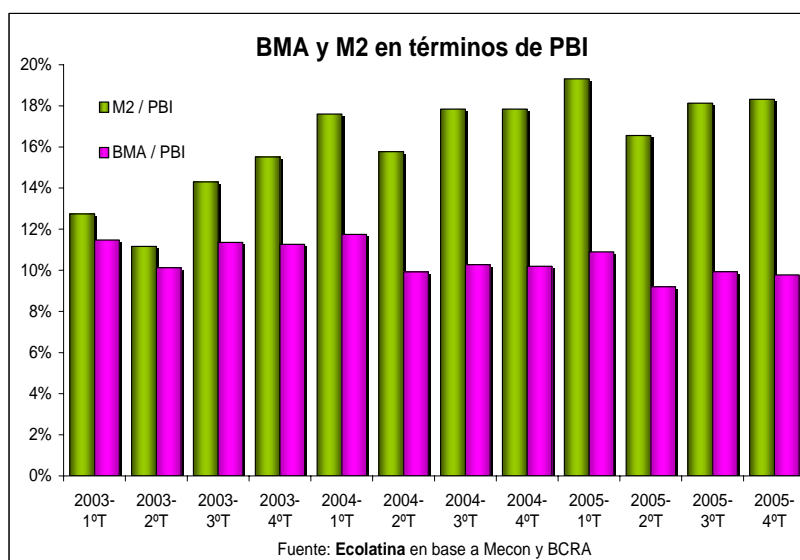


Al migrar de un objetivo de BM a uno que utiliza M2, se generan relaciones más previsibles entre la evolución del agregado monetario, el nivel de actividad y los precios, aunque su control es más complejo.

Este objetivo es una etapa del proceso que culminaría con la utilización de una tasa de interés de referencia como instrumento principal para regular la liquidez.

Luego de la cancelación de la deuda con el FMI, el objetivo de recomponer las reservas gana relevancia. Por tanto, el BCRA continuará adquiriendo el excedente de divisas en el mercado cambiario.

En síntesis, al migrar de un objetivo de BM a uno que utiliza M2, el Central está priorizando una relación más estable entre el agregado monetario y los precios y la actividad económica por sobre la mayor dificultad que significa controlar los movimientos de un agregado monetario más amplio y, por ende, más complejo que la BMA.



Obviamente, este objetivo es un paso intermedio en el proceso que culminaría con la utilización de una tasa de interés de referencia como instrumento principal de la autoridad monetaria para regular la liquidez de la economía.

Acumular reservas internacionales

Si bien el objetivo de acumular reservas internacionales existía en años anteriores, en 2006 adquiere mayor relevancia, dado que la cancelación de la deuda con el FMI implicó una reducción de las reservas de 28.078 millones de dólares a 18.579 millones, un nivel similar al de noviembre de 2004.

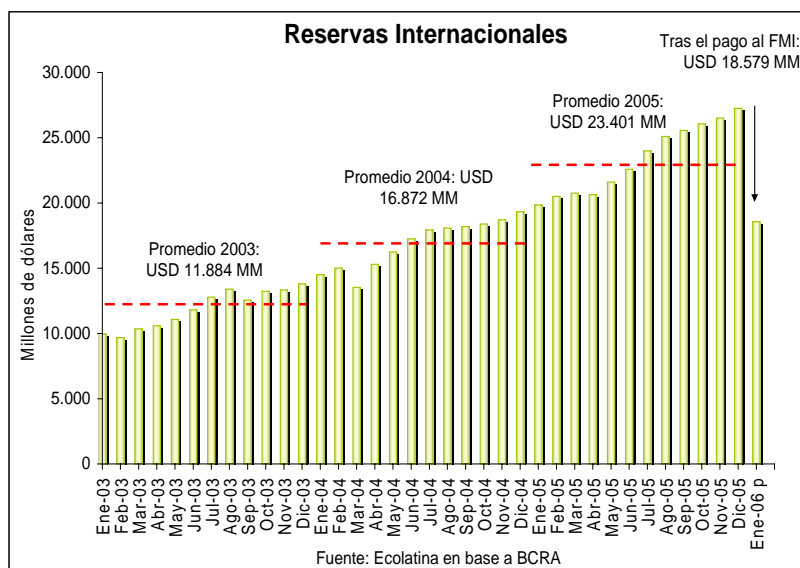
Aunque estos fondos alcanzan para respaldar la totalidad de la base monetaria al tipo de cambio vigente, el propósito de recomponer el *stock* de reservas se orienta a reducir la vulnerabilidad de la economía frente a eventuales *shocks*, a disminuir la volatilidad cambiaria y a contribuir al proceso de **desendeudamiento neto** y de **mejora del perfil de vencimientos** llevado a cabo por el Gobierno.

Para alcanzar este objetivo, la Autoridad Monetaria continuará interviniendo en el mercado cambiario, contribuyendo así a su meta implícita de preservar el tipo de cambio nominal en torno de 3 pesos por dólar. En este marco, el Central comprará una porción significativa del excedente de dólares comerciales y del ingreso de



capitales. De acuerdo a los cálculos de Ecolatina, el superávit de la balanza del comercio de bienes rondará 11.000 millones de dólares durante 2006.

Teniendo en cuenta que el crédito representa menos de 10% del PBI, la suba de la tasa de interés necesaria para que el canal monetario restrinja la demanda debería ser muy elevada.



La suba de tasas no es un instrumento efectivo



La tasa de interés negativa en términos reales es uno de los argumentos predilectos entre los economistas ortodoxos para explicar la inflación. Desde esta línea de pensamiento, la política apropiada para contener la demanda es la suba en las tasa de interés. Si bien este instrumento resulta eficiente en economías desarrolladas con mecanismos de transmisión monetaria aceitados, su utilidad en la actual coyuntura argentina es limitada.

Considerando que los préstamos al sector privado representan menos del 10% del PBI, la suba de la tasa de interés necesaria para que el canal monetario restrinja efectivamente la demanda debería ser muy pronunciada.

En un contexto en el que se busca estimular la inversión para sostener el ritmo de crecimiento, un aumento brusco de las tasas de interés - principalmente las de largo plazo - es una señal negativa.

La experiencia brasileña nos brinda alguna intuición al respecto: mientras que el PBI crece poco más de 2%, el Banco Central mantiene la tasa de referencia (Selic) en 18% para lograr una inflación en torno de 4,5%, es decir una tasa real de 13,5% anual, claramente contractiva.

La ortodoxia del Central brasileño fue objeto de numerosas críticas - principalmente de sectores empresarios -, porque se responsabiliza a la política monetaria de la anemia de la actividad económica. En efecto, las proyecciones del consenso al inicio de 2005 señalaban un crecimiento del PBI del orden de 3,6% para dicho año, frente a sólo 2,4% en el mes de diciembre.

En un contexto en el que el foco de la agenda económica está puesto en elevar los niveles de inversión tanto como sea posible para



Si bien es natural que los tipos de interés vayan confluendo al terreno positivo, esto debe darse a través de menores expectativas de inflación y no convalidando subas en las tasas. Los costos son muy claros y mientras que los beneficios son difusos.

La intermediación financiera continuará expandiéndose sostenidamente durante 2006. Los depósitos privados crecerán 21% y alcanzarán 119.400 millones de pesos (18,5% del PBI).

Los préstamos al sector privado, por su parte, aumentarán 31%. Así, representarán 10,7% del PBI y sumarán 69.000 millones de pesos.

sostener el ritmo de crecimiento, el aumento brusco de las tasas de interés, principalmente las de largo plazo, es una señal negativa.

Si bien es natural que esta variable vaya confluendo al terreno positivo, la convergencia debe darse por menores expectativas de inflación y no convalidando subas en las tasas. Los costos en términos del nivel de actividad son muy claros, mientras que los beneficios son difusos. Si el objetivo es “anclar” las expectativas de inflación resultaría más efectivo trabajar sobre otros instrumentos con menores efectos colaterales sobre la inversión; por caso el ahorro fiscal.

Fortalecer el sistema financiero



Por otro lado, el Programa reafirma la necesidad de continuar fortaleciendo el sistema financiero. Cabe destacar que durante 2005 se expandió sustancialmente la intermediación financiera, en tanto que se observó una importante mejora de la rentabilidad de las instituciones. Otros indicadores alentadores son la mejora en la calidad de los activos (baja en la incobrabilidad y morosidad, menor exposición al sector público) y, por el lado de los pasivos, una disminución de la deuda de las instituciones con el BCRA.

De acuerdo a las proyecciones de Ecolatina, la intermediación financiera continuará expandiéndose sostenidamente durante este año, conforme la economía seguirá en firme crecimiento y la confianza del público mantendrá la recuperación.

En efecto, en 2006 los depósitos privados se expandirán 21%, alcanzando 119.400 millones (18,5% del producto, frente a 18% en 2005). El principal impulso nuevamente provendrá de las colocaciones a corto plazo, dado que las tasas de interés reales bajas desincentivan los depósitos de mayor madurez. No obstante, estos últimos mostrarán mayor dinamismo durante 2006 que en 2005. Dado que se espera un incremento de los precios minoristas del orden de 12% durante este año, los plazos fijos ajustados por CER se encuentran entre las colocaciones a plazo más atractivas, dado que su rendimiento real es más elevado. Sin embargo, la necesidad de inmovilizar los fondos como mínimo durante un año hace que muchos inversores se inclinen por otros instrumentos financieros indexados de mayor rendimiento y liquidez.

Los préstamos al sector privado, por su parte, crecerán 31%. El cortoplacismo de los depósitos otorga mayor potencial de expansión al financiamiento de menor madurez – particularmente al consumo –, reduciendo el exceso de liquidez del sistema financiero. De todas maneras, se vislumbra una progresiva – pero limitada – recomposición del financiamiento a la inversión, ya que la estructura de fondeo reduce las posibilidades de que el sistema pueda, por sus propios medios, solventar masivamente proyectos con un horizonte temporal de varios años. En este marco, hacia fines de 2006 el crédito al sector privado



El Central prevé que la inflación minorista se ubicará entre 8% y 11% durante este año, dado que aún no ha concluido el ajuste de precios relativos.

Uno de los objetivos que debe perseguir la política económica en el corto plazo es el anclaje de las expectativas de inflación.

Para ello, la política monetaria es un instrumento que debe ser utilizado de manera coordinada con elementos tanto "macro" como "micro".

alcanzará 69.000 millones, representando 10,7% del PBI (1,1 puntos más que el año pasado).

Así, la rentabilidad del sistema financiero aumentará nuevamente. Dado que el crédito de largo plazo seguirá creciendo a menor ritmo que el de menor madurez, los mayores ingresos de las entidades provendrán principalmente de los cargos por servicios (comisiones) y las ganancias por los préstamos a corto plazo. También contribuirán positivamente los menores cargos por incobrabilidad y fundamentalmente los retornos por los títulos públicos. Adicionalmente, continuará mejorando la calidad y la diversificación de la cartera crediticia, como consecuencia de la caída en los niveles de incumplimiento y morosidad, la reducción de la exposición al sector público y un menor descalce en moneda extranjera.

La política monetaria, un instrumento más

El Programa Monetario estipula que el incremento del IPC durante 2006 se ubicará entre 8% y 11%. El Central considera que esta tasa es superior al objetivo de mediano plazo, dado que aún no han concluido los ajustes de precios relativos. De todas maneras, este rango no contempla cambios significativos en las tarifas de los servicios públicos y otros precios regulados.

Ecolatina considera que el diagnóstico realizado por el Banco Central es correcto, dado que la inflación observada durante 2005 no responde a un único factor, sino a múltiples elementos. En este sentido, uno de los objetivos que debe perseguir la política económica en el corto plazo es el anclaje de las expectativas de inflación.

En la concreción de esta meta, la política monetaria – con el impacto limitado que puede tener en el caso argentino – es un instrumento que debe ser utilizado de manera coordinada con otros elementos "macro" (ahorro fiscal y una política salarial equilibrada) y "micro" (acuerdos sectoriales voluntarios de precios y el refuerzo de las políticas de competencia), en tanto se vuelvan operativos los proyectos de inversión actualmente en ejecución, los cuales permitirán finalmente que la oferta pueda responder al aumento de la demanda.



Presidente de Ecolatina: Alberto Paz

Economistas a cargo del informe: Ricardo Delgado; Ricardo Fuente; Marco Lavagna; Rodrigo P. Álvarez; Romina Gayá



LAS CIFRAS DE LA SEMANA

PRECIOS

VARIACION DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR			
VARIACION ACUMULADA Y PARTICIPACION DE LOS RUBROS PRINCIPALES			
RUBRO	ACUMULADO	PONDERACION DE	INCIDENCIA DE CADA
	Dic-04 Dic-05	CADA COMPONENTE EN EL TOTAL	RUBRO EN LA INFLACION ACUMULADA DEL PERIODO
NIVEL GENERAL	12,3%	100,0%	12,3%
EDUCACION	15,7%	4,2%	0,66%
BIENES Y SERVICIOS VS.	7,1%	4,4%	0,32%
TRANSP. Y COMUNICACIONES	7,5%	17,0%	1,27%
ALIMENTOS Y BEBIDAS	15,7%	31,3%	4,91%
ATENCION MEDICA Y SALUD	11,3%	10,0%	1,13%
VIVIENDA, COMB. Y ELECTR.	14,9%	12,7%	1,89%
EQUIP. Y FUNC.DEL HOGAR	9,1%	8,6%	0,60%
ESPARCIMENTO	9,4%	8,7%	0,81%
INDUMENTARIA	13,3%	5,2%	0,69%

(*) La suma puede no coincidir debido al redondeo.

FUENTE: ECOLATINA sobre la base de INDEC

VARIACION DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS MAYORISTAS			
VARIACION ACUMULADA Y PARTICIPACION DE LOS RUBROS PRINCIPALES			
RUBRO	ACUMULADO	PONDERACION DE	INCIDENCIA DE CADA
	Dic-04 Dic-05	CADA COMPONENTE EN EL TOTAL	RUBRO EN LA INFLACION ACUMULADA DEL PERIODO (*)
NIVEL GENERAL	10,7%	100,0%	10,8%
NACIONAL TOTAL	11,6%	92,7%	10,8%
PRIMARIOS	21,7%	19,4%	4,2%
MANUFACTURADOS	8,3%	71,4%	5,9%
ENERGIA ELECTRICA	13,2%	1,9%	0,3%
IMPORTADO	0,6%	7,3%	0,0%

(*) La suma puede no coincidir debido al redondeo.

Nota: El índice Mayorista utilizado es el IPIM

FUENTE: ECOLATINA sobre la base de INDEC

BOLSA

