

¿CUÁNDO PODRÁ EL BCRA BAJAR LAS TASAS DE INTERÉS?

31 de OCTUBRE de 2018

Se conoció la letra chica del acuerdo con el FMI. Dentro del Memorando de Entendimiento, el BCRA dejó entrever cuál es su postura de cara a las condiciones que se deben cumplir para poder bajar la tasa de interés. Esta claro que bajo el esquema actual de expansión cero de los agregados monetarios, la tasa de interés se define en las licitaciones diarias de Leliqs que lleva al cabo el BCRA y en la cual participan las entidades financieras con sus excedentes de liquidez. Bajo ese mecanismo, la manera que tiene el BCRA de promover una reducción de las tasas es con una postura más agresiva en esas licitaciones, aún a riesgo de no lograr la renovación de Leliqs. ¿Pero en qué contexto es eso posible?

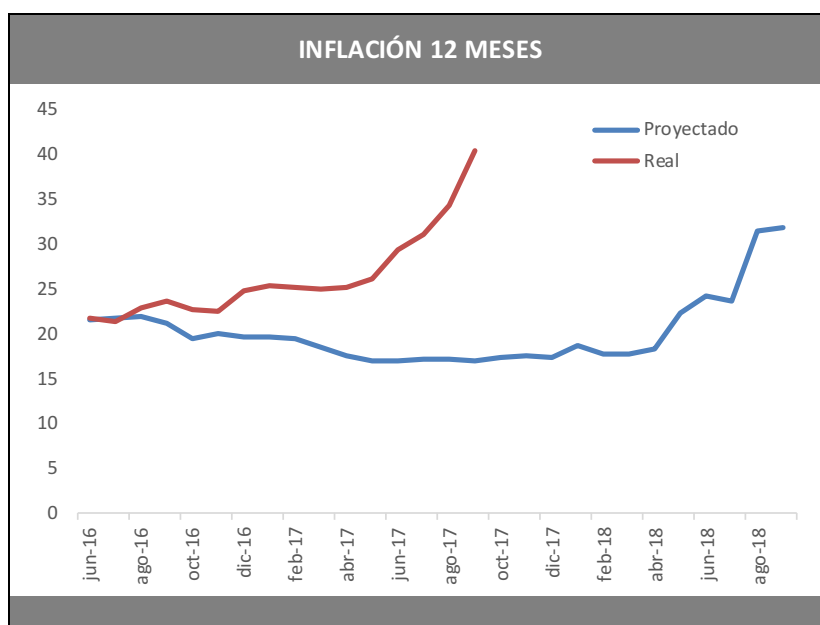
Dado que la prioridad de la política monetaria sigue siendo lograr la estabilidad del tipo de cambio, el primer requisito que se debe cumplir es el de haber logrado que el mercado de cambios se estabilice sin la intervención del BCRA ni de Tesoro como oferentes de divisas. Si bien esto no aparece enunciado en el acuerdo, creemos que es el factor central detrás de este esfuerzo monetario.

En cambio, el Memorando destaca como variable central para monitorear, a las expectativas de inflación. Las define como la inflación esperada para los próximos 12 meses de acuerdo con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Recién con dos meses de baja sensible de este indicador el BCRA podría comenzar a presionar hacia abajo a las tasas de interés.

El mecanismo elegido presenta un par de dificultades que hacen difícil anticipar de manera precisa una curva de descenso de la tasa de interés.

- **Expectativas versus Dato Real:** En los últimos años, el REM ha fallado sistemáticamente en sus proyecciones y nunca anticipó una suba del ritmo inflacionario. En general el análisis se enfoca en el corto plazo y luego se proyecta una normalización de las variables, que bajo el contexto actual implica un descenso en el ritmo inflacionario. Esto

hace que, sin shocks adicionales, la inflación esperada para los próximos meses vaya sistemáticamente en descenso. Los aumentos en la inflación esperada obedecen a shocks que modifican sustancialmente la inflación de corto plazo.



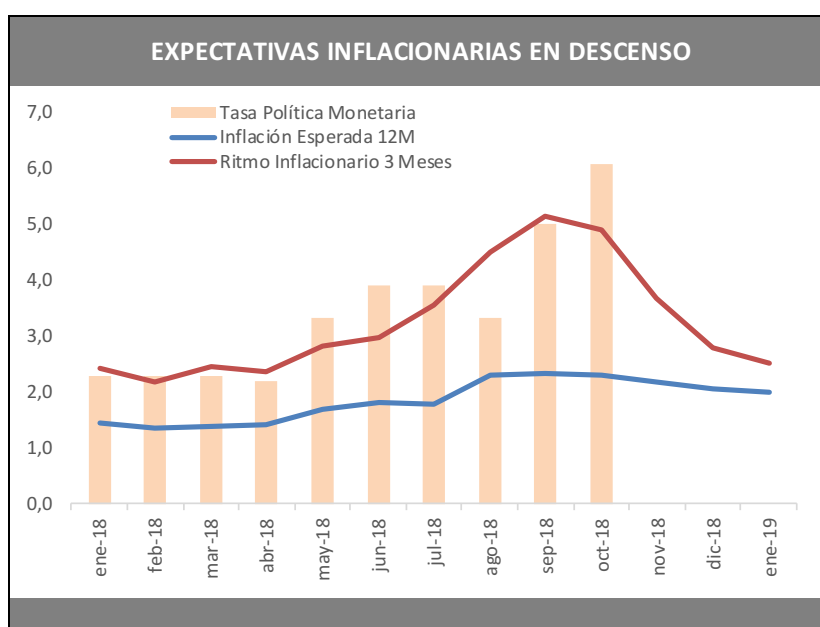
➤ **Descalce entre Inflación Anual y Tasa Semanal:** La tasa de interés de referencia es la de Leliqs, que son operaciones entre las entidades financieras y el BCRA a 7 días de plazo. En cambio, la inflación esperada responde a un plazo de 12 meses. Esto imposibilita el cálculo de una tasa de interés real, porque la tasa de interés estará vigente solamente en un período muy corto con relación a la inflación proyectada. Como ejemplo se puede tomar el dato de fines de septiembre. La inflación esperada por el REM resultó del 31,9% y la tasa de interés de Leliqs estaba en el 65% anual. Esa inflación esperada implica un ritmo mensual del 2,3% con una tasa de interés que se ubicaba en 5,4% mensual. ¿Esto implica que la tasa real era del 3,1% mensual? La respuesta es que no, justamente por el descalce de plazos. La inflación de octubre se espera que se ubique en torno al 5%, resultando en una tasa real de solamente 0,4% mensual.

Independientemente de estas dificultades, está claro que el BCRA estará mirando la inflación esperada para los próximos 12 meses. Es allí donde la referencia inmediata es el 31,9% que arrojó el último relevamiento. De

cara a las proyecciones que se terminaron de cargar hoy, la cifra podría ya empezar a mostrar una caída, pero no significativa. Esto se explica porque tanto el 6,5% de inflación de septiembre, como el aumento del orden del 5% que se espera para octubre de 2018 ya no entrarán en la inflación esperada de los próximos 12 meses.

Si efectivamente la inflación de octubre se mantiene alta, pero el tipo de cambio sigue estable, en noviembre y diciembre ya podría producirse una desaceleración del ritmo inflacionario y ese será el punto de referencia para empezar a definir el aumento esperado de precios para el año próximo.

Con un escenario de inflación que se ubicaría en torno al 27% anual como espera el REM para 2019, la caída en la expectativa de inflación medida como la inflación esperada para los próximos 12 meses debería descender del nivel actual de 31,9% a 27% en los próximos 3 meses. Ese recorte de casi 5 puntos en la inflación esperada podría ser el que de argumentos para que el BCRA avance en sus esfuerzos por reducir la tasa de interés de las Leliqs.



Si se tomara un indicador de inflación más corto, como podría ser la inflación promedio de 3 meses en lugar de 12 y se incluyera el último dato real en el análisis, la manera en que se podrían medir cambios en el ritmo inflacionario sería más veloz.

De todas maneras, entendiendo el esquema planteado por el BCRA, existe una posibilidad de que decida ya en diciembre avanzar con un ajuste menor de la tasa de interés, que se profundizaría recién a partir de enero de 2019.

Esta baja esperada en la tasa de interés coincide con el escenario macroeconómico planteado por el Staff del FMI asume un ritmo descendente para la tasa de interés, que en enero se ubicaría en torno al 65%, y que se acuerdo a la referencia de la inflación esperada a 12 meses implicaría tasas reales del orden del 35% para principio de año y 15/20% para fin de año.