

EL BCRA TUVO QUE REVISAR SU ESTRATEGIA ANTIINFLACIONARIA

Miércoles 12 de Abril de 2017



Con la publicación de ayer del índice de precios minoristas del INDEC (IPC-GBA) se confirmó la tendencia que el BCRA temía, la inflación se ha acelerado con respecto al ritmo que tuvo en la segunda mitad del año 2016. El IPC GBA arrojó 2,4% de aumento liderado por productos estacionales (+3,7%) y regulados (+3,3%), pero con un aumento de la inflación núcleo que continúa en 1,8% mensual (ritmo del 23,9% anualizado).

Los factores que están detrás de este recalentamiento del nivel de precios pueden ser variados y no están del todo claros. Lo primero que sorprende es que se produce en un contexto de tipo de cambio en retroceso, es decir que el factor cambiario o la inflación importada son nulos o negativos. De esta manera el foco recae en la política monetaria, la política fiscal o la política salarial. De esa trilogía, la política fiscal se descarta porque no ha cambiado su sesgo en el primer trimestre del año. En tanto la política salarial recién suele afectar de lleno en el segundo trimestre, que es cuando se producen los principales aumentos en los convenios colectivos. Esto concentra el análisis en la política monetaria y así lo entendió el BCRA, que reaccionó a estos datos de manera coherente con el esquema de Metas de Inflación que lleva adelante. El siguiente diagrama resume las reacciones del BCRA:

Regulación de Liquidez

- Interviniendo en el mercado secundario de Lebacks.
- Entre el 1 de marzo y el 7 de abril el stock de Lebacks subió \$130.000 millones, aunque \$54.000 millones salieron del stock de pasés. Absorción neta \$76.000 millones (9,4% de la Base Monetaria).

Aumento de Tasas de Interés

- Para absorber pesos vía Lebacks tuvo que subir la tasa de corto plazo de dicho instrumento que llegó a ubicarse por arriba del 24%.
- Finalmente subió 150 puntos básicos la Tasa de Política Monetaria, pasando el corredor de 24,75% a 26,25%.

La decisión del BCRA de incrementar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 150 puntos básicos es un reconocimiento directo de la necesidad de actuar para encauzar el ritmo inflacionario hacia el cumplimiento de una meta de 2017 que luce cada vez más difícil. La manera en que se implementó este ajuste también ha dado muestras de las dificultades que

se están afrontando para lograr que la TPM sea la principal tasa de referencia. Las Lebacs, por volumen y diversidad de actores que acceden a la misma sigue siendo la principal referencia. Tan es así que en las últimas semanas la primera reacción del BCRA vino por el lado de incrementar la tasa de Lebacs y absorber así excedentes de liquidez.

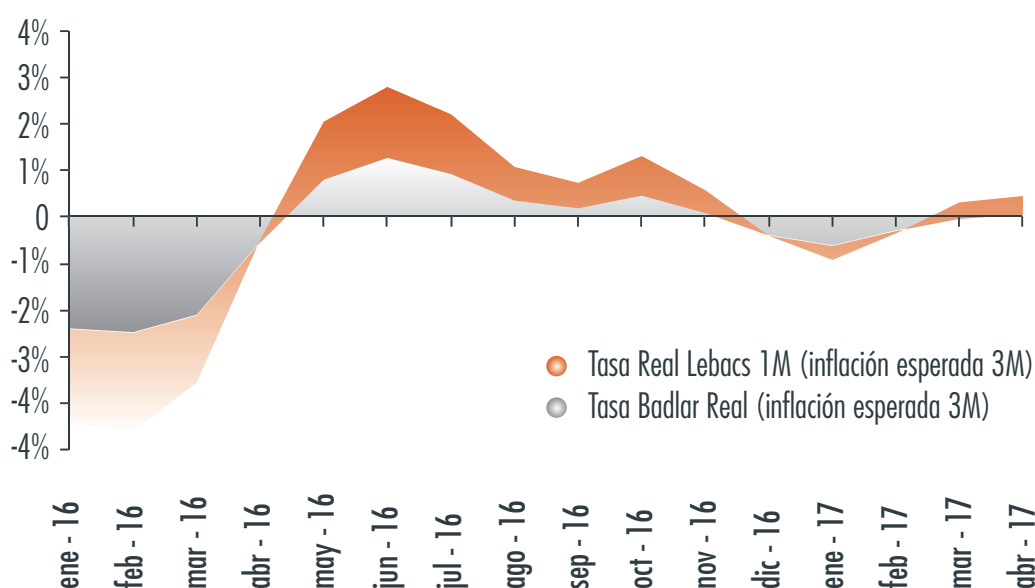
Una de las principales barreras que afronta la tasa de pases como tasa de referencia es el hecho de estar alcanzada en las distintas jurisdicciones por Ingresos Brutos. Si tomamos en cuenta una alícuota promedio de 6,5%, una tasa de pases pasivos del 25,5% equivale al rendimiento de Lebacs de 23,8%.

El BCRA se vio en la necesidad de absorber rápido los excedentes de liquidez y los bancos no estaban ampliando el spread entre la tasa de pases que cobran del BCRA y la tasa de Badlar que pagan por los depósitos mayoristas. Es decir que el mecanismo de transmisión de la tasa de interés hacia los ahorristas todavía no está funcionando de manera directa.

La decisión de subir la tasa de pases debería generar impactos de corto plazo en el mercado. En primer lugar dado que ha subido tanto la tasa de pases como la de Lebacs, los bancos deberían trasladar ese aumento a las tasas de plazos fijos para no perder depósitos. Si eso sucede el BCRA habría logrado acomodar los rendimientos y alinear las tasas con sus objetivos de inflación. Aunque se mantiene la dificultad para lograr que los depositantes, en especial los minoristas, accedan a rendimientos reales por sus ahorros.

El segundo factor a monitorear es el impacto que esto tiene sobre el tipo de cambio, en un mercado que ya se encontraba sobre ofertado, esto suma un incentivo adicional a posicionarse en pesos y por lo tanto a mantener estable o con tendencia bajista de corto plazo al tipo de cambio.

El último factor es quizás el que generará mayor debate y es el impacto que esta suba de tasa de interés tiene sobre el nivel de actividad. En un marco donde todavía no se ha logrado consolidar la recuperación económica, sin dudas es un factor que no suma, pero entendemos que si se logra revertir relativamente rápido su impacto sería menor. Uno de los principales mecanismos de transmisión es la acumulación o desacumulación de stocks. Con tasas de interés elevadas, el costo de oportunidad de mantener stocks es alto y promueve la desacumulación y por ende la menor producción. De todas maneras entendemos que este proceso ya se produjo de manera intensiva en 2016 y que por lo tanto su impacto marginal ante esta nueva suba de tasas es acotado.



En definitiva, el BCRA ha buscado mantener la tasa de referencia positiva en términos reales, es decir por arriba de la inflación esperada para los próximos meses, aún teniendo en cuenta que se espera que la inflación de abril siga alta. De esta manera ha confirmado su compromiso con las Metas de Inflación y su decisión de actuar en consecuencia aún a pesar del impacto que pueda tener sobre el nivel de actividad y la cercanía con el inicio del proceso electoral. Esto es un dato positivo de cara al éxito de largo plazo de la política antiinflacionaria, aún si no logran cumplir con la meta de 2017.

Con respecto al corto plazo es esperable que la nueva tasa se mantenga al menos hasta que se estén empezando a observar datos concretos que den cuenta de un retroceso del ritmo inflacionario. Si esto no es en abril, donde el BCRA ya ha anunciado que está viendo comportamientos mixtos, recién podría ser sobre mediados o fines de mayo que se empiece a ver un nuevo reajuste de tasas.