

EL COSTO DE REENCAUSAR LA POLÍTICA MONETARIA

Jueves 18 de Mayo de 2017



Las últimas semanas han estado marcadas por un par de tropiezos en la pelea por contener la inflación. El BCRA ha debido reencausar sus esfuerzos para tratar de llegar a cumplir una meta que cada vez se ve como más lejana y de improbable cumplimiento. En los últimos 4 meses la inflación núcleo se ha ubicado (considerando el promedio INDEC – CABA – Córdoba) en **1,87% mensual**, lo que equivale a un ritmo anualizado del **24,9% anual**.

A la vista de estos datos, el BCRA ha decidido endurecer su política antiinflacionaria con tres acciones directas: aceleró el ritmo de esterilización, incrementó el nivel de de tasas del corredor de pases y aumentó la tasa de Lebacs.

Estas decisiones parten de un diagnóstico del BCRA que explica el aumento del ritmo inflacionario por la fuerte expansión monetaria del primer trimestre del año. Tanto Circulante (+27,1%) como Medios de Pago (M2 +28%) crecieron en el primer trimestre del año a un ritmo claramente más elevado que en los trimestres anteriores. Estos ritmos son casi 10 puntos porcentuales mayores a los del segundo semestre de 2016.

El período de expansión monetaria coincide con la decisión del BCRA de reducir las tasas de interés de las Lebacs y desincentivando esos mecanismos de esterilización con el objetivo de captar esos fondos a través de operaciones de pases.

La brecha entre la tasa de pases corregida por el impuesto a los ingresos brutos y la tasa de Lebacs nunca fue lo suficientemente amplia como para atraer a los bancos a captar esos fondos y colocarlos en Pases. Por lo tanto en ese período disminuyó el ritmo de esterilización. En especial el volumen de Lebacs que se encontraba en poder de inversores No Bancos.

Hoy el BCRA se encuentra con un doble problema, la decisión de intervenir en el mercado cambiario para compensar el exceso de oferta de divisas del sector privado por la cosecha y su consiguiente expansión monetaria sumada a la imperiosa necesidad de acotar el ritmo de expansión de los agregados monetarios. Esto duplica el esfuerzo necesario y se sigue acumulando un stock de pasivos remunerados que complican cada vez más su hoja de balance.

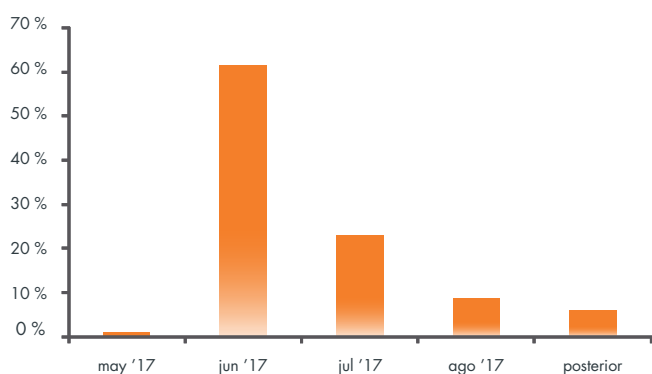


SECTOR PRIVADO	BASE MONETARIA	ESTERILIZACIÓN TOTAL	ESTERILIZACIÓN / BASE MON.	LEVACS NO BANCOS / PLAZO FIJO
I - 16	583,761	483,153	75%	26%
II - 16	595,204	532,786	90%	45%
III - 16	676,197	635,532	94%	54%
IV - 16	734,514	719,859	98%	59%
I - 17	811,041	773,428	96%	55%
Feb - 17	795,642	891,198	112%	65%
Feb - 17	804,345	924,499	115%	72%

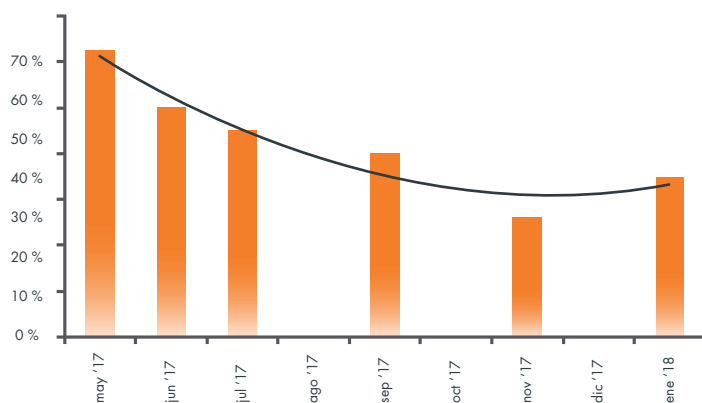
La "Esterilización Total", es decir la suma de Pases y Lebacs, equivale en la actualidad a 1,15 veces la Base Monetaria (casi USD 60.000 millones). Tal volumen de pasivos genera dos problemas para el BCRA, por un lado el mencionado impacto cuasifiscal (costo de este pasivo) y por otro la necesidad, dada la concentración de vencimientos, de estar permanentemente exigido en cuanto a la tasa de interés que paga para lograr mantener e incluso acrecentar el volumen e Lebacs. Esto deriva en una mayor tasa de interés y por lo tanto en esfuerzos incrementales para sostener el tipo de cambio.

Por ahora el BCRA mantiene su intención de sostener una curva de tasas de interés invertida, dado que las expectativas siguen estando puestas en una desaceleración de la inflación y por ende de las tasas de interés necesarias, pero eso lleva a una concentración de vencimientos muy fuerte en el plazo más corto. Entre las semanas que quedan de mayo y todo junio se debe renovar el 62% de los casi USD 60.000 millones de Lebacs. En la última licitación el BCRA ha intentado aplanar un poco más la curva, subiendo las tasas intermedias, pero aún así, no logró desconcentrar vencimientos.

VENCIMIENTOS TODAVÍA MUY CONCENTRADOS



CURVA DE TASAS DE LEBACS



Perfil de Vencimientos de Lebacs

Tasas licitación 16-05



Si además tenemos en cuenta que se espera que la inflación de mayo sea menor a la de abril, pero que se siga ubicando claramente por arriba del sendero esperado para el cumplimiento de la meta de inflación, en junio no habría margen para reiniciar el proceso de recorte de tasas.

Es decir que recién a principios de julio y si se dieron dos condiciones, una inflación núcleo de mayor claramente por abajo del 2% y datos anticipados de junio que generen cierto grado de certeza sobre la profundización del proceso de desinflación, la autoridad monetaria podría evaluar iniciar el proceso de recorte de tasas. En ese marco, entendemos que hasta el 11 de julio las chances de que baje la tasa de política monetaria es muy baja. En cuanto a las Lebacs, se espera que siga en los actuales valores dada la concentración de vencimientos y la necesidad de seguir esterilizando.

Solamente un cambio sobre el Impuesto a los Ingresos Brutos podría anticipar cambios en las tasas, pero que no tendrían efecto directo sobre los intereses percibidos, dado que buscarían corregir el efecto tributario de dicho impuesto sobre los intereses cobrados por la banca. En definitiva, estamos ante un escenario en donde por los próximos dos meses se deberían mantener las tasas altas, dado que el esfuerzo monetario que tiene el BCRA por delante es muy alto y las noticias favorables sobre la inflación tardan en llegar.

