

## LA POLÍTICA MONETARIA EN EL CENTRO DE LA ATENCIÓN

Viernes 12 de Enero de 2018

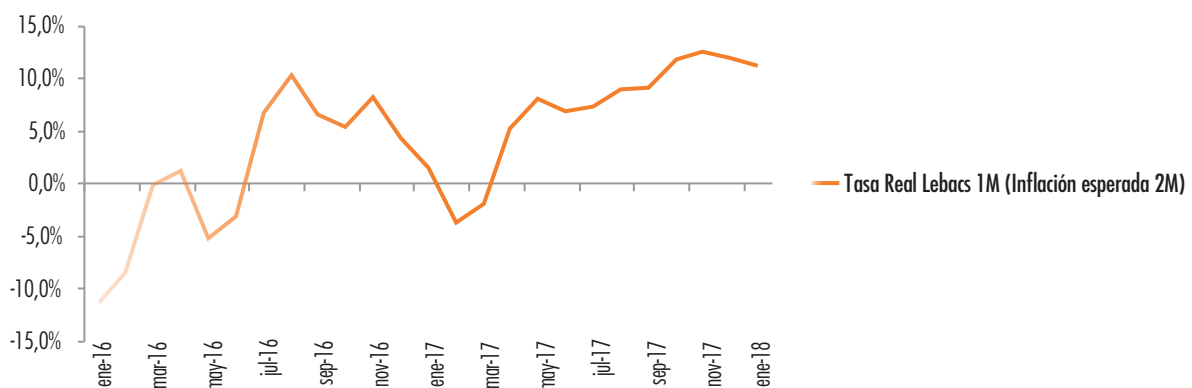
La suba de la meta de inflación de 12% a 15% para este año tuvo como objetivo central explicitar que el objetivo prioritario de la política económica está en el crecimiento más que en la velocidad de la baja de la tasa de inflación. Como medida específica buscada estuvo la disminución de la tasa de interés real en el entendimiento que una tasa real muy elevada castigaba al tipo de cambio real y al nivel de actividad económica.

Inmediatamente a la suba de la meta el BCRA reaccionó bajando la curva de tasas de lebac en el mercado secundario entre 1,0/3,0 puntos en función de los distintos plazos y en esta semana redujo 0,75 puntos la tasa de referencia de la política monetaria (promedio del corredor de pases).

En su comunicado el Banco Central aceptó que si su instrucción ahora es bajar menos la tasa de inflación – al 15% en lugar del 12% - puede reducir el sesgo contractivo de la política monetaria. También dijo que su tasa de interés podría seguir bajando en la medida que la inflación en curso se vaya alineando a la meta establecida. Ese acomodamiento de la inflación a la meta significa que en el mes a mes la inflación, fundamentalmente la inflación núcleo, mantenga su sendero descendente hacia la desinflación acercándose a los valores objetivos.

Pero en el corto plazo no está tan claro el sendero descendente de la inflación núcleo. En su comunicado el BCRA parecería estar aceptando que en diciembre la inflación núcleo habrá subido (en relación al 1,3% de los 2 meses anteriores) como consecuencia de la influencia de los aumentos en los precios regulados. Por ahora el BCRA estaría mostrando aceptar una pequeña reducción de la tasa real, de 12 a casi 11 puntos anuales, que la continuaría a medida que vaya bajando la tasa de inflación.

### Análisis de tasas reales



El BCRA está indicando que, exceptuando bajas muy poco significativas, está dispuesto a bajar las tasas en la medida que la inflación núcleo vaya disminuyendo hacia el objetivo. Será muy importante el comportamiento de la inflación núcleo de enero/ febrero ya que su baja podría justificar una disminución más relevante de las tasas de interés real. En el actual contexto el BCRA no parecería tener margen para subir las tasas de interés aunque una mayor inflación lo pudiera justificar. Si la inflación núcleo de enero/ febrero no baja quedaría en una posición incómoda y perdería claridad su sesgo antiinflacionario. Por tanto debemos esperar tasas de inflación núcleo por debajo del 1,3% a efectos que el BCRA continúe bajando de manera más clara las tasas de interés. Esa inflación tiene que pasar 2 tests importantes que son el aumento de tarifas (electricidad/gas) en diciembre y el incremento del dólar sobre fines de año.

Otro frente adicional que tiene la política monetaria y el BCRA está en la intención del Tesoro de aumentar su financiamiento en el mercado de pesos local. Para ello le sería funcional una mayor baja de tasas del Banco Central para tener un mejor acceso al mercado de pesos y a un costo menor. Por tanto, más allá de su impacto en la macroeconomía, el Tesoro es un interesado en la baja de tasas por parte del BCRA y que gradualmente el Banco Central se vaya circunscribiendo al mercado de plazos más cortos y cada vez más concentrado en la colocación de instrumentos a los bancos.

Ese proceso de darse debería tener sus impactos. Lo limitaría al BCRA en su margen de acción para actuar de acuerdo a la evolución de la tasa de inflación. Además, una mayor captación de fondos en pesos por parte del Tesoro que salieran de colocaciones de lebacs estaría determinando una mayor expansión monetaria que iría en contra del sesgo antiinflacionario del BCRA. Si el Tesoro tiene una mayor capacidad de presión sobre la banca para captar fondos en pesos ello podría ir también a disminuir la capacidad de colocación de crédito de la banca (crowding out) lo que sería negativo desde el punto de vista de la actividad económica. Una muestra de estos comportamientos los tendremos en los próximos 60 días. Será muy importante la evolución de la inflación núcleo y dentro de ello como formador de las expectativas como se van resolviendo las definiciones de los aumentos salariales y la firmeza que se vea en el BCRA para continuar su política contra la inflación.