

El BCRA busca alinear expectativas y le cuesta conseguirlo

En las últimas semanas el BCRA ha mantenido sin cambios la tasa de Lebacks que utiliza (hasta fin de año) como referencia de su política monetaria. Esto se ha dado en un contexto de plena transición hacia el esquema propuesto de Metas de Inflación.

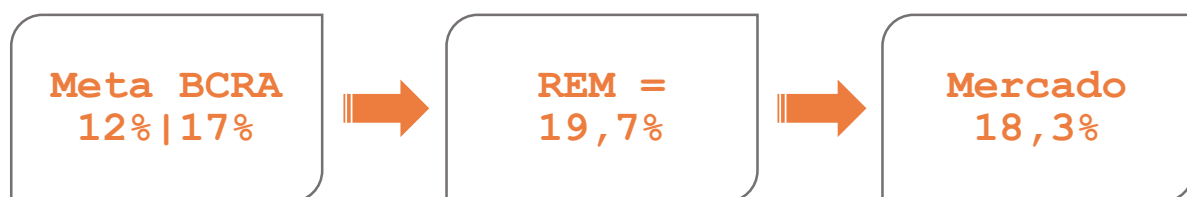
Desde el momento en que el BCRA anunció la implementación del esquema de metas de inflación y estableció como metas para 2017 lograr contener la inflación a niveles de 12% a 17%, el mercado ha tenido dudas sobre el cumplimiento.

A partir de allí surgen dudas sobre cuáles son los factores que han llevado a la autoridad monetaria a interrumpir la tendencia que traía de recortes en la tasa de Lebacks. Las causas pueden haber sido dos, una opción es que los datos de inflación que han ido relevando en las últimas semanas no hayan sido auspiciosos en cuanto a la reducción del ritmo inflacionario o por otro lado que le preocupe la falta de alineación con las metas de las expectativas del mercado.

En un esquema de Metas de Inflación resulta clave lograr que se vayan alineando las expectativas. De esa manera se ayuda a quebrar el ajuste inercial de precios y afecta a la formación de precios (tanto de activos financieros como de la economía real).

En sus diferentes apariciones públicas, Federico Sturzenegger ha dejado bien clara cuál es la opinión sobre estos temas y la manera en que entiende que la política monetaria debe funcionar para cumplir con sus objetivos. Ha mostrado su preocupación por esta desacople entre las expectativas y la meta de inflación.

Para entender esta discusión es importante cuantificar las diferencias que se están dando. Por un lado está el 17% de inflación que el BCRA plantea como techo para su banda de precios 2017 y por otro lado están las referencias que se pueden tomar del mercado. Estas referencias de mercado son dos, por un lado los Resultados que se conocieron ayer del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) donde casi 60 consultoras envían sus expectativas y el BCRA calcula un promedio. La otra referencia surge de la comparación del valor de los activos financieros en pesos y ajustables por inflación. Si asumimos que ambos están arbitrados, la brecha entre ambos da cuenta de la inflación implícita utilizada para la valuación.



Hoy el mercado tiene expectativas que se ubican en promedio entre 1,3 a 2,7 puntos porcentuales por arriba de la meta superior del BCRA. ¿Es éste el motivo por el cual el BCRA ha frenado su política de recorte de tasas? La brecha luce baja para ser el único motivo de sostener la tasa en 26,75%.

Para terminar de contestar esta pregunta hay que sumar otro factor al análisis, y tiene que ver con el nivel de la tasa de interés en relación a la inflación. Si se confirma la presunción del BCRA de que en este último trimestre la inflación núcleo se ubica en el 1,5% mensual, la inflación anualizada sería de 19,6% y la tasa de Lebacks sería positiva en términos reales por 7,15 puntos anuales.

El BCRA ha anunciado explícitamente su decisión de llevar al mercado a operar con tasas reales positivas pero, ¿cuán positivas tienen que ser para cumplir con su objetivo de inflación?

La brecha de 7 puntos luce alta en comparación con los 5 puntos de tasa real (activa) que se han anunciado para los instrumentos ajustados por inflación (UVI / UVA). Implícitamente uno podría interpretar que 7 puntos de tasa real podrían ser muchos, excepto que efectivamente en las últimas semanas se haya acelerado la inflación.

De esta manera, si bien el BCRA tiene como objetivo alinear expectativas para el próximo año, la decisión de no ajustar tasas podría estar asociada a incertidumbre sobre la inflación núcleo de octubre/noviembre. Por ello será clave esperar el dato oficial de inflación de octubre para ver si la inflación núcleo se mantiene en la banda del 1,5% mensual. De ser así, sería lógico esperar un rápido ajuste de la tasa de Lebacks de 35 días. Bajo este margen de duda con respecto a la evolución de precios, resulta lógico el comportamiento del mercado, que ha priorizado en las últimas licitaciones su posicionamiento en las letras de corto plazo.