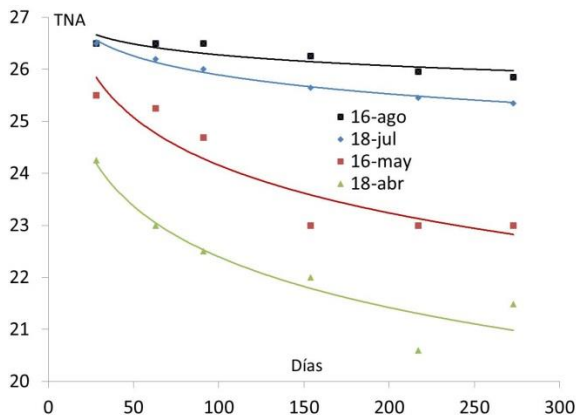


15 de Septiembre de 2017

BCRA y el sendero de tasas

En los últimos meses estamos viendo un BCRA muy activo en el manejo de las tasas de interés. En primer lugar, subió las tasas de corto plazo, tanto para el primer vencimiento de la lebac como para la tasa de referencia (centro del corredor de pases). En segundo lugar, aplanó la curva de rendimientos. Como se ve en el siguiente gráfico, la brecha entre las letras más cortas con respecto a las largas se fue achicando. La autoridad monetaria tiene diversos mecanismos para intervenir en el mercado, puede hacerlo mediante la tasa de corte en las licitaciones mensuales, operando en el mercado secundario de lebac o participando activamente en el mercado de pases.

Con estas intervenciones el Banco Central intenta ajustar los cinturones. Si bien la inflación viene cayendo, las expectativas para el 2018 todavía la ubican varios escalones por encima de la meta establecida. ¿No está yendo demasiado lejos el BCRA con su dura política de tasas? ¿No está poniendo en riesgo la incipiente recuperación de la economía? Veamos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En una primera lectura, esta política de tasas podría incentivar el ahorro y postergar el consumo, afectando el crecimiento en el corto plazo (70% de nuestra demanda agregada proviene del consumo). El stock de lebac se incrementaría a costa del consumo presente. Sin embargo, si bien el consumo privado es el componente que menor dinamismo muestra dentro de la demanda interna, se las arregla para mostrar números positivos desde hace varios meses.

Mientras la tasa de interés real se incrementa la economía crece, o por el momento rebota, a un ritmo cercano al 4%. ¿Qué hay detrás de este curioso comportamiento? En realidad nada raro. Las altas tasas, tanto nominales como reales, conviven con un fuerte crecimiento del crédito en todos sus colores.

Préstamos en Pesos al Sector Privado
(var. i.a. Prom. 7 días)



Fuente: Informe monetario diario.

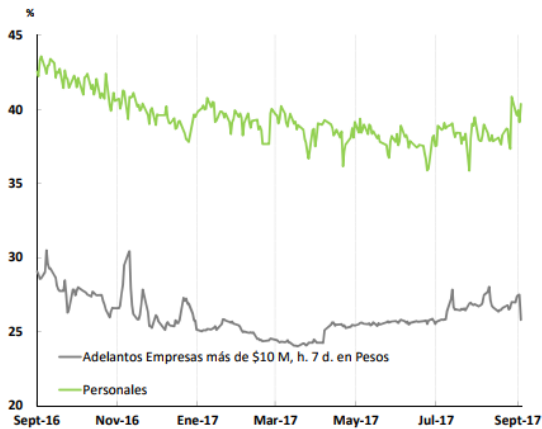
El ritmo de crecimiento de los préstamos se viene acelerando marcadamente desde principios de año. La expansión interanual alcanza el 40%, nada menos que 17 puntos por encima de la inflación. Si bien, como marcamos, la tasa de referencia del BCRA trepó en los últimos meses, la tasa de los préstamos se mantuvo prácticamente constante. Esto se debe a que el costo de fondeo de los bancos, tasa a la cual remuneran los depósitos, no acompañó la suba de la tasa del BCRA.

Con lo cual, estos meses vemos una tasa de referencia del Central muy alta en términos reales, pero con remuneraciones de depósitos y préstamos que no acompañaron la dinámica de la tasa "madre". El rebote en la actividad económica convive con un crecimiento muy marcado del crédito.

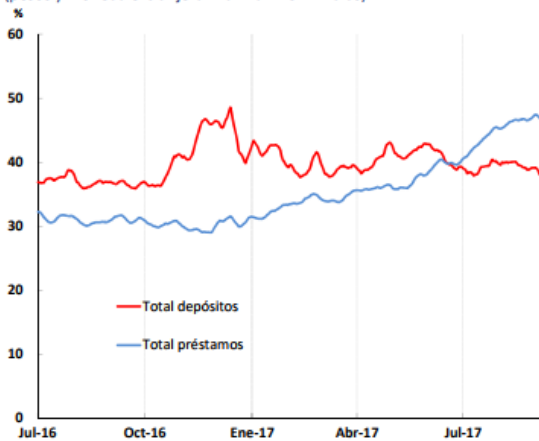
Claramente esta dinámica no puede durar indefinidamente. La llave, como siempre, la tendrá la inflación. De bajar un escalón, el BCRA tendrá margen para reducir las tasas de interés, aun cuando la inflación se ubique por fuera de la meta, sobre todo luego de la reciente baja del tipo de cambio. Como marcamos en otras oportunidades, quizás es más sano para nuestra economía que la inflación baje más despacio de

lo que el Central pretende, pero que esa baja no sea a costa de un mayor atraso cambiario. Por suerte hasta el momento, gracias en parte a la debilidad del dólar a nivel global, esto es lo que viene sucediendo. Una política monetaria más ortodoxa en términos de tasas podría lograr bajar la inflación pero con un intolerable atraso cambiario. Esperamos que predomine el pragmatismo.

Tasas de Interés de Préstamos en Pesos al Sector Privado



Total de Préstamos y Depósitos - Sector Privado
(pesos y moneda extranjera - var. i.a. Prom. 7 días)



Fuente: Informe monetario diario.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe