

TASAS DE INTERÉS: CALIBRANDO EL ENFOQUE

10 de OCTUBRE de 2018

El nuevo esquema monetario implementado está logrando resultados positivos en su principal objetivo de estabilizar el tipo de cambio. Inclusive ayer, a pesar del contexto externo desfavorable, se logró mantener la estabilidad cambiaria. Pero el costo ha asumido una tasa de interés en pesos muy alta. El esquema propuesto define las cantidades de dinero que se deben esterilizar y por lo tanto la tasa de interés se define diariamente de acuerdo con la oferta y demanda de pesos. Esto genera la necesidad de analizar de manera diferente todos los factores que afectan a la liquidez de la banca.

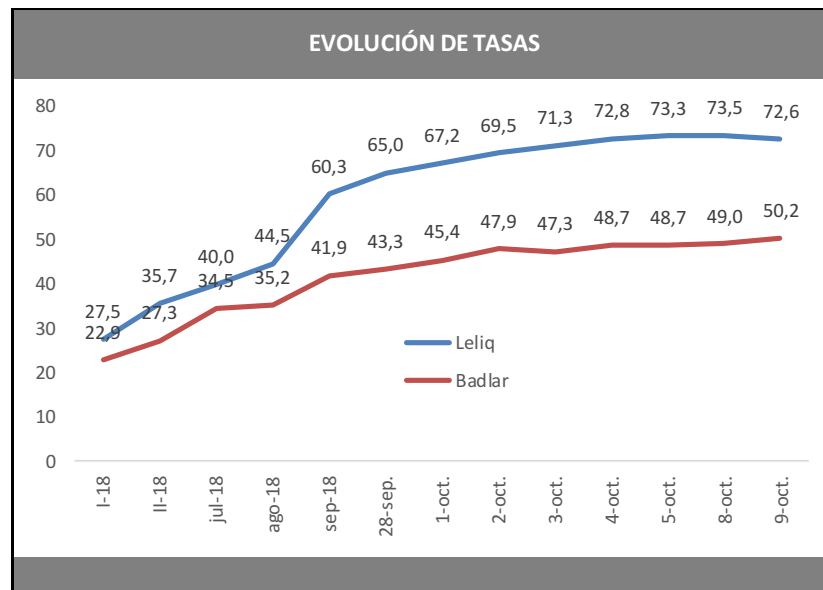
Las últimas licitaciones muestran que el mercado se está acomodando a niveles de tasas de interés bien altas. Las referencias actuales pasan por tres indicadores, las Leliq como mercado formador de precio, el Tesoro con las Lecap en el segmento medio de la curva y los depósitos en pesos (remunerados o plazos fijos) como complemento.

Uno de los objetivos principales de la nueva política monetaria es conseguir que el nivel de tasas de las operatorias de Leliq se traslade a los inversores minoristas, para fomentar el ahorro en ese segmento y desalentar la dolarización y bajar las presiones inflacionarias. Eso se ha logrado de manera parcial en las últimas semanas.

El principal factor que juega en ese sentido es la restricción de liquidez que ha sufrido la banca. Las sucesivas subas de encajes y las absorciones vía Leliq han generado un problema de liquidez diferente para la banca. En los últimos 10 años no se habían afrontado restricciones severas de liquidez. Esto implica un nuevo desafío, porque si bien no hay caída de depósitos y los encajes aseguran una muy buena cobertura de los mismos, los bancos se han quedado sin capacidad de crecer en crédito.

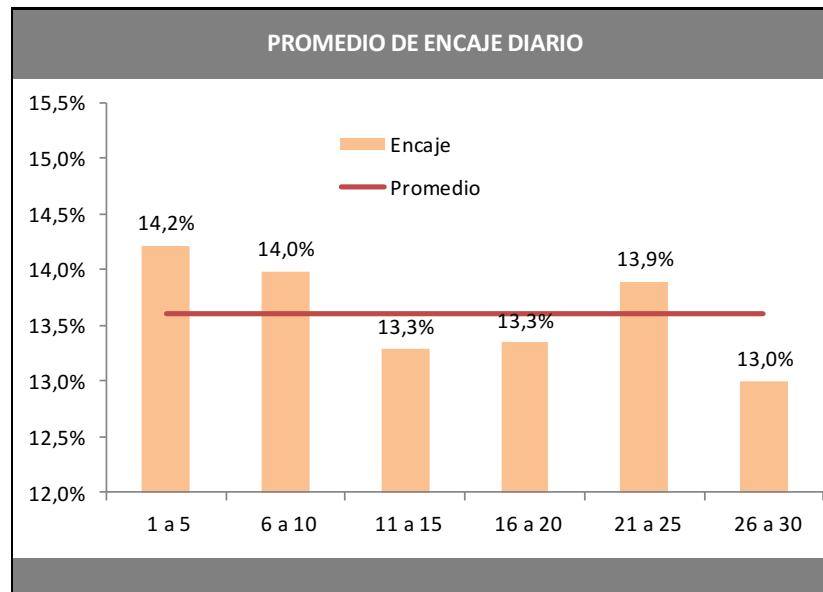
Resulta paradójico, pero hoy los bancos tienen \$500.000 millones excedentes en Leliqs, Pases y Lebacs, pero no los pueden usar para crecer en crédito. Esto sucede porque el BCRA se planteó como objetivo pagar la tasa que sea necesaria para evitar que aumente la base, por lo tanto

no existiría cancelación de esos instrumentos. Básicamente lo que sucede es una competencia entre empresas, bancos y BCRA por esos fondos. Donde el BCRA está dispuesto a pagar la tasa que sea necesaria para captar esa liquidez. Esto nos lleva a esperar una caída nominal del crédito en los próximos meses.



Adicionalmente hay que considerar que los bancos deben cumplir con sus encajes mensuales. La estrategia habitual consiste en sobrecumplir la meta mensual en las primeras semanas para luego no tener la urgencia de salir a buscar los fondos.

Esa estacionalidad entrará en conflicto con la necesidad de absorber pesos del BCRA. Por lo tanto podríamos estar viendo ciclos parecidos todos los meses, con mayor presión sobre las tasas las primeras jornadas y algo menos de demanda en las semanas posteriores.



El comportamiento de las primeras jornadas de las nuevas licitaciones diarias de Leliqs parece haber ido en esa dirección, con una suba inicial de la tasa y ya en la última licitación se comenzó a ver un leve retroceso. La otra consecuencia directa de esta política es la caída del crédito en términos nominales. Es decir que los bancos han desacelerado la originación de crédito ubicándose ya por debajo de los vencimientos de capital. Esto es un fuerte efecto contractivo en especial para las empresas, porque no pueden competir con las altas tasas y bajo riesgo del BCRA.

El otro efecto de esta política monetaria absorbente es la suba de las tasas en las licitaciones de Lecaps. La licitación de ayer mostró un aumento significativo en la tasa que llegó a 59,34% anual por un plazo de 139 días.

Recién la semana próxima, cuando se produzca un nuevo rescate de Lebacs, estos instrumentos podrían tener mayor demanda.

Mientras tanto es lógico esperar que la restricción monetaria implique bajo aumento de depósitos (acotado a los rescates de Lebacs o cambios en el circulante) y caída nominal del crédito.

Para próxima semana hay que estar atento a la manera en que se resuelve el rescate de Lebacs. Esa operatoria puede implicar un aumento de

depósitos con la consiguiente necesidad de integrar encajes (la parte de efectivo), pudiéndose restringir nuevamente la liquidez, dado que el BCRA necesitará esterilizar el efecto expansivo de las Lebacs. Ese proceso puede implicar una retracción adicional del crédito.

Solamente si el tipo de cambio llega a la banda inferior, se podría producir una flexibilización de la política monetaria y una reducción más acelerada de la tasa de interés.