

EL BCRA ESPERA MAYOR INFLACIÓN Y BUSCA PONERLE UN PISO A LA TASA PASIVA

Viernes 03 de Marzo de 2017



En enero el dato de inflación resultó inferior a lo esperado por el mercado, pero aún así el BCRA mantuvo su política de tasas de interés, sin generar cambios en el corredor de pasas. El factor que alentó este comportamiento fue la posibilidad bastante cierta de que en febrero y marzo se acelere el ritmo inflacionario.

El nivel actual de tasas pasivas genera algún grado de incomodidad para el BCRA, en especial porque las tasas de los plazos fijos minoristas están rindiendo 17% anual o menos. Esa tasa no supera el ritmo de inflación previsto para los próximos 3 meses, que según el REM es del 22% Anualizado.

PLAZOS FIJOS: Matriz de tasas por monto y plazo

Tasa % Anual	TOTAL		Apertura por Tramo de Plazo		
	Part %	Tasa	de 30 a 44	de 45 a 59	+ de 60
Hasta \$99.999	9,5%	16,9	16,8	17	17
a \$499.999	29,7%	17,3	17,3	17,4	17,4
a \$999.999	11,7%	17,8	17,7	18,3	18,1
De \$1.000.000	49%	19,9	19,5	23,1	20,3
TOTAL	100%	18,6	18,4	21,3	18,8

En un esquema de metas de inflación, la tasa pasiva tiene que ser positiva en términos reales para asegurar que los excedentes de liquidez se canalizan hacia el sistema financiero y allí se pueden direccionar hacia el crédito o esterilizarse si no hubiera demanda.

En los últimos meses el sistema financiero ha ido reacomodando sus tasas a un escenario de menor inflación y ello implica menos spread para las entidades financieras. La baja de tasas activas se ha combinado con la decisión del BCRA de permitir remunerar a las cuentas a la vista y por ende se ha afectado el spread de las entidades. Ante la inminencia de ese escenario de menor spread los bancos han buscado todas las alternativas posibles para tratar de



atenuarlo y una de ellas sin dudas es promover una baja acelerada de las tasas pasivas.

Es que las tasas activas han bajado de manera acelerada en los últimos meses. Desde el segundo trimestre hasta ahora la caída promedio ha sido de 6,5 puntos porcentuales, pero con retrocesos de casi 12% en Lebacs, de 10 puntos en las operaciones activas de las MeGras, de 9,5 puntos en el segmento PyME y de solamente 3,7 puntos en el segmento de individuos.

LOS PLAZOS FIJOS HAN PERDIDO ATRACTIVO GRACIAS A SUS BAJAS TASAS

En contrapartida el costo de fondeo ha caído en menor proporción (4,1 puntos en promedio). Esto implica que el spread de las entidades va descendiendo. Eso se da en un contexto en donde todavía existen excesos de liquidez que son canalizados hacia los diferentes mecanismos de esterilización del BCRA (Pases y Lebacs). Esto implica que las entidades tienen poco incentivo a competir por captar los depósitos a plazo pagando tasas mayores.

Las tasas de los plazos fijos, y en especial las de operaciones de menor monto, han ido perdiendo atractivo, obligando a los inversores que buscan algo más de rendimiento a ir hacia otras opciones. Inclusive la compra de dólares minorista se ha ubicado en los últimos meses en niveles récord.

Al BCRA le interesa que estas tasas no pierdan atractivo, ya que son un factor central de la política monetaria. Por ello es probable que siga manteniendo elevadas las tasas de pases pasivos, de manera que los bancos puedan obtener un margen captando a plazo fijo y colocando en pases. Siempre a la espera de una reacción de la demanda genuina de crédito.

El BCRA hasta ahora sostenía estas tasas sobre la base de no mover el corredor de pases pasivos / activos, pero ayer sumó una nueva medida en esa dirección, que fue la reducción de encajes en 2 puntos porcentuales. Esta medida buscó corregir el exceso de integración que se generó sobre la base de la dificultad de las entidades para deshacerse de billetes físicos y dejarle margen a las entidades para retribuir mejor a sus depositantes.

Las expectativas de mercado muestran que la tasa de Política Monetaria recién comenzaría a bajar en 2 meses, ubicándose en niveles del 20% para fin de año. Estas expectativas son coincidentes con las dificultades que está enfrentando el BCRA para lograr contener las expectativas de inflación.

El último relevamiento del REM muestra como no ha descendido la expectativa inflacionaria





y que en coincidencia el nivel de tasa de política monetaria tarda en descender.

Así como no han logrado alinear la expectativa inflacionaria, si han tenido éxito los recientes anuncios en materia fiscal. El Resultado Primario esperado por el REM está alineado con la meta del año. Algo parecido sucede con el crecimiento económico, donde el mercado espera una recuperación del 3%.

La única variable para la cual el mercado ha ajustado significativamente su expectativa de variación es para el tipo de cambio, que actualmente muestra una devaluación implícita anual del 13,5%. En la medida que el tipo de cambio se mantiene estable, cada vez es mayor el ritmo de devaluación que se necesita para alcanzar el nivel de \$/u\$s 18,50 (+16,7% de devaluación) que se esperaba a fines de 2016. Esto ha hecho que hoy el mercado espere un nivel de tipo de cambio para fin de año de \$/u\$s 18. Ello sigue implicando un ritmo de depreciación hasta fin de año del 20%.

REM Dic-16

REM Feb-17

	REM Dic-16					REM Feb-17				
	IPC-INDEC	TASA PM	TIPO DE CAMBIO	PBI REAL	RESULTADO PRIMARIO	IPC-INDEC	TASA PM	TIPO DE CAMBIO	PBI REAL	RESULTADO PRIMARIO
	Var m/m	Tasa % Anual	\$/U\$D			Var m/m	Tasa % Anual	\$/U\$D		
Dic-16										
Ene-17	1,7	23,8	16,05	1					1,1	
Feb-17	1,6	23	16,3							
Mar-17	1,7	22,7	16,45							
Abr-17	1,8	22	16,61	1,5		2	24,25	16	1,3	
May-17	1,5	21,5	16,8							
Jun-17	1,5	21,1	17							
Jul-17										
Ago-17						1,4	21,63	16,8		
2017	21	18,8	18,49	3	-450	20,8	20	18	23,1	-430
2018	14,9	14,1	21,01	3,3	-424	14,9	15,25	20,45	21,3	-410
2019	9,7			3,5		9,5			21,3	

En síntesis, en este escenario es probable que el BCRA siga manteniendo estable la tasa de política monetaria, para controlar la eventual aceleración de precios de febrero-marzo y a su vez para tratar de mantener las tasas pasivas mayores a la inflación e incentivar el desarrollo del sistema financiero local. La manera en que acomoda dichos incentivos genera por ahora un mercado cambiario que sigue estancado.