

¿HACIA DÓNDE VA LA TASA DE INTERÉS?

Viernes 21 de Julio de 2017

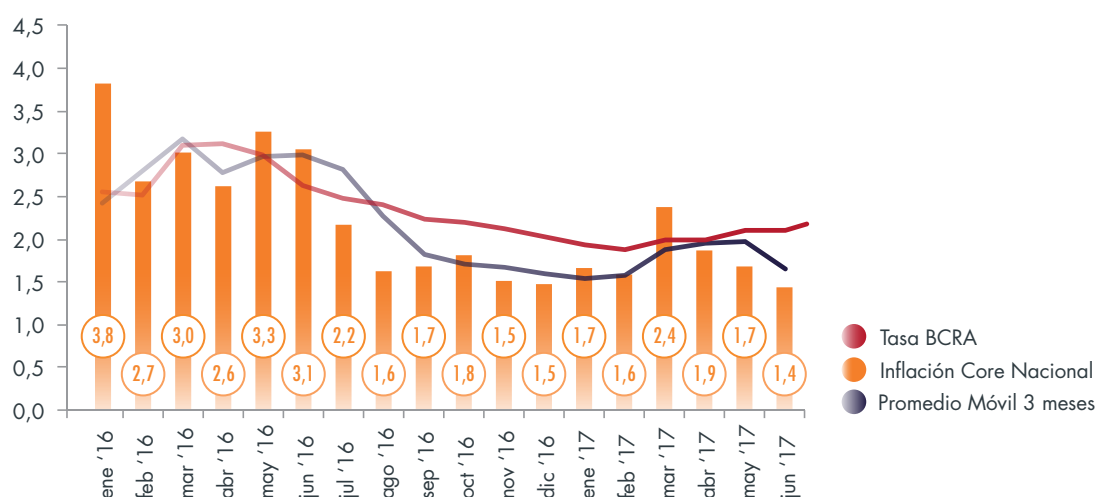


En la licitación de Lebacs de esta semana el BCRA convalidó una suba en las tasas de interés que ya se había anticipado a través de sus operaciones en el mercado secundario.

La nueva tasa de corto plazo (26,5%) es un punto porcentual mayor a la que surgió en la licitación de junio. En un primer análisis, éste alza de la tasa de interés no parece estar vinculada con los últimos datos de inflación, que mostraron un muy leve descenso, siempre poniendo el foco en el indicador de inflación núcleo.

Hasta ahora el BCRA había reaccionando con suba de tasas ante incrementos en el ritmo inflacionario, como sucedió en el primer trimestre de este año o en marzo de 2016. En este caso, la inflación núcleo viene con tendencia descendente, desde el nivel de 2,4% promedio alcanzado en marzo de 2017.

INFLACIÓN NÚCLEO Y TASA DE INTERÉS



Bajo esos datos, solamente se entiende la suba reciente en la tasa de interés por dos alternativas posibles:



**DECISIÓN DE
ENDURECER
LA POLÍTICA
MONETARIA**

Ya sea por una expectativa de aumento para julio de la inflación núcleo o por el entendimiento de que el ritmo actual es incompatible con las metas de inflación. Este es el mensaje que transmite el BCRA. Ello implica que las tasas deberían mantenerse altas hasta que el ritmo inflacionario se encuadre con la meta. Esto implicaría un alza en la tasa de pasés el 29 de julio. Básicamente es un escenario en donde las tasas son más altas en términos reales hasta que efectivamente se encuadren los ritmos inflacionarios. Si bien la meta planteada es del 17% para la inflación total (incluyendo tarifas), dado que dicho objetivo ya luce de muy poco probable cumplimiento, al menos se debería buscar que la inflación núcleo del año no supere esa magnitud. En ese caso, el ritmo que se debería sostener hasta fin de año es de menos del 1% mensual. Ello implica que solamente cuando el ritmo inflacionario se encuadre en esas cifras, el BCRA podría retomar la senda de disminución de las tasas.

**DIFICULTADES
PARA ESTERILIZAR
Y MERCADO
CAMBIARIO**

Otra alternativa no explicitada por el BCRA es que las intervenciones en el mercado secundario para absorber excedentes de liquidez se hicieron más complicadas en un contexto de suba del tipo de cambio y por ello requirió un aumento en las tasas de interés. La reciente suba de la tasa de Lebacks en el mercado secundario coincidió con el aumento en el tipo de cambio nominal. En ese marco, el BCRA debió esforzarse para seguir esterilizando y evitar así que los agregados monetarios continúen expandiéndose a ritmos mayores al 30% anual. En las últimas licitaciones no renovó los vencimientos, pero previendo dichos comportamientos, operó intensivamente en el mercado secundario de Lebacks absorbiendo excedentes de liquidez. Independientemente de ello, los agregados monetarios siguen con un ritmo de expansión alto.

En ambos casos queda claro que por ahora no están dadas las condiciones para que el BCRA retome la baja en la tasa de interés. Ya sea porque el ritmo inflacionario todavía no se redujo lo suficiente o porque la expansión de agregados monetarios y la volatilidad del dólar complican la política de esterilización.

Independientemente de ello, las licitaciones de Lebacks han perdido relevancia. A esta altura del año el BCRA ya ha cumplido su objetivo de contar con un mercado secundario lo suficientemente profundo que le permita operar allí y no depender de las licitaciones.

El cuadro muestra como la esterilización ya no depende de las operaciones primarias de Lebacks, sino que es el mercado secundario el marco en el cual el BCRA esteriliza y define la tasa de interés.





Datos en Arg \$ M	Esterilización	Pases	LEBACS		
			Total	Primario	Secundario
Ene - '17	-14.884	-28.584	13.700	11.268	2.432
Feb - '17	-49.638	-72.202	22.564	-8.613	31.177
Mar - '17	-100.597	-24.516	-76.080	-8.081	-67.999
Abr - '17	-4.484	23.683	-28.167	62.993	-91.160
May - '17	-61.812	44.120	-105.932	33.236	-139.168
Jun - '17	32.761	-7.027	39.788	136.722	-96.934
Jul - '17	90.940	75.715	5.225	81.000	-75.775
ACUMULADO 7M	-117.714	11.189	-128.903	308.525	-437.429

Si bien, un mercado secundario profundo y líquido permite administrar mejor el instrumento de las Lebac para la esterilización, la magnitud que ha adquirido el stock de Lebac en relación a los agregados monetarios y al nivel de reservas es un tema a monitorear. Hoy el stock de Lebac es de usd 56.000 millones, de los cuales usd 23.000 están en poder de los bancos y los usd 33.000 restantes en fondos de inversión e inversores particulares. Esto implica que lo captado por Lebac de inversores no bancos equivale al 80% de los depósitos a plazo fijo del total del sistema financiero y al 70% del stock de reservas. El stock total de Lebac ya supera a la Base Monetaria por un 15%. Además, el 80% de las Lebac tienen un vencimiento menor a los 70 días.

Las Lebac se han convertido en el instrumento central de la Política Monetaria y le permiten al BCRA operar diariamente, habiendo logrado el objetivo de darle liquidez al mercado secundario, pero por su magnitud se están convirtiendo también en una restricción para el crecimiento de la intermediación financiera y en un riesgo potencial ante eventuales desequilibrios. Hoy están dadas las condiciones para que con un manejo prudencial de dichos activos el BCRA tenga bajo control dicho mercado, pero ante shocks (internos o externos) esta masa de recursos de alta volatilidad podría implicar un riesgo.

Esto hace que el BCRA debe ser cuidadoso al momento de definir las tasas de interés. Por lo tanto creemos que el descenso en la tasa será más lento de lo esperado anteriormente, ya que para poder avanzar en ese camino debería descender significativamente el ritmo inflacionario y combinarse con un escenario político que permita estirar el plazo de las Lebac, desconcentrando vencimientos y permitiendo un aumento genuino de la demanda de dinero.