

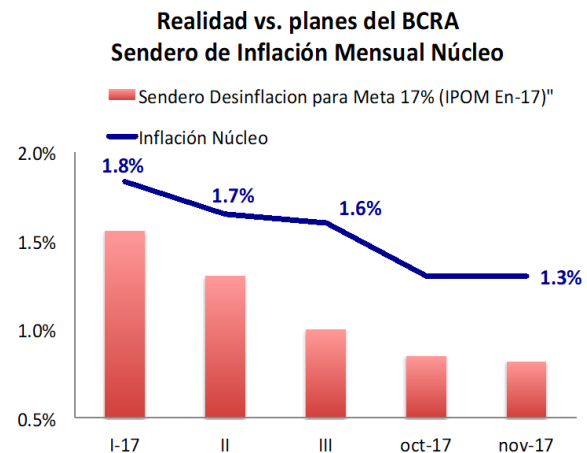
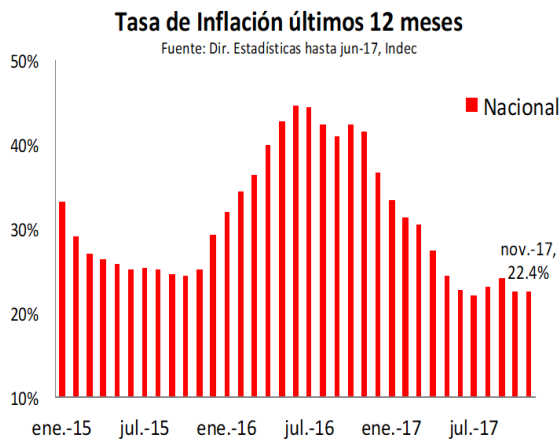
Tasas de Interés y la batalla del BCRA contra la inflación: Efectos deseados y no deseados

*Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL
Diciembre de 2017*

En los últimos meses mucho se ha debatido sobre el accionar del Banco Central en su lucha contra la inflación y su principal herramienta: la tasa de interés. En las siguientes líneas se analizará la efectividad de la misma sobre la evolución de los precios, sus posibles efectos adversos y las perspectivas para 2018.

Evolución de la inflación

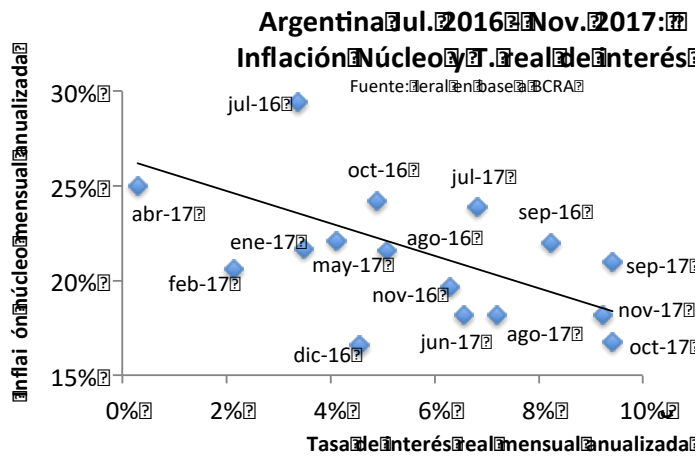
Como puede observarse en los siguientes gráficos, la tasa de inflación en la economía de nuestro país está cayendo aunque a un menor ritmo que el esperado por la autoridad monetaria. Considerando la inflación núcleo (neta de tarifas reguladas y de precios estacionales) mensual, en los últimos dos meses, la misma ha alcanzado una de las variaciones más bajas. La evolución de esta variable en el último semestre ha sido del 1.5% mensual (promedio), equivalente en términos anualizados a un poco menos del 20% anual. Esta cifra, resulta bastante inferior al promedio de los últimos 5 años (2.2% mensual - equivalente al 30% anual) y se ha dado en un contexto sin inflación reprimida (desaparecieron los controles tanto cambiarios como de precios máximos) y con un ajuste importante de precios relativos (tarifas).



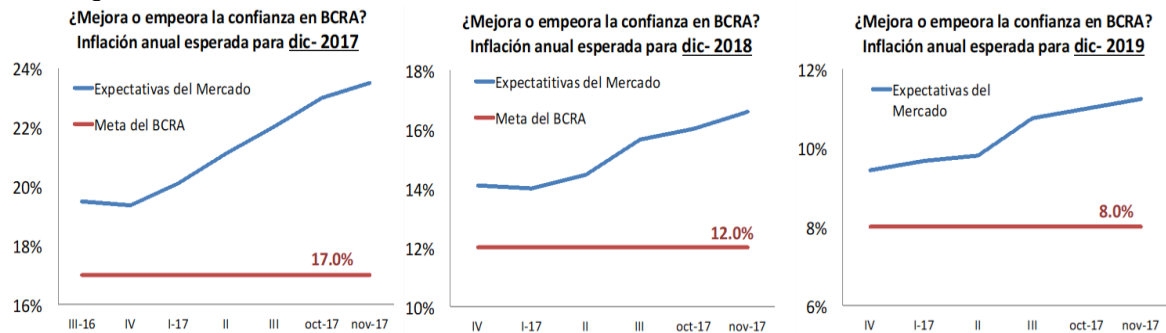
El mecanismo de desinflación

A diferencia de la mayoría de los episodios de estabilización en Argentina donde se utilizó como ancla de precios al tipo de cambio, en el actual sistema monetario de Metas de Inflación, el Banco Central deja que el mercado determine el tipo de cambio pero fija la tasa de interés de corto plazo en función de sus metas inflacionarias: mientras más se aleje la inflación (y las expectativas inflacionarias) de la meta establecida, más alta debe establecer la tasa de interés real (neta de expectativas de

inflación) para poder absorber el excedente de pesos de la economía y reducir así las fuentes primarias que alimentan el proceso inflacionario. De esta forma, de acuerdo a lo esperado, durante el proceso de desinflación, debería existir una relación inversa entre la evolución de la tasa de interés real (fijada por la autoridad monetaria) y la inflación. Como puede corroborarse en el siguiente gráfico, ésto es lo que ha ocurrido en nuestro país en el último año y medio desde el inicio del esquema de Metas de Inflación:



En los últimos meses, si bien como se mostró anteriormente la inflación ha seguido disminuyendo, como por un lado, esta caída aún es bastante menor a lo esperado por el Banco Central y por otro lado, las expectativas de la inflación para los próximos años también se han alejado de las metas inflacionarias, la autoridad monetaria aumentó las tasas reales de interés de corto plazo llevándolas a los valores más altos desde el inicio del esquema de Metas de Inflación.



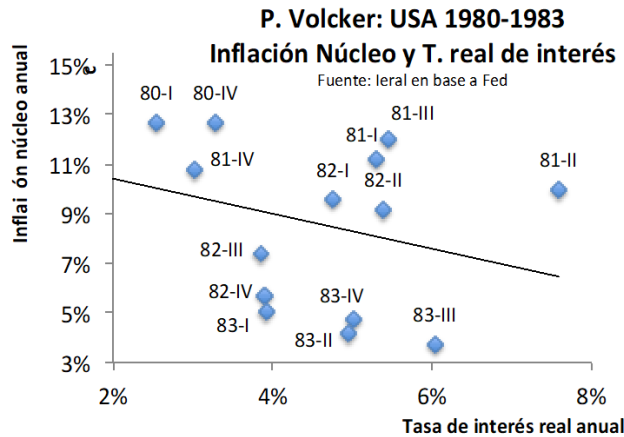
¿Son demasiado altas las tasas de interés?

Como se analizaba anteriormente, las tasas de interés reales de los últimos tres meses son las más altas desde el inicio del esquema de Metas de Inflación. Estas altas tasas se explican básicamente por dos motivos: la evolución de la variación en los precios cae más lentamente que lo esperado por el Banco Central y las expectativas de la inflación para los próximos años tampoco convergen a las metas establecidas de la autoridad monetaria.

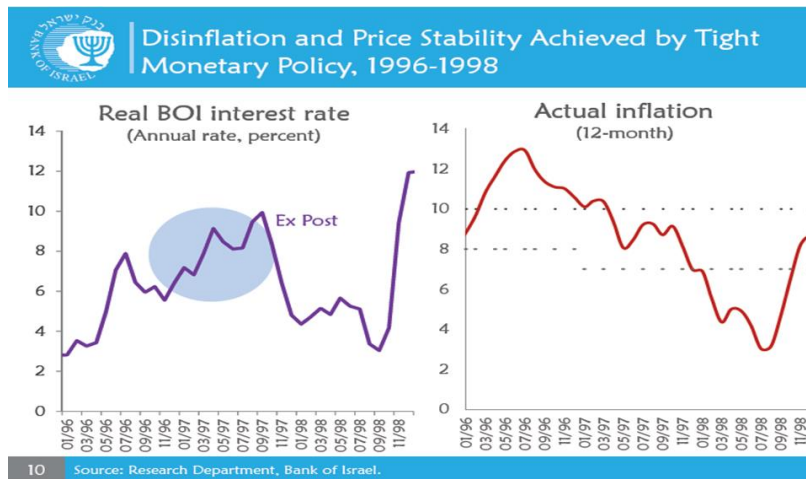
Dadas estas razones, es perfectamente entendible bajo el actual esquema de Metas de Inflación que el Banco Central haya elevado las tasas de interés. Sin embargo, estas razones no permiten dilucidar si los actuales niveles pueden resultar demasiado altos o no. La verdadera respuesta de esto, claramente la dará el tiempo con la propia evolución de la inflación así como también la del resto de las variables afectadas por dicha tasa de interés (nivel de actividad económica, tipo de cambio, etc.).



No obstante, una forma de evaluar si las actuales tasas son demasiado altas o no, es comparar los niveles de las mismas con otras experiencias de desinflaciones. En las numerosas experiencias internacionales de desinflación mediante tasas de interés pueden citarse dos casos muy conocidos. El primer caso es el de Estados Unidos a principios de la década de los 80's, con Paul Volcker en la presidencia de la FED. La inflación en ese país había alcanzado niveles cercanos al 13% anual y para reducir la misma, la autoridad monetaria en ese país elevó la tasa de interés fuertemente llevándola niveles similares a los que hoy presenta la economía de nuestro país.



Otro caso similar es el de Israel, donde a mitad del año 1996, la inflación también se había acelerado alcanzando cifras cercanas al 14% anual y el Banco Central de ese país decidió elevar fuertemente la tasa de interés real a niveles también muy parecidos a los que actualmente tiene nuestro país.



Si bien las tasas reales de interés utilizadas tanto en USA (a principios de los 80's) como en Israel (en 1996) fueron similares a las actualmente vigentes en nuestro país, una importante diferencia entre estas economías y la nuestra, es que los niveles de tasas de inflación existentes en aquellos países eran bastante menores a los de Argentina en la actualidad. Es decir, en sus respectivos años, los bancos centrales de USA e Israel en su lucha contra la evolución de los precios, utilizaron una artillería bastante parecida a la que actualmente usa nuestro Banco Central pero la magnitud del enemigo (la

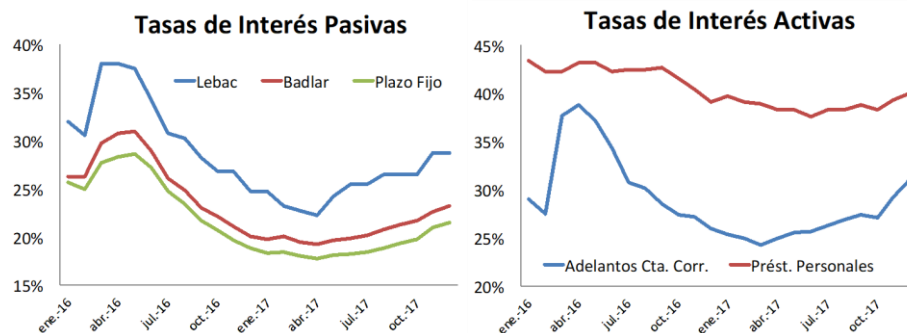
inflación) en los casos de USA e Israel era claramente menor a la que actualmente tiene nuestra economía.

Efectos no deseados de las altas tasas de interés

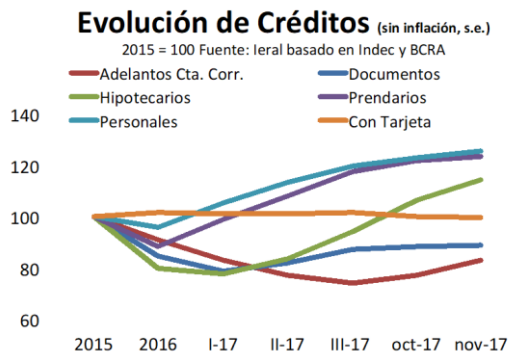
El hecho que las actuales tasas de interés no resulten en términos relativos demasiado altas comparadas con las experiencias de USA e Israel, no significa que el nivel de las mismas no genere importantes riesgos en la economía de nuestro país. Como en el caso de los medicamentos que suelen tener contraindicaciones, las altas tasas de interés, si bien ayudan a reducir la inflación, también pueden generar problemas sobre otras importantes variables en la economía.

Uno de los **primeros efectos no deseados de las altas tasas de interés es sobre el nivel de actividad económica**. Altas tasas de interés estimulan un mayor ahorro y reducen el nivel de gasto de la economía y esto claramente puede afectar la recuperación que tiene el nivel de actividad en nuestro país. La evidencia de las experiencias internacionales anteriormente analizadas no resulta muy clara en este aspecto. Si bien USA entró en un importante proceso recesivo luego del fuerte aumento en las tasas de interés (su economía se contrajo casi 2% en 1982); en el caso de Israel, las consecuencias positivas de la reducción en la inflación resultaron más importantes que el ascenso en las tasas de interés y la economía se expandió fuertemente tanto en 1996 (6%) como los años subsiguientes (4%).

En Argentina, como puede apreciarse en los siguientes gráficos, las mayores tasas de interés de corto plazo fijadas por el Banco Central han repercutido positivamente tanto las tasas de interés tanto pasivas (captación de ahorro) como activas (préstamos).



El aumento en las tasas de interés activas puede afectar negativamente la demanda de préstamos de la economía y de esta forma, afectar el nivel de actividad. Los datos disponibles hasta el momento, muestran que, a pesar del aumento en las tasas de interés, la dinámica de los créditos (netas de inflación) aún no parece haber sido afectada significativamente como puede observarse en el siguiente gráfico:



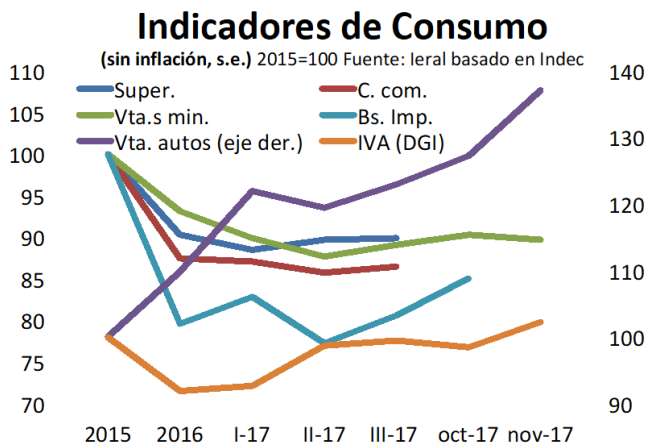
Entre los sectores que podrían potencialmente ser más afectados por la suba de tasas probablemente están los relacionados al consumo ya que los proyectos de inversión



estarían más afectados por las tasas de interés de mediano plazo que responden más a la prima de riesgo país que a la evolución de las tasas de corto plazo. En este sentido, los datos actuales aún no muestran efectos nocivos sobre la inversión aunque claramente no hay todavía demasiada información disponible para el cuarto trimestre.



El aumento de las tasas activas de interés para préstamos personales y para tarjetas de crédito, como así también las mayores tasas de interés para ahorro (pasivas) podrían afectar negativamente la evolución del consumo. Sin embargo, ya sea por la influencia positiva de otras variables (recuperación de salario y del empleo, mejora en los indicadores de confianza del consumidor, etc.) y/o por los mayores préstamos personales (a pesar del aumento en las tasas), la dinámica de los principales indicadores de consumo aún no parecen verse resentidos por el aumento en las tasas de interés impulsadas por la autoridad monetaria.

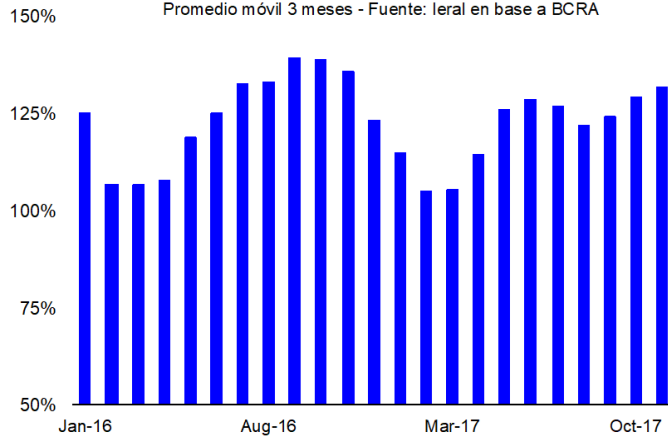


Otro de los efectos no deseados de las altas tasas de interés es sobre la hoja de balance del Banco Central y la solvencia de esta entidad. El instrumento por el cual la autoridad monetaria sube las tasas de interés de corto plazo y absorbe el excedente de liquidez del mercado es a través de la colocación de deuda con las letras Lebacs. Si bien el Banco Central en los últimos meses solamente ha aumentado el stock de esta deuda (mayor pasivo) comprando reservas internacionales (aumento de activos), como la tasa de interés de las Lebacs (en pesos) es mayor que la suma de las tasas que rinden las reservas del Banco Central (tasa internacional) y la tasa de devaluación del tipo de cambio, el coeficiente pasivos / activos remunerados del Banco Central ha venido aumentando en los últimos meses y por lo tanto, deteriorando la hoja de balance y la solvencia de la autoridad monetaria.



BCRA: Ratio Pasivos y Activos Remunerados

Promedio móvil 3 meses - Fuente: leral en base a BCRA

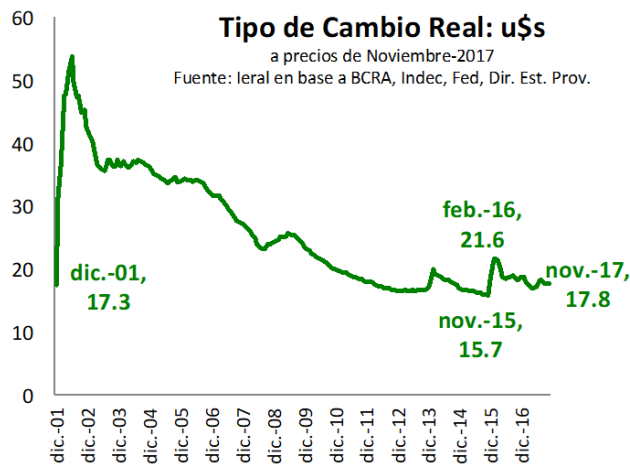


Por último, **entre los principales efectos no deseados de las altas tasas de interés también es importante destacar el efecto positivo sobre la entrada de capitales financieros**, que sumadas al endeudamiento para financiar las cuentas públicas, afectan negativamente al tipo de cambio real (poder adquisitivo de las divisas) y al déficit de cuenta corriente (ingresos menos gasto total de la economía).

Tipo de Cambio Real: u\$s

a precios de Noviembre-2017

Fuente: leral en base a BCRA, Indec, Fed, Dir. Est. Prov.



Perspectivas para 2018

De acuerdo al relevamiento de expectativas de mercado realizado por el Banco Central (REM), la tasa de inflación general durante 2018 debería continuar bajando a niveles cercanos al 16.6% anual hacia fines de dicho año. Para la inflación núcleo, la caída es un poco más acentuada ya que se espera que la misma alcance niveles cercanos al 15% hacia fines del 2018. De cumplirse esta dinámica esperada por el mercado, le permitiría al Banco Central ir reduciendo las tasas de interés nominales que podrían bajar a niveles cercanos al 22% hacia fines del 2018. De esta forma, la tasa real también debería reducirse del casi 9% registrado en los últimos meses (septiembre / noviembre de este año) a niveles cercanos al 6% hacia fines del 2018.

De esta forma, y de acuerdo a lo esperado por el consenso de economistas, la política de altas tasas del Banco Central para reducir la inflación continuaría en 2018 pero con menor intensidad que las registradas en los últimos meses.

Estas altas tasas reales de interés esperadas si bien permitirían continuar reduciendo el sendero de inflación en 2018, también podrían acentuar los efectos no deseados de las mismas.



BCM
BOLSA DE COMERCIO
DE MENDOZA

Por el lado del consumo, si bien se espera que continúe en ascenso durante 2018 gracias a la evolución de la masa salarial, el mantenimiento de tasas de interés altas en términos de la inflación esperada seguramente terminará reduciendo un poco el fuerte impulso que tuvieron los créditos durante 2017 (terminan el año expandiéndose a un ritmo dos veces mayor que los depósitos).

El problema del cociente pasivos / activos remunerados del Banco Central para el 2018 también podría continuar de acuerdo a las expectativas del REM. De acuerdo a este relevamiento, la tasa de interés esperada de corto plazo para fines del 2018 continuaría resultando claramente mayor al 15% o 16% representado por la suma del rendimiento que pudiesen tener las reservas internacionales más la depreciación esperada por el mercado para el tipo de cambio.

Por último, de concretarse las expectativas del mercado acerca del diferencial de tasas explicado en el párrafo anterior, también en 2018 se continuaría estimulado la entrada de capitales financieros al país y afectando negativamente la evolución del tipo de cambio real y de la cuenta corriente.