



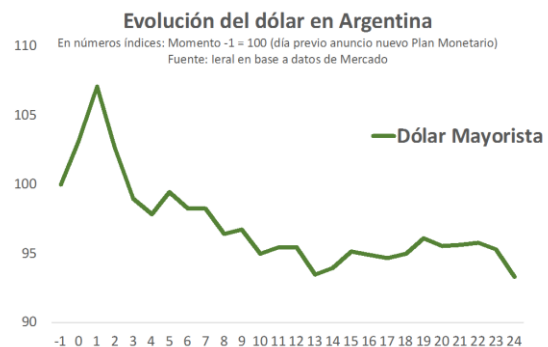
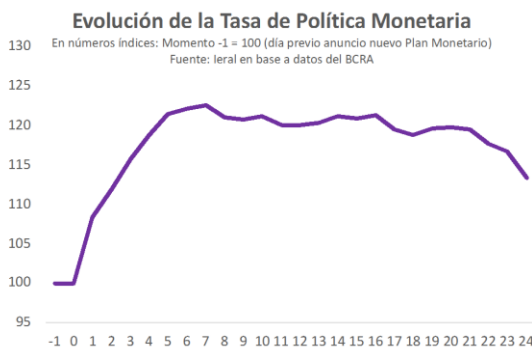
Expectativas de depreciación: clave para bajar tasas en forma sostenida

Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL

Noviembre 2018

Hace casi un mes, las nuevas autoridades del Banco Central (BCRA) lanzaron un nuevo esquema monetario por el cual, abandonaron el régimen de Metas de Inflación y se comprometieron a mantener congelada nominalmente la Base Monetaria hasta el mes de junio de 2019.

Con el nuevo esquema monetario, el BCRA dejó de fijar la tasa de interés para concentrar sus fuerzas en el congelamiento nominal de la Base Monetaria (BM) hasta junio de 2019. Durante el primer mes de funcionamiento de este nuevo marco de política monetaria se afianzó la tranquilidad en el mercado cambiario pero subieron fuertemente las tasas de interés.



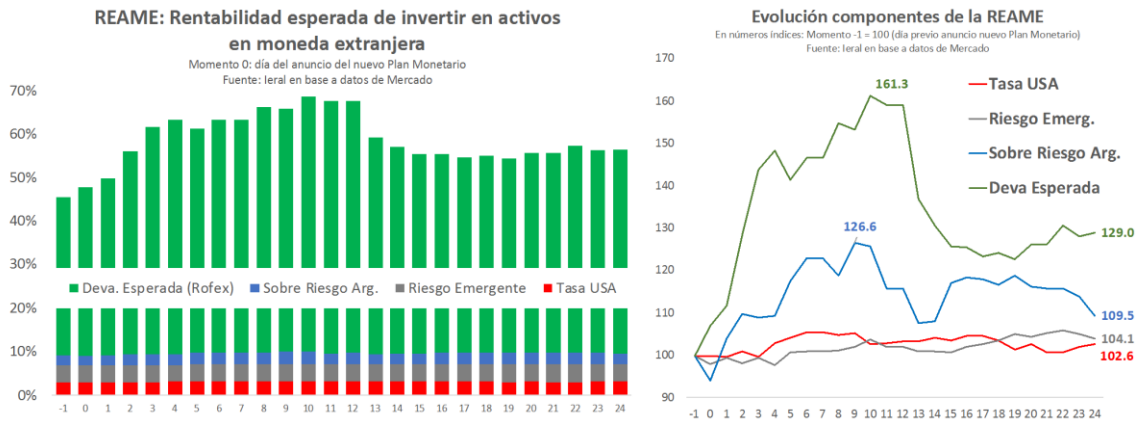
¿Por qué son altas las tasas de interés?

Las tasas de interés en pesos están íntimamente relacionadas con el accionar del mercado cambiario. De acuerdo a la teoría más convencional del tipo de cambio¹, el arbitraje entre las monedas termina igualando las tasas de interés en pesos con la **Rentabilidad Esperada** de los **Activos en Moneda Extranjera** (REAME). Esto es así porque cuando la tasa de interés en pesos resulta inferior (mayor) a la REAME, el mercado se vuelca a la compra (venta) de activos externos elevando (reduciendo) el precio del tipo de cambio hasta que se igualen los rendimientos esperados de los activos en ambas monedas.

De este modo, cuando aumenta la REAME es necesario que también suban las tasas en pesos para que no se generen disturbios en el mercado cambiario. En el transcurso de las 4 primeras semanas desde la implementación del nuevo plan monetario, todos los componentes de la REAME han subido como puede observarse en los siguientes gráficos:

¹ Krugman y Ostfeld (2012), "Economía Internacional", capítulo 14, Pearson Educación., Madrid.

- la tasa de interés internacional (bono a 10 años de Estados Unidos),
- la prima de riesgo de los países emergentes,
- la sobre tasa de riesgo de la economía de Argentina (por encima de los emergentes),
- las expectativas de depreciación de la moneda doméstica.



En este contexto de suba de la REAME, la tranquilidad del mercado monetario es solamente explicada por el fuerte incremento que registraron las tasas de interés en pesos.

Los peligros del escenario de altas tasas con dólar estable

Más allá de los perjuicios que generan las altas tasas de interés en el sector productivo, la combinación de altas tasas de interés con un dólar estable deteriora la hoja de balance del Banco Central. En este contexto, si bien el valor de los principales activos (Reservas Internacionales) de la entidad monetaria no cambia, los pasivos aumentan permanentemente y lo hacen más rápido mientras mayor es la tasa de interés. Esto es así porque bajo la regla de emisión cero de BM, los intereses de los títulos del BCRA deben ser pagados con nuevas emisiones de letras del BCRA (aumento de pasivos).

Si bien este deterioro en el balance del BCRA en el mediano plazo es un gran problema porque es totalmente inestable, su riesgo en el corto plazo resulta acotado bajo supuestos conservadores. Actualmente la relación Títulos del BCRA / Reservas Internacionales (de acá en más: TBCRA / RI), es cercana al 45%. Asumiendo una evolución del dólar similar al pronosticado por el REM² y que la tasa de interés se mantuviese en los valores actuales, la relación TBCRA / RI subiría al 63% en junio del 2019. Esto refleja claramente el deterioro en el balance de la entidad crediticia como consecuencia de las altas tasas. No obstante, como este valor se encontraría muy por debajo del registrado en diciembre de 2017 (112%), el riesgo en el corto plazo del deterioro del Balance del BCRA resultaría acotado bajo los supuestos realizados.

² Relevamiento de Expectativas de Mercado.



¿Pueden caer las tasas de interés en forma sostenida?

Asumiendo que los riesgos del actual plan³ se atenúan en el tiempo y de acuerdo a las proyecciones del FMI para el nuevo programa económico⁴, las actuales tasas de interés en pesos (cerca del 70% anual) no bajarían demasiado hasta fines de año y luego, a partir de principios del 2019, se reducirían gradualmente para llegar al 32% anual a fines de dicho año.

Más allá de las proyecciones, como se explicaba anteriormente, para que bajen en forma sostenida las tasas de interés en pesos sin generar disturbios en el mercado cambiario, debería reducirse primero la REAME. De los 4 componentes del REAME, dos de ellas resultan totalmente exógenos a la economía de Argentina (tasas de interés internacionales y riesgo de los países emergentes). Los otros dos componentes de la REAME (sobre riesgo de Argentina y expectativas de depreciación) dependen claramente del contexto y la política económica de nuestro país.

La sobre tasa por riesgo de Argentina podría caer en la medida que se afiance tanto el proceso des-inflacionario como el cumplimiento del déficit primario cero del 2019 y que los candidatos con mayores chances electorales ratifiquen su compromiso con el programa con el FMI.

En el escenario optimista, más allá de una posible caída en la sobre tasa de riesgo de Argentina, el impacto del mismo sobre las tasas de interés en pesos sería bastante acotado. Pero no sucede lo mismo con las expectativas de depreciación. Con un casi virtual congelamiento de la BM para el 2019, el actual margen de caída en las expectativas de depreciación es bastante grande y esto sí permitiría una importante caída en las tasas de interés en pesos.

Por supuesto que los 4 componentes de la REAME pueden retroalimentarse generando un círculo virtuoso (vicioso) en el caso que todas ellas se reduzcan (aumenten), pero por su magnitud, las expectativas de depreciación son las que mayor margen tienen para reducir las tasas de interés en pesos (ver gráfico REAME).

De esta forma, en la medida que el BCRA mantenga su plan de emisión cero de BM, si bien el proceso recesivo se profundizará en el corto plazo, esto tarde o temprano se traducirá en una caída de las presiones inflacionarias y permitirá reducir tanto las expectativas inflacionarias como las de depreciación de la moneda doméstica. La caída en esta última variable, al generar una reducción de la REAME es lo que

³ Ver Informe de Coyuntura del IERAL, "El segundo programa con el FMI en menos de 3 meses: ¿qué podemos esperar de ahora en más?", Editorial, Año 27, Edición 1153, 4 de Octubre de 2018.
http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3894-infdecoyuntura.pdf

⁴ Ver: IMF Staff Country Reports: Argentina: First Review under the Stand-By Arrangement, October 26, 2018, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/26/Argentina-First-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Inflation-Consultation-Financing-46309>



BCM
BOLSA DE COMERCIO
DE MENDOZA

permitiría bajar las tasas de interés en pesos sin producir disturbios en el mercado cambiario.