



cutting through complexity

FORO DE SERVICIOS FINANCIEROS

Movimientos recientes en las tasas de interés

sf.kpmg.com.ar | kpmg.com.ar



Movimientos recientes en las tasas de interés

Hace cuatro meses comentábamos que la dinámica de las tasas de interés iba a depender de la evolución de la actividad económica y de las expectativas de depreciación de los tipos de cambio¹. Una profundización de la recesión, siempre que estuviera acompañada de una reducción en la tasa de inflación, podía permitir cierta reducción en las tasas de interés, en la medida en que la menor inflación atenuara al mismo tiempo las expectativas de depreciación, luego del salto en la paridad cambiaria ocurrida en enero. Esa reducción de las tasas de interés, al mismo tiempo, se iba a dar de manera natural como consecuencia de la pérdida de dinamismo en el otorgamiento de préstamos bancarios: la mayor liquidez resultante en el sistema restaría presión al costo del dinero.

¹ Ver el informe "Tasas de interés y liquidez bancaria. Perspectivas para el futuro cercano" de este mismo Foro.

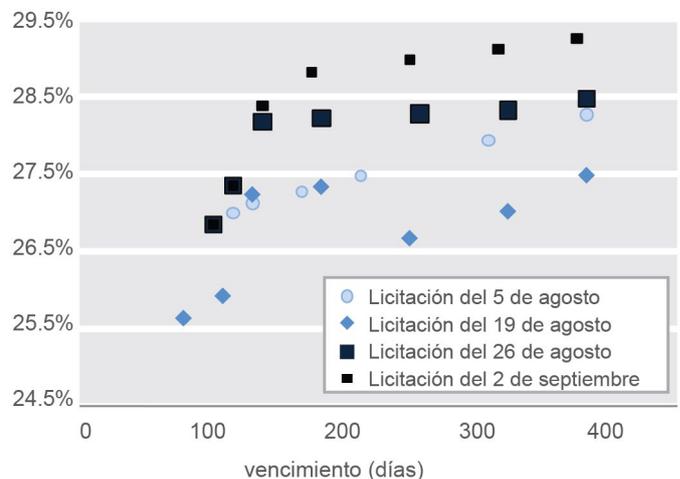


Un incremento de la inflación, por otro lado, por ejemplo a causa de una economía más pujante y en ausencia de cualquier “ancla” de precios provista por la política económica, requería de un aumento en las tasas de interés al acentuarse las perspectivas de un incremento del valor de la divisa.

En los hechos, lo que ocurrió fue que la recesión efectivamente se dilató pero la evolución de los precios, lejos de atemperarse, se aceleró en términos interanuales, dado que las variaciones mensuales de precios de los últimos meses fueron mayores a la de esos meses del año pasado. En ese marco, las expectativas de depreciación cambiaria se fueron acentuando en un contexto de un valor del dólar casi fijo o de muy leve deslizamiento al alza. La decisión de avanzar por el camino del default en el litigio con los *holdouts*, con la idea de diseñar un cambio de jurisdicción de la deuda o un “re-ruteo” de los pagos, realzaron esas expectativas. Es así como se dio la peor combinación de los dos escenarios descriptos.

A pesar de estar frente a una economía frágil, se requería un incremento de las tasas de interés para evitar una desmonetización y corrida hacia el dólar, ya sea el “oficial” a través de los escasos márgenes por lo que es factible, o el “paralelo”. Pero la política monetaria fue, en un principio, en sentido inverso: en la licitación del 12 de agosto se decidió bajar las tasas de interés de las lebac en aproximadamente 1 punto porcentual en casi todos los plazos (ese “casi” le dio a la curva de rendimientos una forma un tanto disonante, como se ve en el gráfico 1). Esa reducción se mantuvo en la licitación siguiente del 19 de agosto.

Gráfico 1. Tasas de Lebac en pesos tasa fija



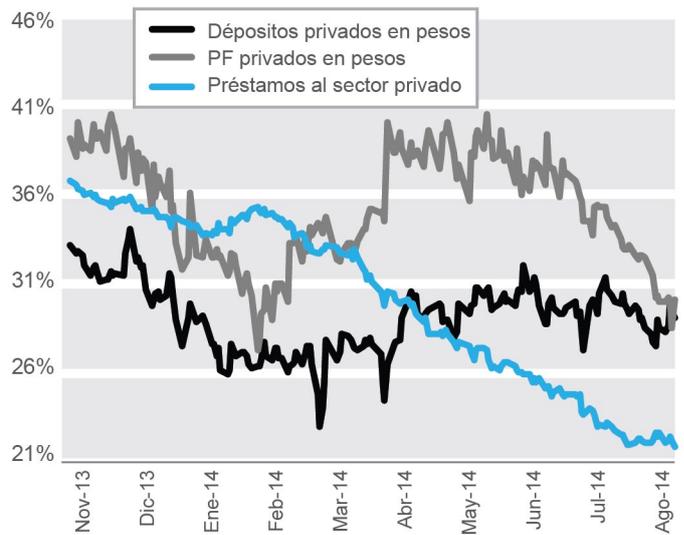
La explicación que circuló entonces era que, precisamente, la actividad económica requería de un set de tasas más bajo, de modo de estimular el consumo y la inversión. Ya mencionamos que, si bien esto es cierto, no debe descuidarse el balance que debe existir entre el rendimiento de los activos en pesos y el de los activos en dólares (la "paridad de tasas de interés"): aunque las tasas de interés en pesos sean relativamente bajas, si el rendimiento esperado de los activos en dólares es alto, será este último el que dicte el comportamiento de ahorro y consumo de los agentes. Si se percibe que es alto, los agentes ahorrarán pero con el agravante de que lo harán en dólares, lo que afectará el nivel de reservas o el precio del dólar. Es por eso que la política monetaria debe ser acompañada por una política cambiaria que intente modificar las expectativas de depreciación y, consecuentemente, el rendimiento esperado de los activos en dólares.

Otra definición se filtró semanas atrás a raíz de la reducción de tasas. Se decía que la brecha de tasas lebac/badlar se había ampliado lo suficiente como para intentar reducirla (gráfico 2). Luego de la devaluación de enero y la suba impuesta en las tasas de interés para combatir la huida contra el peso, la tasa badlar (que vendría a representar una tasa de fondeo inmediata en el mercado mayorista por parte de los bancos) también aumentó pero en menor medida. A partir de marzo comienza un gradual pero persistente descenso en las tasas pasivas bancarias que es el resultado directo de la desaceleración del crédito y el aumento de la liquidez, dado que los depósitos no se retrajeron en igual medida (ver gráfico 3). Se decidió que la tasa de las lebac acompañe esta dinámica pero en menor medida. Así como en el año 2013 ambas tasas de interés estuvieron más o menos igualadas, la brecha en agosto superó los 7 puntos porcentuales a favor de las lebac (de 12 meses).

Gráfico 2. Tasas de interés en pesos (en %)



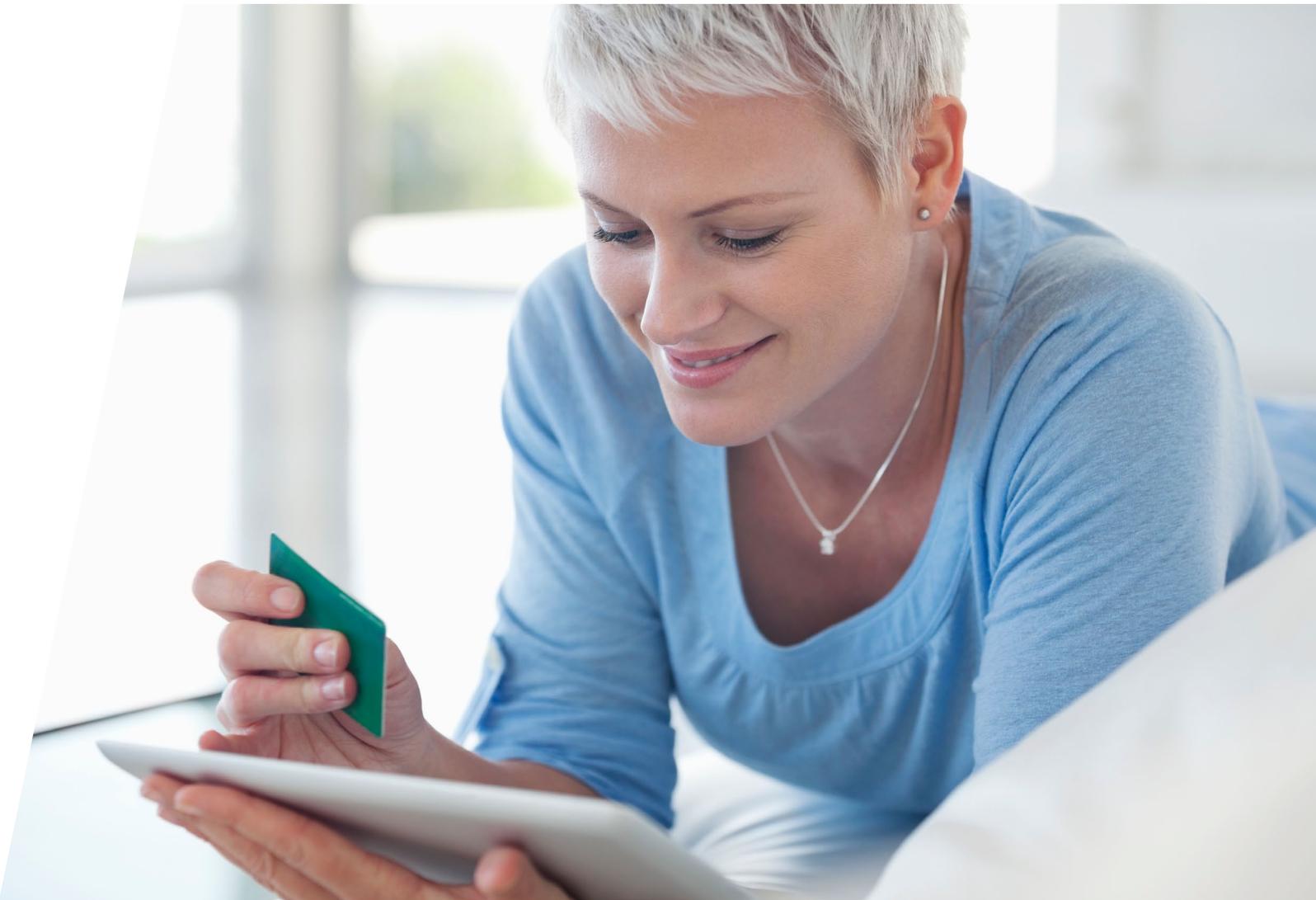
Gráfico 3. Depósitos y Préstamos bancarios (var ia)



De hecho, este mismo comportamiento ocurrió en la recesión del año 2009, como se aprecia en el gráfico 2. Ese año, los depósitos del sector privado crecieron un 20%, mientras que los préstamos lo hicieron en un 9%, con lo que las tasas de fondeo cayeron sensiblemente. Pero a fines de ese año el contexto ya era de mayor estabilidad cambiaria, luego de la agresiva depreciación que se dispuso especialmente hasta marzo de 2009.

Frente a distintas alternativas factibles de política monetaria, un eventual deseo de la autoridad monetaria por privilegiar un objetivo de estabilidad cambiaria en un marco de expectativas de depreciación, debería manifestarse en un incremento del stock de lebac que tienen los bancos para reducir el exceso de liquidez e incentivar un gradual aumento en la tasa badlar y otras tasas pasivas. Eso es lo que pareció realizar el BCRA con la posterior licitación

del 26 de agosto (gráfico 1), que estableció tasas incluso por encima de las anteriores a la última reducción (aun con una curva un tanto “cuadrada”). En la última licitación del 2 de septiembre, las tasas de política continuaron la dinámica ascendente, especialmente en los plazos más largos. ¿Ese set de tasas atenta contra la recuperación económica? Como comentamos, fue el incremento del rendimiento esperado de los activos en dólares lo que podría estar atentando contra el consumo (entre otros factores que no mencionaremos ahora); el aumento de tasas lo que pretende hacer es que ese ahorro preventivo se haga en mayor medida dentro del sistema y en pesos, y en menor medida en dólares. Y esto da la idea de que, para estimular la demanda a través del consumo y la inversión, podría requerirse en primer lugar atacar las fuentes de expectativas de depreciación y luego recién comenzar un proceso de reducción de tasas.





Acercas del Foro de Servicios Financieros de KPMG Argentina

El **Foro de Servicios Financieros** es un sitio de KPMG Argentina que contiene información relevante vinculada a la industria, que abarca desde bancos y otras entidades financieras hasta seguros. El material disponible incluye publicaciones, eventos, noticias vinculadas al sector y *podcast* elaborados por los profesionales de KPMG, quienes cuentan con una amplia experiencia y conocimiento de la industria de Servicios Financieros. El objetivo del Foro es brindar información de interés a los ejecutivos del sector para que puedan lograr un mayor entendimiento de los temas que afectan al sistema financiero argentino, así como también a la industria a nivel mundial.

**Para más información sobre la práctica de Servicios
Financieros de KPMG Argentina contactarse con:**

Fernando Quiroga Lafargue

Socio a cargo de Servicios Financieros

+54 11 4316 5834

fquiroga@kpmg.com.ar



La información aquí contenida es de naturaleza general y no tiene el propósito de abordar las circunstancias de ningún individuo o entidad en particular. Aunque procuramos proveer información correcta y oportuna, no puede haber garantía de que dicha información sea correcta en la fecha que se reciba o que continuará siendo correcta en el futuro. No se deben tomar medidas en base a dicha información sin el debido asesoramiento profesional después de un estudio detallado de la situación en particular.

© 2014 KPMG, una sociedad civil argentina y firma miembro de la red de firmas miembro independientes de KPMG afiliadas a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), una entidad suiza. Derechos reservados.

Tanto KPMG, el logotipo de KPMG como "cutting through complexity" son marcas comerciales registradas de KPMG International Cooperative ("KPMG International").

Diseñado por el equipo de Servicios Creativos - Marketing y Comunicaciones - Buenos Aires, Argentina.