

El dólar y las tasas en el centro de un modelo en definición

Leonardo Perichinsky

El desempeño futuro de la autoridad monetaria será clave para la definición del rumbo que seguirá la economía argentina. Si bien ahora parece estabilizado, la baja del dólar de más del 4%, que propició el Banco Central durante estos últimos dos meses, genera interrogantes sobre el sostenimiento del esquema macroeconómico actual. Por su parte, a pesar de que se normalizaron buena parte de las variables monetarias, las tasas de interés siguen en niveles desproporcionados

La presente nota es una actualización del informe presentado en la edición anterior de la revista sobre los principales rasgos del sistema financiero y cambiario en la actualidad.

Las principales conclusiones de la nota anterior, fueron:

- » Marcada tendencia a la apreciación del peso (caída de la cotización del dólar) propiciada por el BCRA a partir de su política de vender dólares, fundamentalmente, a futuro.
- » La mini huida desde depósitos a plazo fijo a dólar se verificó únicamente en el segmento de depósitos pequeños. Los depósitos de más de un millón de pesos aumentaron sostenidamente.
- » Fuerte suba de las tasas de interés, salvo la del mercado interbancario (que mide la liquidez de los bancos). Básicamente se duplicaron las tasas, tanto activas como pasivas. Se verificó, por su parte, una mayor segmentación: crecieron más las tasas de los plazos fijos grandes.
- » Esta combinación de tasas en alza y dólar en baja (y valores parecidos en los mercados spot y futuro de dólar) generó un fuerte incentivo a vender dólares, cubrirse a futuro, y hacer plazo fijo en pesos, lo cual promovía el ingreso de capitales desde el exterior. Podía obtenerse tasas en dólares seguras cuatro veces superiores a las de los países centrales.

Transcurrido un mes de estas conclusiones, contamos con nuevos elementos que nos permiten afinar el diagnóstico.

En relación con el mercado cambiario, luego de bajar más de trece centavos (un 4,2%), el dólar parece estabilizado en un nivel levemente superior a los 3 pesos. Por su parte, en el mercado de dólar a futuro se normalizó la relación entre valor presente y futuro. La tasa implícita anual se encuentra en torno al 8,3%, que es un nivel levemente inferior a la tasa a la cual se financian las entidades financieras en el mercado interbancario. El dólar

a fin de julio de 2009 cotizó a \$3,273 al cierre de este nota, el viernes 18 de julio de 2008.

Sin embargo, la operatoria que alertábamos en la nota anterior sobre seguro de cambio barato generó un sensible ingreso de capitales desde el exterior, al menos, a través de los bancos. Las obligaciones financieras contraídas en el exterior por bancos locales superaron los 217 millones de dólares en junio, cuando en los meses anteriores se encontraban por debajo de los 100 millones de dólares. Por su parte, el ingreso de dólares de los bancos desde el exterior, durante el primer semestre del 2008, fue casi cuatro veces superior al del mismo período de 2007.

Si bien no contamos con información sobre el balance de pagos durante el segundo trimestre de 2008, los datos del primer trimestre sobre el comportamiento del sector privado no financiero también van en la misma dirección. Luego de dos trimestres consecutivos de fuga de capitales por parte del sector privado sin incluir bancos, que totalizaron en el tercer y cuarto trimestre de 2007 más de 3.800 millones de dólares de salida, en el primer trimestre de 2008 se registró un ingreso de 1.458 millones de dólares.

En relación con las tasas de interés, se mantienen los niveles elevados que se registraron durante el mes anterior. Básicamente, los plazos fijos de más de un millón de pesos aumentaron un 80% la tasa, en tanto que los de montos menores crecieron un 45%, generando una mayor segmentación entre los distintos tramos de depósitos. Por su parte, las tasas de los préstamos a empresas de primera línea se duplicaron.

Como resultado de esta nueva composición de tasas, el spread de los bancos (la brecha entre la tasa que pagan y la que cobran) creció sensiblemente, incluso considerando que la tasa activa es el piso de tasa que cobran por sus préstamos, al tratarse de empresas de primera línea.

Cuadro N° 1
Comparación tasas, spread bancario y dólar

Concepto	11-Mar	11-Jul	Var %
Plazo Fijo Promedio	8,5%	12,4%	45,6%
Plazo fijo de más 1 millón	8,9%	16,0%	80,6%
Préstamos a empresa primera línea	11,6%	23,0%	98,5%
Tasa interbancaria (call)	7,8%	9,2%	18,0%
Spread	3,1%	10,6%	245,0%
Dólar	3,153	3,021	-4,2%
Dólar futuro (a un año de cada momento)	3,330	3,273	-1,7%
Tasa implícita (dólar futuro / spot)	5,6%	8,3%	48,5%

Fuente: CIEPyC en base a BCRA y Centro de Estadísticas ROFEX

Es decir, parecería que los bancos han sido los principales beneficiarios de este esquema, teniendo en cuenta el aumento de 245% en su spread entre estos cuatro meses.

De cara al futuro, y dada la derogación de las retenciones móviles por parte del Congreso, deberíamos esperar una fuerte liquidación de exportaciones por parte del

sector agropecuario. Si el BCRA se comporta como lo venía haciendo con anterioridad al conflicto, es decir, comprando las divisas del saldo comercial, se debería verificar un aumento importante en la liquidez del sistema, y por ende retroceder sensiblemente las tasas de interés.

De todos modos, durante el conflicto, las tasas de interés han crecido de manera desproporcionada en relación con la liquidez de los bancos. Incluso en la actualidad, los depósitos totales del sistema superan en más de 5 mil millones de pesos a los que había el 11 de marzo. Al 11 de julio, los depósitos totales del sistema financiero superaban los 233 mil millones de pesos, mientras que el 11 de marzo se encontraban en torno a los 228 mil. Por su parte, ya se encuentran en expansión todos los tramos de depósitos a plazo.

El comportamiento del sector privado

Como se ve en el siguiente cuadro, todos los depósitos del sector privado crecen entre el 11 de marzo y el 11 de julio, salvo el de los plazos fijos de montos menores a un millón de pesos. Puede verse que los plazos fijos totales crecen menos que los plazo fijo de más de un millón de pesos. También se verifica que la caída de depósitos totales del sector privado del mes de mayo ha sido compensada con un aumento que sitúa a los depósitos por encima de los niveles de marzo. El comportamiento de los plazos fijos de grandes montos ha sido notable a lo largo de estos cuatro meses; incluso en la caída de depósitos de mayo, los plazos fijos de más de un millón de pesos continuaron aumentando.

Por su parte, durante los primeros días de julio, se verifica que los depósitos menores al millón de pesos comenzaron a crecer - los depósitos a plazo fijo totales crecen más que los superiores al millón de pesos. Esto debe ser atribuible a la estabilización del dólar en torno de los 3 pesos, que redujo la incertidumbre de los pequeños ahorristas sobre el valor futuro de la divisa.

Cuadro N°2
Depósitos del sector privado (en millones de pesos)

Fechas	Totales	A la vista	A Plazo Fijo	
			Totales	más 1 millón
11 marzo	138.476	78.833	59.643	23.092
31 marzo	139.152	79.526	59.626	23.177
30 abril	142.347	81.851	60.496	24.119
30 mayo	136.979	78.234	58.745	24.578
30 junio	139.070	79.112	59.958	26.008
11 julio	140.252	79.517	60.735	26.489

Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Podríamos decir, entonces, que desde el punto de vista del comportamiento del sector privado, la situación se encuentra estabilizada desde principios de julio, cuando todos los tramos de depósitos están aumentando. Lo que no se ha verificado todavía es una reducción de las tasas acorde a la recomposición de los depósitos.

El comportamiento de los bancos

Contrariamente a lo que reflejan las tasas de interés, los activos de los bancos crecieron en casi 8 mil millones de pesos durante los últimos cuatro meses. Incluso el rubro que más creció en términos relativos fue el efectivo de los bancos. En tanto que los depósitos de los bancos (fundamentalmente en el BCRA) crecieron un 5%, reforzando el indicador de liquidez bancaria.

En el siguiente cuadro mostramos cómo se descompone el aumento en los activos de los bancos entre marzo y julio de este año. Los préstamos han crecido en más de 9 mil millones de pesos, a pesar del sensible incremento en las tasas. Por su parte, se verifica una fuerte caída en la posición en títulos por parte de las entidades financieras durante estos cuatro meses.

Cuadro N°3
Activos de los bancos (en millones de pesos)

Conceptos	11-Mar	11-Jul	diferencia	
			monto	%
efectivo	8.459	9.341	882	10,4%
depósitos	34.905	36.642	1.737	5,0%
títulos	85.154	81.105	-4.049	-4,8%
préstamos	128.243	137.417	9.174	7,2%
total	256.761	264.505	7.744	3,0%

Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Al analizar la evolución de los préstamos de los bancos, no da la sensación de encontrarnos en un período con problemas de liquidez bancaria. Los préstamos crecieron en el cuatrimestre analizado más de un 7%, cuando el mismo período del año anterior el stock de créditos había crecido un 4,6%. En lo que va del año 2008 (primer semestre) los préstamos crecieron un 13%, mientras que en el primer semestre del año anterior habían aumentado un 8,3%.

En el análisis desagregado de la evolución de los diferentes tipos de préstamos, se sigue verificando la fuerte presencia en los préstamos de corto plazo. Tanto los préstamos personales, como los documentos y los adelantos siguen siendo los rubros de mayor presencia dentro del stock de préstamos.

Estos tres tipos de préstamos representan en conjunto más del 60% del total de préstamos de la economía. Y si incluimos las tarjetas de crédito la participación de los préstamos de corto plazo sube al 70% del total. Esta composición también afecta los promedios de tasa activa que percibe el sistema bancario, el cual estimamos muy por encima de la tasa que pagan las empresas de primera línea (prime).

Según los últimos datos disponibles del BCRA en cuanto a tasas por tipo de préstamos, durante el mes de mayo de 2008, los tramos de préstamos de mayor frecuencia (mayor cantidad de operaciones) mostraron tasas de interés en un rango que va del 30% al 45% para los adelantos de cuenta corriente, documentos, tarjetas de créditos y préstamos personales.

Por otra parte, durante estos cuatro meses, se registra un importante crecimiento en los préstamos hipotecarios, los cuales crecieron más (9,2%) que el total del préstamos. Por

último se destaca el escaso dinamismo mostrado por el uso de tarjetas de crédito, que fue la modalidad de financiación que menos creció en estos cuatro meses (2,1%).

En el siguiente cuadro se muestra la evolución del stock de préstamo por tipo de financiamiento.

Cuadro N°4
Préstamos de los bancos (en millones de pesos)

Conceptos	11-Mar	11-Jul	diferencia	
			monto	%
Adelantos	15.856	17.362	1.506	9,5%
Documentos	37.962	39.825	1.863	4,9%
Hipotecarios	15.316	16.719	1.403	9,2%
Prendarios	6.431	7.178	747	11,6%
Personales	23.089	25.983	2.894	12,5%
Tarjetas	12.237	12.490	253	2,1%
Resto	17.356	17.860	504	2,9%
Totales	128.247	137.417	9.170	7,2%

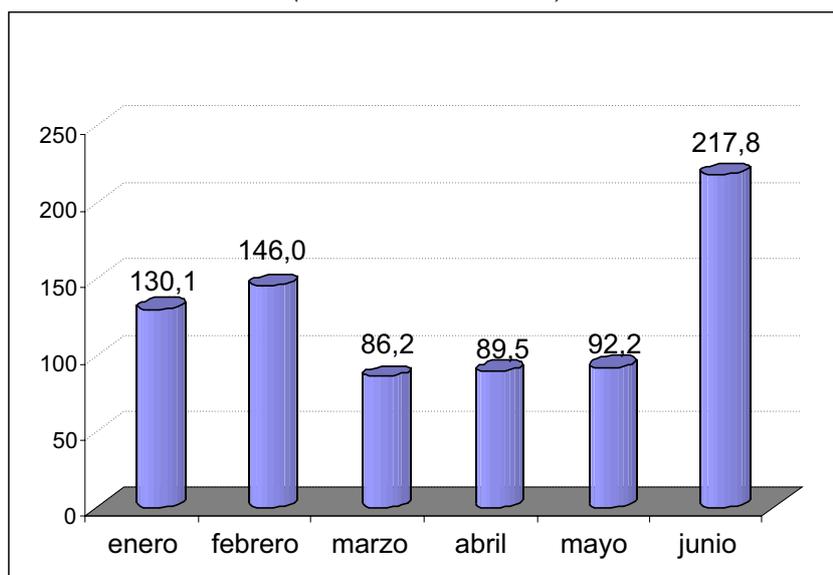
Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Los bancos y el ingreso de capitales

En la edición anterior de la revista entrelíneas alertamos sobre el fomento al ingreso de capitales que generaba un esquema de altas tasas de interés en pesos con bajo costo financiero para obtener cobertura en el mercado de dólar a futuro.

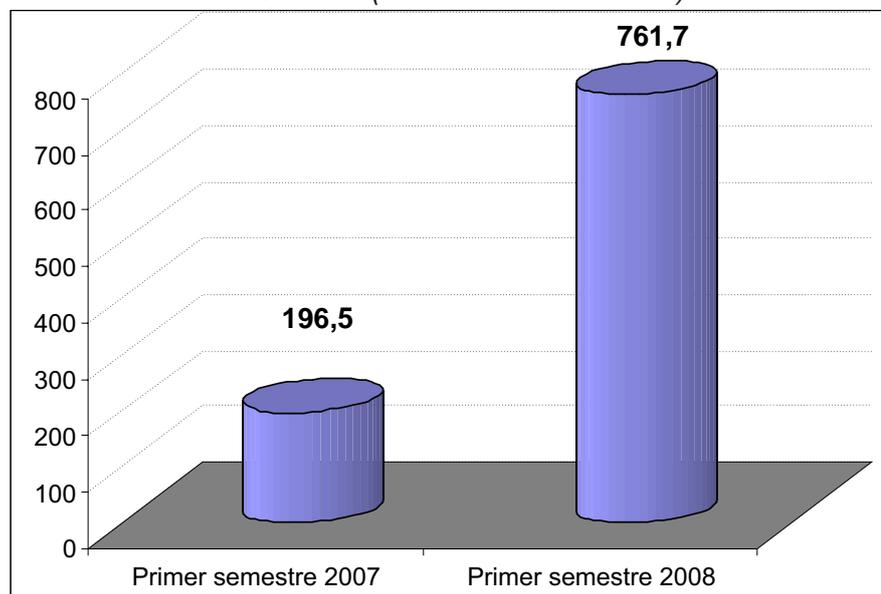
Gráfico N°1
Obligaciones financieras en el exterior contraídas por bancos locales - Primer semestre 2008 -

(en millones de dólares)



Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Gráfico N°2
Obligaciones financieras en el exterior contraídas por bancos locales (en millones de dólares)



Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Contando ya con información sobre lo sucedido durante el mes de junio resulta evidente que los bancos han obtenido financiamiento desde el exterior (en buena medida desde sus casas matrices) a tasas del orden del 4% anual en dólares, para hacer uso de la cobertura barata que ofrecía el mercado de dólar a futuro.

Durante el mes de junio de 2008 las obligaciones contraídas en el exterior por bancos locales superaron los 200 millones de dólares, cuando en los meses previos el promedio se encontraba en torno a los 100 millones de dólares. Por su parte, la comparación de lo sucedido durante el primer semestre de este año contra el del 2007, muestra que los ingresos por préstamos en el exterior de los bancos locales casi se cuadruplicaron.

Sin embargo, tal como hemos mostrado en esta nota, la tasa de interés implícita actual que surge de la relación entre el valor del dólar en la actualidad y el dólar a futuro se ha normalizado en niveles similares al del mercado interbancario. Esta situación genera un menor incentivo para un ingreso de capitales en búsqueda de rentas altas y seguras medidas en términos de moneda extranjera.

Reflexión final

La evolución de la cotización del dólar y de las tasas de interés son las variables claves a observar para entender hacia dónde avanza el modelo económico. La baja de más del 4% del dólar, propiciada por el Banco Central durante estos últimos dos meses, acotó los márgenes de maniobra de la política cambiaria, teniendo en cuenta que los niveles actuales de inflación ya han erosionado demasiado la competitividad de la economía.

La posible avalancha de liquidación de exportaciones que genera la derogación de la resolución 125 debería terminar de normalizar el mercado financiero, si es que el BCRA se comporta como antes del conflicto. Es decir, compra todos los dólares del saldo

exportable e incrementa las reservas y la liquidez del sistema.

Sin embargo, observando la conducta de los bancos (que han generado un aumento de tasas desproporcionado con la liquidez del sistema y un fuerte aumento en su spread) parece necesaria una mayor limitación, por parte de la autoridad monetaria, del accionar del sector bancario. Este aspecto también resulta clave, dado que una economía no puede sostener el ritmo de crecimiento actual con tasas de interés activas cuyo piso ronda el 25%.