

Cuestiones financieras y cambiarias en un mundo ajetreado

Por Leonardo Perichinsky

Los episodios ocurridos en los mercados financiero y cambiario en la Argentina durante el mes de octubre muestran marcadas diferencias con los sucesos de mayo-junio del presente año en pleno conflicto con el campo. También son evidentes las diferencias con la situación financiera de los países centrales. Quizá el principal beneficio de no estar afectados directamente por la crisis financiera internacional sea que la autoridad monetaria local puede hacer uso de buena parte del instrumental de política monetaria disponible. La presente nota analiza lo ocurrido en la Argentina durante el último mes.

El mes de octubre fue bastante ajetreado para los mercados financieros y cambiarios en la Argentina.

Las tasas de interés de los plazos fijos y de los préstamos a empresas de primera línea se duplicaron durante el mes, mientras que la tasa interbancaria a 1 día (call) se incrementó más de un 50%. Entre los máximos (3 de octubre) y los mínimos del mes (27 de octubre), la preferencia por la liquidez en pesos¹ cayó más de 7 mil millones, los depósitos del sector privado unos 9 mil millones de pesos y los plazo fijo alrededor de 2 mil. La caída de los depósitos totales fue de un 5,5%, entre los máximos y los mínimos del mes, lo cual no permitiría caracterizar la situación como de corrida de depósitos; sin embargo, durante los últimos días de octubre la pendiente de la caída fue muy pronunciada.

A pesar de los aumentos de tasas, la principal motivación de la caída de depósitos y de la demanda de dinero en pesos fue la compra de dólares. Así, durante el mes las reservas del Banco Central cayeron 2.180 millones de dólares, y el dólar cerró el mes 24 centavos arriba de lo que cotizaba a principios de octubre (a 3,38 pesos, con una depreciación del 7,6%).

Si consideramos los casi 2.200 millones de dólares de caída de las reservas en octubre más el superávit comercial, unos mil millones de dólares no liquidados por exportadores o comprados por el sector privado, tuvimos durante octubre un exceso de demanda de dólares del orden de los 3.300 millones por encima del comportamiento habitual del mercado cambiario. A este monto habría que añadirle los préstamos de corto plazo que el BCRA ha tomado del Banco de Basilea.

Por otra parte, este comportamiento del sector privado, que obligó al BCRA a vender dólares, también generó una contracción en la cantidad de dinero de la economía, porque la política cambiaria de sostenimiento del tipo de cambio es también una política monetaria. Sin embargo, el BCRA, a pesar de verse obligado a contraer la cantidad de dinero, también aumentó sus tasas de interés, con lo que el efecto contractivo fue doble.

En este sentido, durante el mes de octubre se produjeron algunas conductas muy diferentes a las que habíamos visto durante los meses de mayo y junio a raíz del conflicto

1? Nuestra definición casera, aunque estrictamente keynesiana, de la preferencia por la liquidez incluye el circulante y los depósitos en cuenta corriente y cajas de ahorro. Suponemos que por el casi nulo interés que paga la caja de ahorro podemos considerarla como una forma de liquidez. Es decir, la preferencia por la liquidez incluye el dinero en efectivo, los cheques y el uso de tarjeta de débito.

entre el Gobierno y el campo. En este último mes la caída depósitos fue liderada por los retiros en las cuentas corrientes y cajas de ahorro, mientras que los plazos fijos cayeron en menor proporción. A su vez, la caída de los plazos fijos estuvo liderada por el tramo de mayor monto (más de un millón de pesos) y por los plazos más largos (de más de tres meses). Incluso, durante octubre, los plazos fijos a corto plazo nunca dejaron de aumentar. En mayo y junio de este año, los grandes depositantes no habían retirado su dinero, sino que más bien se habían expandido. Tampoco se había verificado en aquella oportunidad un acortamiento de los plazos.

En relación con las tasas de interés también se evidencian diferencias entre lo que está sucediendo actualmente y los episodios anteriores. En primer lugar, las tasas superaron ampliamente los máximos del año. La tasa para plazos fijos superior al millón de pesos superó el 23% anual, en tanto que por los préstamos a empresas de primera línea se llegó a cobrar un 37% anual, casi cuatro veces los niveles de marzo del corriente año. Pero durante los últimos días de octubre, los bancos privados pagaron más por los plazos fijos a corto plazo que a largo, lo cual implicaría que los bancos suponen que esta suba de tasas es transitoria. A su vez, en el mercado interbancario, la tasa subió de manera considerable durante el mes, algo que no había sucedido anteriormente. La tasa call (préstamos entre bancos a un día) superó el 14% anual a fines de octubre, luego de estabilizarse en torno al 9%.

En los primeros días de noviembre el dólar parece estabilizado en torno a los 3,3 pesos. Las reservas del Banco Central crecieron 248 millones de dólares durante la primera semana de noviembre, lo cual sitúa las compras de dólares de la autoridad monetaria en niveles compatibles con el superávit promedio de cuenta corriente.

Sin embargo, las tasas de interés se mantienen en niveles exorbitantes. A priori, da la sensación de que el diagnóstico del gobierno es que el problema es más macro que bancario. Con lo cual el banco central tiene como táctica estabilizar el tipo de cambio. Seguramente el diagnóstico es que en un contexto de crisis internacional, tasas de interés reales negativas, en vez de aumentar la demanda efectiva, lo que produce es un desvío hacia la compra de dólares. En un contexto donde los bancos se encuentran en buenas condiciones de solvencia se puede subir transitoriamente la tasa de interés, para frenar la demanda de dólares, sin perjudicar tanto al sector bancario.

En el medio, de todas maneras, se genera una importante actividad especulativa, porque las altas tasas generan rentas seguras, incluso en dólares, dada la cobertura que provee el mercado de dólar futuro y porque, a cada paso, los niveles de las principales tasas de interés van quedando con pisos cada vez más elevados.

La presente nota analiza principalmente lo que sucedió durante el mes de octubre en el sistema bancario. La principal hipótesis es que las subas de tasas parecen ser un fenómeno más transitorio que permanente, teniendo en cuenta el accionar del BCRA, los fundamentos de los bancos, y sus conductas en relación con las tasas pasivas. Adicionalmente, se considera que la autoridad monetaria cuenta con un menú de herramientas para sofocar problemas financieros y cambiarios en la Argentina que son quizá el principal beneficio de no estar directamente afectados por los problemas financieros de los países centrales. En la primera parte de la nota se realiza un análisis conceptual en esta dirección, mientras que en el resto de la nota nos detenemos a observar la evolución de las principales variables monetarias y financieras.

Los fundamentos

El sistema bancario argentino en la actualidad goza de un elevado nivel de solidez.

El nivel de liquidez del sistema bancario² se encuentra en un rango que varía entre el 18%-20% de los depósitos totales, no se verifica un descalce de moneda entre los créditos y los depósitos de los bancos en moneda extranjera, y los préstamos de los bancos no tienen como garantía activos que hayan experimentado aumentos de precio desproporcionados y, a su vez, se registra un bajo nivel de morosidad.³

Por su parte, los activos totales del sistema bancario continuaron incrementándose durante el corriente año. El stock de créditos de los bancos clasificados como irrecuperables además de representar una proporción muy pequeña del activo (menos del 3%) también se está contrayendo de manera significativa. El activo de los bancos alcanza en la actualidad 347 mil millones de pesos, de los cuales 8,5 mil millones están clasificados como irrecuperables. De ese total, solo 0,5 mil millones está denominado en moneda extranjera.

En los últimos doce meses, los activos de los bancos crecieron un 18% (de 293 a 347 mil millones de pesos) mientras que los préstamos clasificados como irrecuperables cayeron un 3%. En términos relativos al activo la parte irrecuperable de la cartera representaba el 3% del activo hace un año, y hoy representa el 2,48%.

Que haya una baja proporción de préstamos y depósitos en moneda extranjera, y una casi insignificante proporción de créditos irrecuperables implica directamente que la autoridad monetaria tiene una amplia capacidad de maniobra para resolver cualquier problema en el mercado bancario. Básicamente, porque los eventuales problemas de liquidez que pudieran ocurrir estarían denominados en la moneda que el Banco Central maneja y emite. Durante este último mes ha quedado claro que el Banco Central tiene a su disposición todas las herramientas de política monetaria, la cual resulta una fortaleza del esquema macroeconómico actual, comparado con los problemas de asistencia que poseen hoy las autoridades monetarias de los países centrales.

El Banco Central tiene reservas suficientes para evitar una suba del dólar; a su vez, puede optar por dejar subir el dólar (aunque tampoco sea necesario por que así como está hay superávit comercial) y no perder reservas, por que en última instancia en un contexto ya no inflacionario, el aumento del tipo de cambio juega en la dirección que requiere el modelo; y, por último, también puede subir las tasas (por la buena situación de los bancos) para evitar que el dólar suba sin perder reservas.

Ningún banco central de ningún país central posee en la actualidad el menú de opciones con que cuenta la autoridad monetaria en la Argentina. Este es quizá el principal beneficio por no estar directamente afectados por los problemas financieros que tienen los principales países centrales, y porque la economía argentina creció durante casi siete años consecutivos básicamente sin crédito.

Sin embargo, lo anterior no garantiza que la autoridad monetaria no pueda cometer errores o que no genere costos muy elevados para cumplir un determinado objetivo o que tenga un objetivo diferente al que se requiere para seguir en el sendero de estos últimos años.

En realidad, la utilización de estas opciones en diferentes grados depende no sólo de los objetivos de política económica del gobierno, sino también de su percepción sobre el estado de las expectativas de los principales jugadores del mercado doméstico.

Si algo quedó claro durante este último mes es que el objetivo del gobierno es mantener un dólar relativamente estable en torno a los 3,30/3,40 pesos, con la menor pérdida de

2) Activos líquidos de los bancos (efectivo, depósitos en la cuenta corriente del BCRA, y pasivos pasivos) sobre depósitos totales.

3) Ver Informe monetario del BCRA del mes de octubre de 2008.

reservas posible. Esto significa propiciar subas en las tasas de interés para incentivar la tenencia de activos financieros en pesos para morigerar el pase a dólares. Pero también implica que, si de todas maneras se produce una fuerte demanda de dólares, el Banco Central la aplaca con ventas de sus reservas. Esto último es lo que sucedió durante la última semana de octubre, cuando las tasas ya estaban altas y los exportadores no liquidaban divisas. El Banco Central vendió entre el 24 y el 31 de octubre 1.761 millones de dólares, lo que representa más del 80% de lo que vendió en el mes.

La sensación es que para la percepción del Gobierno lo más importante es mantener estable el dólar en esta coyuntura, aún al costo de tener transitoriamente tasas excesivamente altas.

En este sentido, resulta clave entender si la suba de tasas será permanente o transitoria.

Si bien es cierto que la economía argentina creció durante casi 7 años al 9% anual con un stock de crédito muy bajo (11% del PBI) y tasas de interés negativas en términos reales, la recíproca también es cierta. Con tasas de interés pasivas positivas del orden del 10% anual.

Si el comportamiento actual del sistema bancario es transitorio, y tendiera a normalizarse en la medida que se aplaque la demanda de dólares, podríamos suponer que no sería tan nocivo para la economía real.

De todas maneras, la mayor preocupación de las autoridades por las variables monetarias que por el rumbo de la demanda efectiva en un contexto con perspectivas recesivas y con desaceleración de la inflación no parece muy razonable para sostenerlo en el tiempo.

En lo que sigue mostramos los principales acontecimientos en números de lo que sucedió en el mercado financiero y cambiario durante el último mes.

Los depósitos y la demanda de dinero en pesos

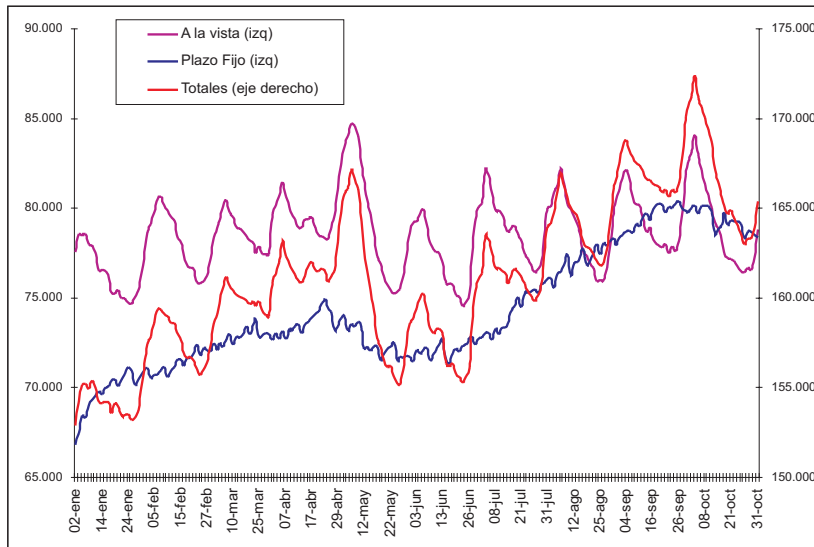
Los depósitos totales vienen mostrando una importante volatilidad desde abril-mayo de 2008. Durante el mes de octubre, desde el punto máximo (3 de octubre) al mínimo (27 octubre) cayeron 9,4 mil millones de pesos. Como puede verse en el gráfico 1, buena parte de la caída se explica por la contracción de los depósitos a la vista (cuenta corriente más caja de ahorro), y muy poco por la tenue caída en los plazos fijos.

En el anterior trajín del sistema bancario, en pleno conflicto con el campo, los depósitos totales habían caído más, y más repartido entre depósitos a la vista y plazos fijos. Tal como señalábamos para aquella oportunidad, en el número 12 de esta revista, los que habían liderado la caída de los depósitos habían sido los plazos fijo chicos.

El fuerte crecimiento en las tasas pagadas a los plazos fijos durante el mes de octubre parece ser el motivo que explica por qué no cayeron de manera significativa en la actualidad.

En este sentido, aun en el contexto de crisis financiera internacional, los depósitos totales cayeron menos que en los episodios desestabilizadores a raíz del conflicto con el campo, cuando la crisis financiera no estaba instalada al menos mediáticamente. Sin embargo, durante el mes de octubre se pagaron tasas sustancialmente más altas que en el período mayo-junio.

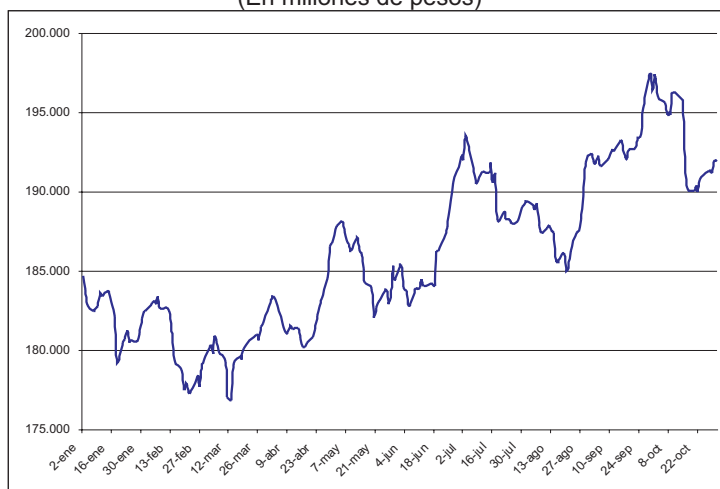
Gráfico N°1
Evolución de los depósitos totales y por tipo
(En millones de pesos)



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

En relación con la preferencia por la liquidez, o demanda de dinero en pesos, sucedió algo similar. Registró una caída significativamente menor a la que se había verificado en mayo de este mismo año, a la vez que alcanzó un piso mucho más alto que en el peor momento del 2008. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico 2 la caída tiene una pendiente muy inclinada, marcando que la contracción se dio en un corto lapso de tiempo. La contracción de la demanda de dinero no se direccionó a los plazos fijos o demás activos en pesos, sino que se dirigió al dólar. La suba de tasas parece haber sido más bien una estrategia defensiva para evitar la caída de depósitos a plazo.

Gráfico N°2
La preferencia por la liquidez en pesos
(En millones de pesos)

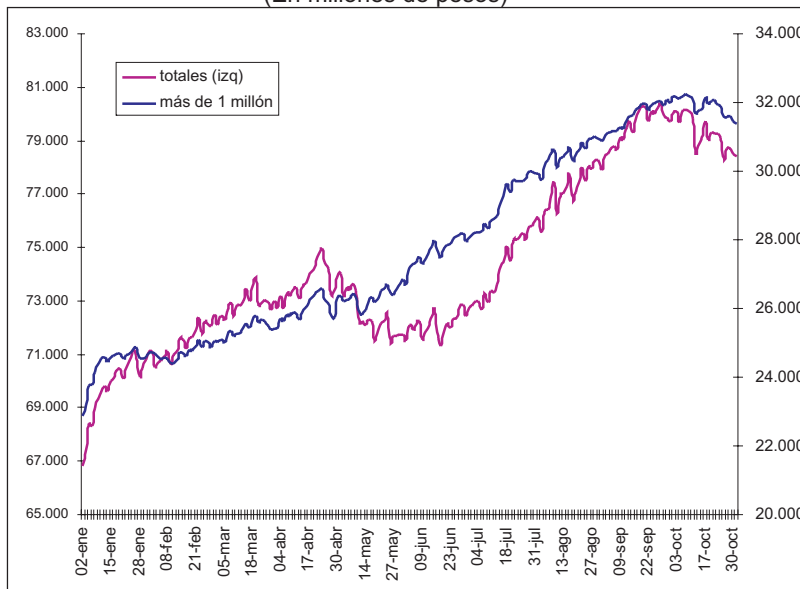


Fuente: CIEPYC en base a BCRA

En el gráfico 3 se puede observar la evolución durante el año 2008 de los depósitos a plazo fijo totales y los de más de 1 millón de pesos. En primer lugar, se destaca que los depósitos a plazo fijo totales cayeron en menor proporción que lo que se habían contraído en la anterior crisis. En aquella oportunidad la caída había sido muy superior y liderada por los plazos fijos pequeños. Se puede ver en el gráfico cómo los depósitos a plazo fijo superiores al millón de pesos continuaron creciendo. En la actualidad, si bien la caída fue muy inferior, la diferencia es que ahora cayeron los plazos fijos grandes. Sin embargo, el piso actual de los plazos fijos totales es muy superior al de mayo-junio del corriente año.

Gráfico N°3
Evolución de los depósitos a Plazo Fijo, totales y de más de un millón de pesos

(En millones de pesos)

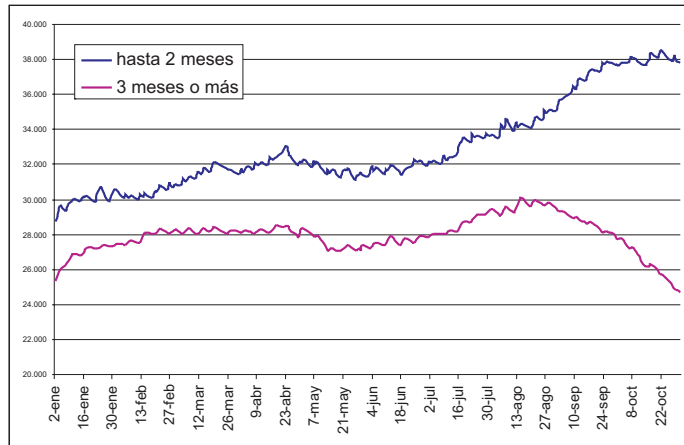


Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Por su parte, como puede verse en el gráfico 4, cambió de manera significativa la composición por plazos al interior de los depósitos. Si bien durante el año se había ampliado levemente la brecha entre los depósitos a corto plazo y más largo plazo, en la actualidad se verifica una marcada divergencia en el comportamiento de los depositantes, sesgada hacia los depósitos cortos. Es más, los depósitos a corto plazo siempre crecieron, y los que cayeron de manera muy significativa fueron los depósitos a plazos de tres meses o más.

En principio, esta conducta podría obedecer a la propia estrategia de los bancos de pagar más por los depósitos a corto que por los depósitos a largo plazo. Sin embargo, no podría descartarse que parte de la explicación sea un aumento en el nivel de incertidumbre de los depositantes en relación con la evolución futura de los principales precios de la economía.

Gráfico N°4
Evolución de los depósitos a Plazo Fijo, por plazo
(En millones de pesos)



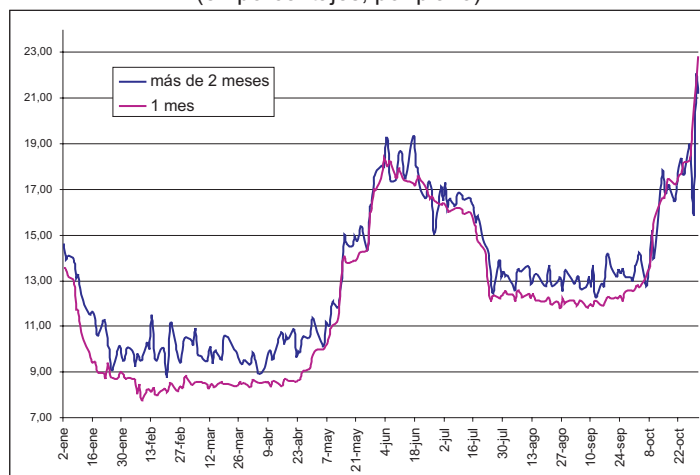
Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Las tasas de interés

Desde que se dispararon las tasas, cuando se profundizó el conflicto entre el Gobierno y el campo, nunca retornaron a sus niveles previos al conflicto. Las tasas quedaron estabilizadas en niveles un 50% superior a los que se verificaban con anterioridad al mes de marzo de 2008.

La contracción de los depósitos actual duplicó las tasas de interés pasivas desde ese nuevo nivel. Con lo cual, en el año, básicamente se han triplicado en términos nominales, y han pasado de ser negativas, en términos reales, y muy elevadas. Hoy estaríamos con tasas de interés del orden del 10% en términos reales aproximadamente.

Gráfico N°5
Evolución tasa de interés anual en 2008 para plazo Fijo superior al millón de pesos
(en porcentajes, por plazo)



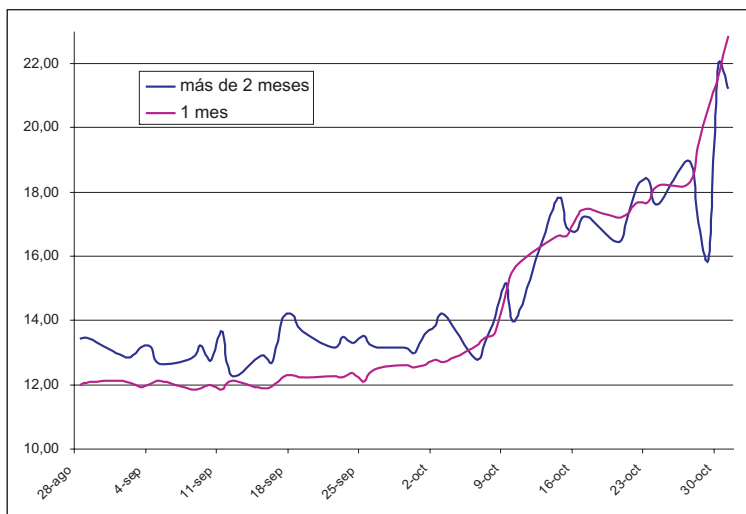
Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Como puede verse en el gráfico 5, el crecimiento de las tasas pasivas ha sido exorbitante. Prácticamente se han duplicado en relación con los niveles del mes anterior. Durante los episodios desestabilizadores en pleno conflicto con el campo, las tasas también se habían duplicado desde niveles del 9-10% anual a casi 19%. Luego de la traumática resolución, los niveles descendieron más del 30% estabilizándose en torno a una tasa del 13% anual.

Otra novedad en relación con la evolución de las tasas de interés pasivas para plazos fijos es que la tasa de corto pasó a ser más alta que la de largo. En principio, este esquema estaría indicando que los bancos esperan que las tasas bajen en el mediano plazo. Es decir, que el comportamiento actual es más transitorio que permanente. Si hubiera alguna expectativa de licuación de depósitos, por devaluación o por inflación, los bancos pagarían más por las colocaciones a más largo plazo.

En el siguiente gráfico, donde acercamos el foco a los últimos dos meses, se verifica con claridad que durante los peores días (hacia fines de octubre) la tasa de más largo plazo cae y la de un mes de plazo es la que sube de manera exponencial.

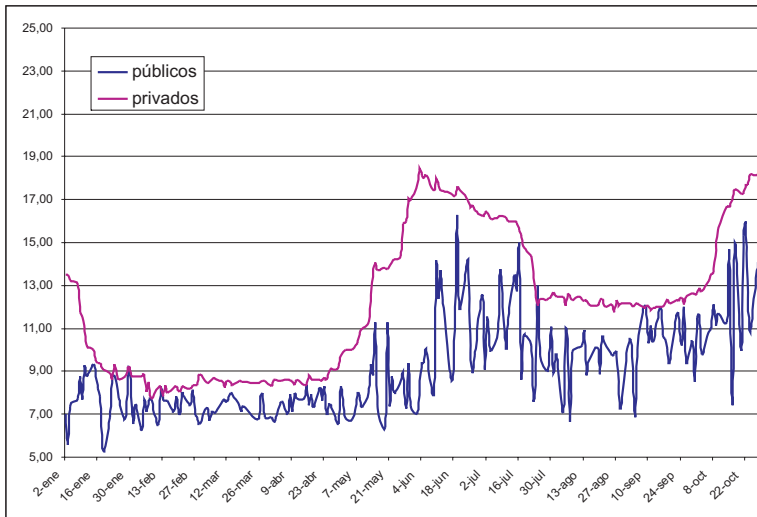
Gráfico N°6
Evolución tasa de interés anual últimos dos meses
Plazo Fijo superior al millón
(en porcentajes, por plazo)



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

El gráfico 7 nos demuestra que esta conducta obedeció solo al segmento de bancos privados. Los bancos públicos se movieron en un rango de tasas de entre el 10-15%, mientras que la tasa promedio de los bancos privados llegó a estar 10 puntos porcentuales por encima del promedio de los bancos oficiales.

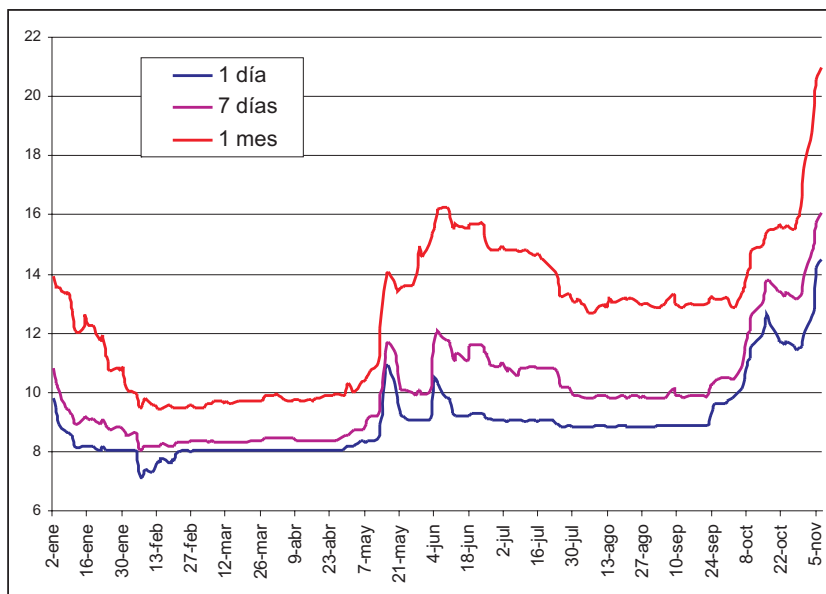
Gráfico N° 7
Evolución tasa de interés anual en 2008 - Plazo Fijo superior al millón
(en porcentajes, por tipo de banco)



Fuente: Ciepyp en base a BCRA

Una novedad de este último mes es que se disparó la tasa de interés a la cual se prestan los bancos. Esta tasa es un indicador básico de liquidez entre bancos. Salvo un par de días, en la crisis anterior se mantuvo estable en torno al 9% anual. En octubre trepó de ese nivel hasta superar el 14% anual.

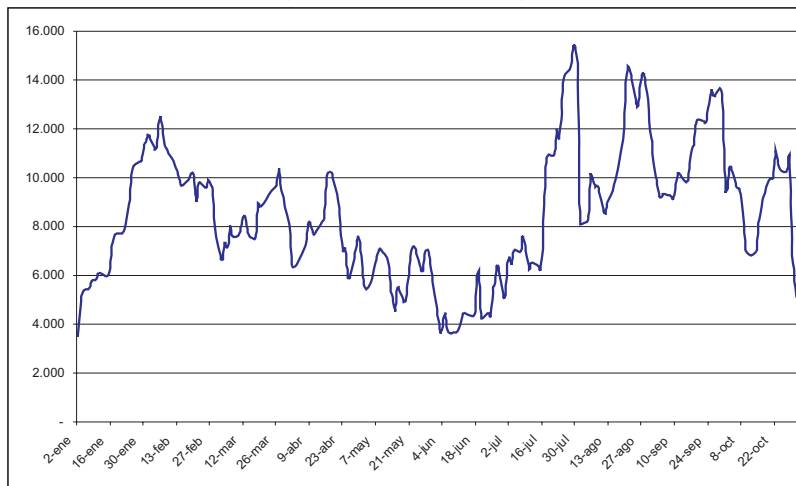
Gráfico N°8
Tasa de interés entre bancos, según plazo



Fuente: Ciepyp en base a BCRA

Por su parte, el stock de los pasivos para el BCRA cayó a la mitad, a pesar de que la autoridad monetaria subió la tasa que paga por los depósitos de los bancos en el BCRA. Si contamos desde el pico a fines de julio, registran una caída del 66%.

Gráfico N°9
Evolución de los pasivos pasivos para el BCRA
(En millones de pesos)

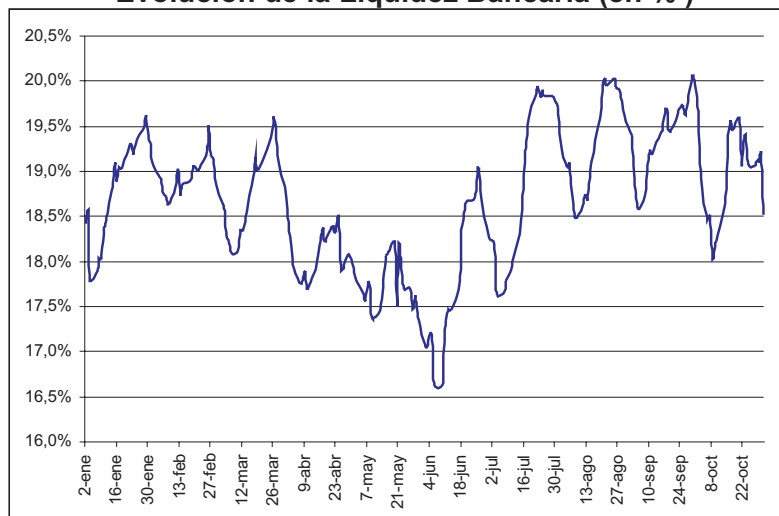


Fuente: Ciepyc en base a BCRA

La liquidez bancaria, definida como la proporción de activos líquidos de los bancos sobre sus depósitos se mantiene en niveles aceptables de funcionamiento, de todas maneras.

Durante los episodios de octubre nunca alcanzó el piso de junio del corriente año del 16,5%. Sin embargo, en esa oportunidad la tasa interbancaria a 1 día no se había disparado.

Gráfico N°10
Evolución de la Liquidez Bancaria (en %)



Fuente: Ciepyc en base a BCRA

El mercado cambiario

Visto con cierta perspectiva el mercado cambiario en la Argentina se encuentra relativamente estabilizado. Las oscilaciones de la paridad cambiaria se producen en un entorno inferior al 10%. El resto de las economías latinoamericanas, incluso nuestros vecinos, han visto variaciones de hasta el 40% en el tipo de cambio durante estos meses.

De todos modos, dado el superávit comercial, el elevado nivel de reservas del BCRA y la solidez del sistema bancario, el tipo de cambio en la Argentina podría ser menos volátil; o mejor dicho, que esa volatilidad cumpla una función a favor del modelo económico actual.

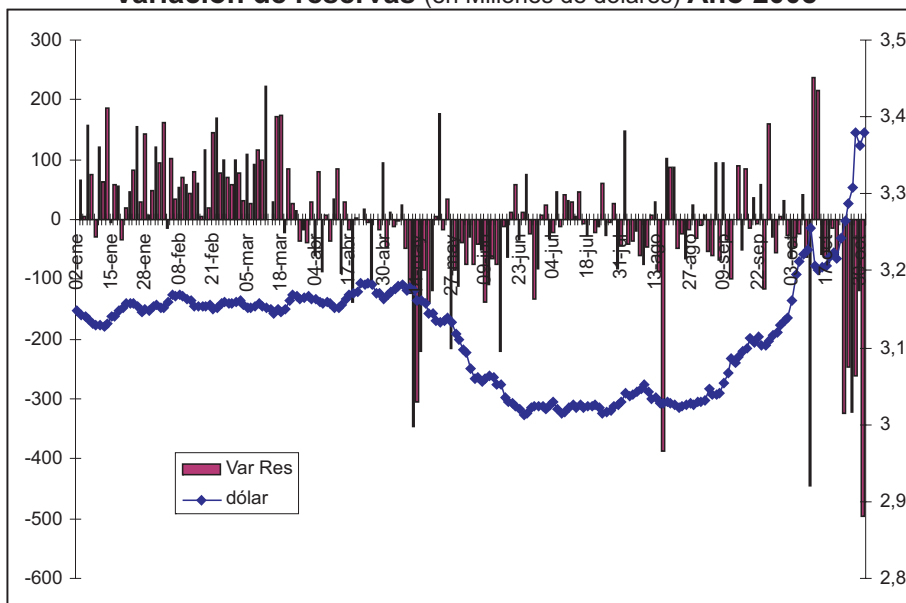
En este sentido, el supuesto efecto castigo a los exportadores luego de la traumática resolución del conflicto con el campo, que produjo una baja en la cotización del dólar del orden de los 20 centavos, se paga con tasas de interés más altas cuando el dólar vuelve a los niveles previos. Esos vaivenes también complican el cumplimiento del objetivo de poseer un tipo de cambio estable en términos reales.

De todas maneras, en la actualidad, no parece ser el objetivo del BCRA evitar el atraso cambiario. En los peores días del mes de octubre, cuando el tipo de cambio se acercó a 3,40 pesos, el BCRA usó todas las reservas necesarias para ponerle ese techo a la paridad cambiaria. Ya con anterioridad, había propiciado la suba de tasas para evitar el exceso de demanda de dólares.

En la actualidad, entonces, estamos con esquema de tipo de cambio atrasado y con tasas de interés altas. Ninguno de estos dos indicadores juega en la dirección de lo que requiere el modelo para sostener tasas de crecimiento elevadas.

El gráfico 11 muestra la evolución del tipo de cambio durante el 2008 y la variación de las reservas internacionales.

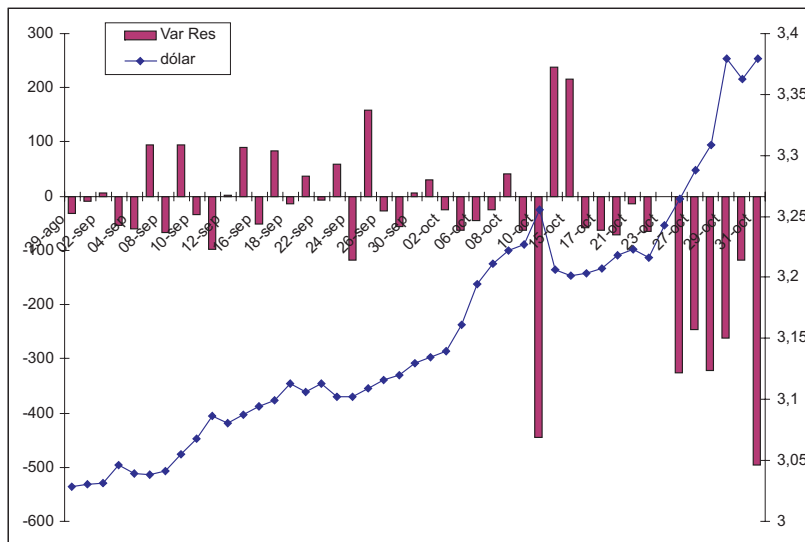
Gráfico N°11
Evolución del Tipo de cambio (\$/u\$s) y
Variación de reservas (en Millones de dólares) Año 2008



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

En el siguiente gráfico se acerca el lente sobre lo ocurrido en el mercado cambiario durante los últimos dos meses. La última semana de octubre registra una significativa pérdida de reservas que llegó a un máximo del orden de los 500 millones de dólares el último día del mes, para ponerle un techo a la cotización del dólar cercano a los 3,40 pesos.

Gráfico N°12
Evolución del Tipo de cambio (\$/u\$s) y Variación de Reservas (en
Millones de dólares) Sep y Oct 2008



Fuente: Ciepyc en base a BCRA

Consideraciones finales

Del repaso de los principales acontecimientos recientes en el sistema bancario y en el mercado cambiario podemos marcar algunas características distintivas de los episodios del mes de octubre en relación con lo que había ocurrido fundamentalmente durante el mes de mayo en pleno conflicto con el campo.

1. Si bien la profundidad de la caída de los depósitos y la demanda de dinero en pesos fue menor, la contracción fue más abrupta. La caída que se produjo fundamentalmente durante los últimos días de octubre tuvo una pendiente muy pronunciada. Sin embargo, el piso del nivel de depósitos al que cayeron durante octubre es muy superior al piso anterior.

2. En los episodios del mes de mayo, la principal contracción se había dado en los plazos fijos, mientras que en la actualidad cayeron fundamentalmente los depósitos en cuentas a la vista.

3. De todas maneras, hubo una leve contracción en los depósitos a plazo fijo en la actualidad, fundamentalmente liderada por la caída en los depósitos de más de un millón de pesos. En aquel entonces la caída fue principalmente de depósitos a plazo fijo chicos, incluso los plazos fijo de más de un millón de pesos habían crecido en la crisis anterior.

4. Por su parte, ahora se verifica un acortamiento en los plazos de los depósitos que no se vio en la caída anterior. Se abrió la brecha entre los depósitos cortos y los largos, estos últimos cayeron considerablemente durante el último mes.

5. Las tasas de los plazos fijos se dispararon. Las tasas pasivas para los bancos de los depósitos a plazo fijo se duplicaron durante octubre, superando el techo que habían alcanzado en la caída de depósitos anterior. Las tasas de los plazos fijos se habían duplicado también en pleno conflicto con el campo, pero luego de la crisis quedaron estabilizadas en un nivel un 50% superior a los que registraban con anterioridad al conflicto.

6. Las tasas del mercado interbancario subieron de manera considerable durante octubre, en más de un 50%. La tasa call subió del 8% al 14%. En la caída anterior, salvo un par de días que subieron un punto porcentual, las tasas entre bancos se habían mantenido estables.

7. Otra novedad del comportamiento del sistema bancario en octubre fue el diferencial de tasas entre los plazos cortos y los largos. Los bancos pagaron más tasa por los plazos fijos cortos que por los largos, lo cual supone que los bancos privados no tienen expectativas de licuación de sus pasivos.