

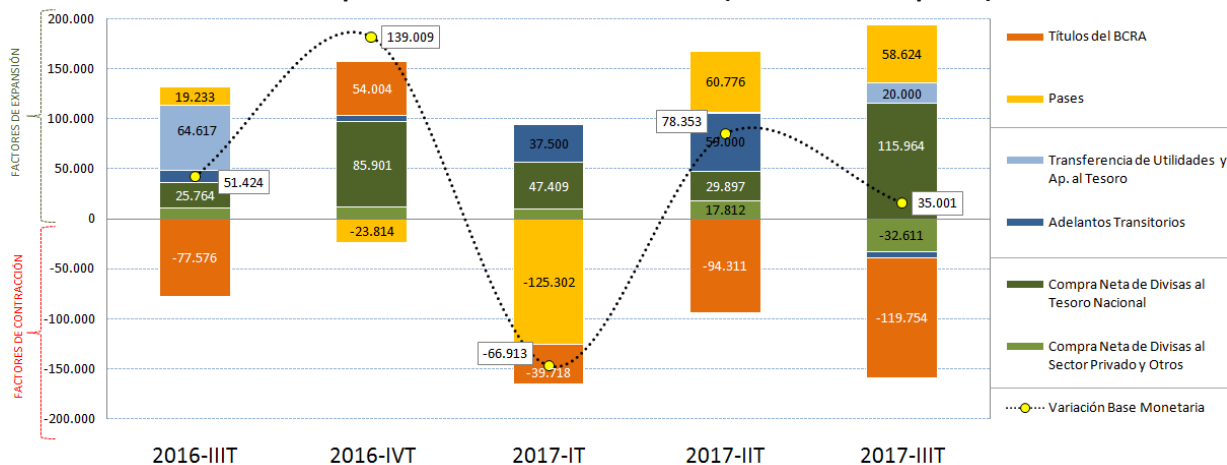
AGREGADOS MONETARIOS

El BCRA, en el transcurso del tercer trimestre, consolidó un período de esterilización sin precedentes y en el acumulado del año absorbió más de \$ 300.000 millones. La enorme bola de nieve -la cual superó el \$ 1 billón- se alimentó fundamentalmente de la estrategia por parte del ente monetario de acumulación de reservas (como consecuencia del gigantesco endeudamiento en moneda extranjera del gobierno nacional) y de sostenimiento de elevadas tasas de interés. No obstante, el sesgo de la política monetaria se ha vuelto mixto debido a que la base monetaria resultó expansiva principalmente por la mayor liquidez bancaria –que expandió la oferta de créditos indexados-, y junto con un tipo de cambio con poca volatilidad después de una devaluación del +10% a comienzos de julio, gestaron un “veranito” en el período previo a las elecciones.

1. Base monetaria

Entre los meses de julio y septiembre, la emisión primaria del dinero se incrementó en \$ 35.001 millones -a pesar de la fuerte venta de títulos del BCRA- como correlato de la compra de dólares al Tesoro, las operaciones con el sector público para financiar el rojo fiscal y la expansión de la liquidez orientada al elevar la oferta crediticia (pases activos); así, el saldo de la base monetaria culminó el período en \$ 868.105 millones y el ritmo de emisión monetaria acusó una desaceleración de 6 p.p. respecto al período previo (favorecida por la mayor base de comparación) al crecer en promedio un +28% en términos interanuales.

Gráfico 19. Factores de explicación de la Base Monetaria (en millones de pesos). Serie trimestral.



Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA.

En sintonía con lo sucedido en el primer semestre, la autoridad monetaria mantuvo el sesgo contractivo con el propósito de mantener el nivel de tasas de interés de referencia acorde a las metas de inflación y al tipo de cambio; en ese sentido, el BCRA intensificó su accionar y absorbió vía LEBAC una colosal cifra de \$ 120.000 millones en el trimestre bajo análisis. Atrás quedó la estrategia de iniciar un proceso de reducción de las LEBAC por pases pasivos con el fin de aminorar el efecto del pago de dichos títulos sobre la base monetaria. Por consiguiente, tanto los bancos públicos como privados canalizaron parte del excedente en nuevos préstamos para satisfacer la demanda insatisfecha de hogares y empresas, y durante el tercer trimestre inyectaron a la plaza un monto de \$ 59.000 millones, que sumado a la expansión del trimestre



previoanularon la fuerte contracción mediante dicho instrumento realizada a comienzos de año; así el *stock* de pasivos pasivos pasó de \$ 220.000 millones en marzo, a \$ 80.000 millones al término de septiembre.

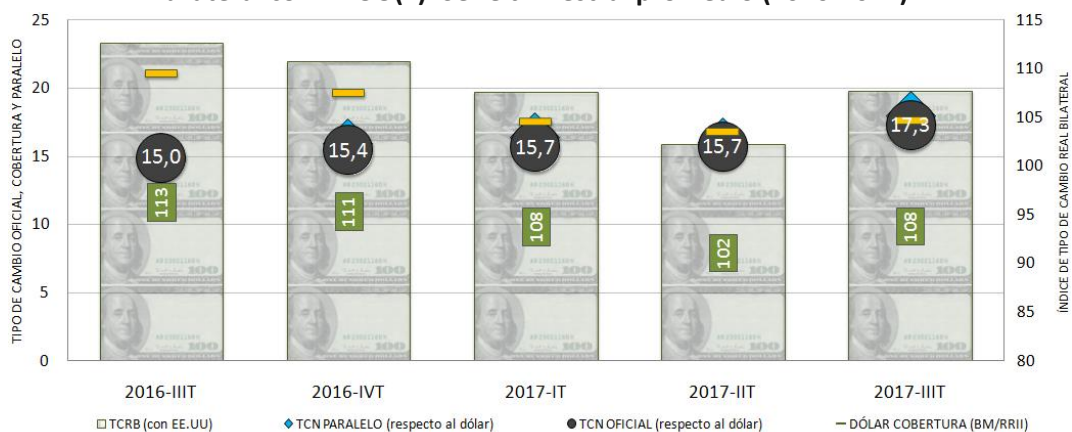
La expansión monetaria asociada al rojo fiscal a través de financiamiento monetario directo e indirecto totalizó, entre los meses de julio y septiembre, \$ 130.000 millones. El primer canal constituye las operaciones del BCRA con el Sector Público, las cuales registraron en el tercer trimestre transferencias por \$ 13.500 millones y en el acumulado del año por \$ 110.000 millones; de este último dato, los adelantos transitorios representaron el 80% y el resto corresponde al giro de utilidades. El segundo canal se encuentra vinculado a las compras netas de dólares por parte del ente monetario al Tesoro, dichas operaciones verificaron un *récord* trimestral, asociado a una estrategia de acumulación de reservas, de \$ 116.000 millones. Desde una perspectiva más amplia, el gobierno continúa acelerando el proceso de sustitución del financiamiento monetario del *déficit* fiscal por financiamiento no monetario. En cuanto a las compras netas de dólares por parte del BCRA al Sector Privado, luego de cinco trimestres consecutivos, este tipo de operaciones resultó contractivo por \$ 32.000 millones debido a las tensiones cambiarias al inicio del trimestre.

En la última parte del año, la autoridad monetaria enfrenta una fuerte encrucijada: incumplimiento de las metas de inflación y aumento de la dominancia fiscal (combo *déficit*/endeudamiento) que reduce el control de los agregados monetarios. En este marco, el BCRA no sólo intensifica sus acciones para absorber pesos del mercado, sino que promueve una suba en el costo del dinero: aumentando la tasa de interés de referencia y endureciendo el cálculo de los encajes -desde diciembre- para restringir la liquidez y de esa manera, amplificar la suba del costo del dinero a los depósitos y préstamos.

2. Tipo de cambio nominal y real

Con una oferta de divisas más restringida a mitad de año, el tipo de cambio alcanzó un pico de \$ 18 por dólar; desde entonces, se verificó un leve descenso y al cierre del mes de septiembre el billete verde se negoció para la venta a \$17,3. Cabe señalar que durante los meses julio y agosto, y de cara a las elecciones legislativas de octubre, el BCRA intervino fuertemente en mercado de cambios sacrificando reservas.

Gráfico 20. Evolución del tipo de cambio oficial, paralelo, cobertura y del índice de tipo de cambio real bilateral con EE.UU(*). Serie trimestral promedio (2016-2017).



(*Período base, diciembre 2001=100. El TCN fue deflactado con la serie de IPC-GERES.

Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA, Ámbito Financiero y US Bureau of Labor Statistics.



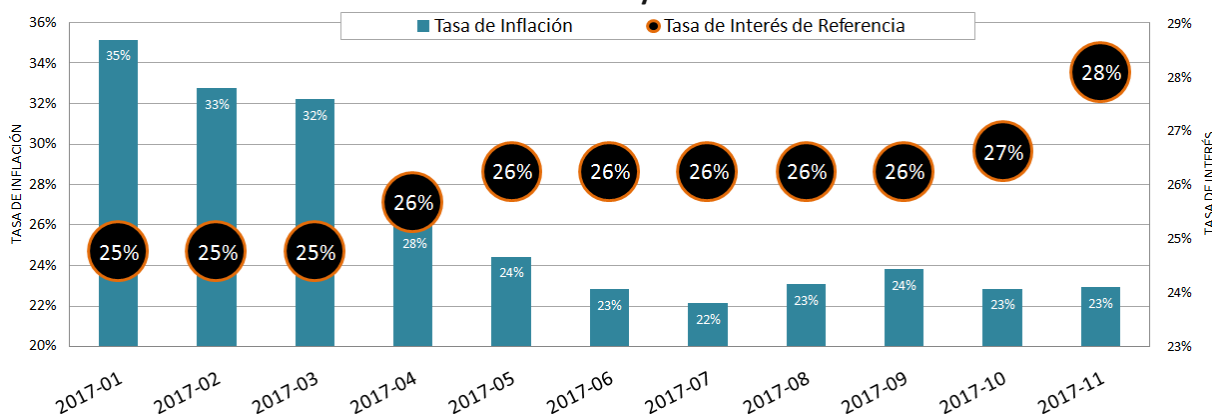
La pulseada que enfrenta el BCRA con la inflación le impone un techo a los vaivenes del precio de la cotización nominal del dólar; el esquema de flotación es flexible hasta aquel rango en que la autoridad monetaria considera que la variación cambiaria puede traspasarse significativamente a precios. Lógicamente, el mercado de cambios no escapa al deterioro de las cuentas externas, y la tendencia creciente de demanda de divisas se anestesió en gran medida por los constantes flujos de deuda en moneda extranjera. Frente a este panorama, si bien la devaluación de comienzos de trimestre revirtió la tendencia a la apreciación cambiaria en términos reales, el indicador se ubicó al término del tercer trimestre un -20% por debajo en comparación a febrero del año pasado (*cenit* de los últimos seis años).

Por consiguiente, el BCRA le dio a la tasa de interés un rol fundamental para sustentar los ejes de política monetaria: aminorar las variaciones de los precios y garantizar la estabilidad financiera. Sin embargo, la estrategia promueve un gigantesco aparato especulativo -instalado desde marzo del año pasado- debido a que marca una huella evidente para los inversores: la tendencia es que la tasa de interés le gane a la inflación, y las variaciones de los precios a los movimientos del dólar.

3. Tasas de interés

A lo largo del período pre-electoral, el BCRA sostuvo desde mediados de juliouna tasa de política monetaria de 26,25%, la cual resultó superior a las expectativas de inflación futura. Luego de los comicios, tal como puede observarse en el gráfico 21, el ente monetario volvió a subir la tasa que utiliza para conducir el régimen de metas de inflación a 28,75%, con el objetivo de acotar el repunte de la inflación y lograr que los precios retomen la tendencia a la baja procurando anclar las expectativas, garantizar la estabilidad cambiaria con tasas de interés reales positivas que refuercen la fiesta financiera y moderar la expansión del crédito. En el mismo sentido, el incremento busca dar una señal al mercado en aras de asegurar los retornos de las LEBAC ante el gravamen a la “renta financiera” que el gobierno intenta aprobar en el paquete de reforma fiscal.

Gráfico 21. Tasa de interés de referencia y de inflación GERES. Serie mensual.



Fuente: Elaboración GERES en base a datos de BCRA.

La imparable bola de nieve, el *stock* del principal pasivo remunerado del BCRA alcanzó \$ 982.655 al cierre del tercer trimestre (en torno al 10% del PBI), implica un riesgo a la estabilidad financiera dado que la enorme



acumulación de vencimientos en el corto plazo presiona sobre la tasa de interés requerida en función de las expectativas de devaluación para el sostenimiento de la bicicleta financiera, y por ende, el ingreso/salida de los “dólares golondrinas”. En consecuencia, desde agosto, el BCRA procurando descomprimir la situación, en cada licitación del mercado secundario de LEBAC fue elevando las tasas de corte de las letras de mayor plazo, y terminó el trimestre invirtiendo la curva de rendimientos (la pendiente pasó a ser positiva); la duración promedio se incrementó a 107 días.

La tasa Badlar (para aquellos depósitos superiores al millón de pesos) cerró el tercer trimestre en 21,1% y los depósitos de hasta \$ 100.000 pesos la tasa aplicada culminó en 18,1%; en ambos casos se registró un leve avance respecto al período previo. No obstante, dicho nivel de tasas pasivas no ha revertido la fuerte desaceleración de los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado y tampoco ha frenado el proceso de dolarización de la economía. Por su parte, las tasas activas a lo largo del tercer trimestre si bien experimentaron una merma respecto a igual período del año previo, en algunos casos mostraron una leve suba en comparación al trimestre anterior tal como puede observarse en el cuadro siguiente.

Cuadro 20. Tasas de interés por tipos de línea de préstamos del sector privado en pesos. (En p.p.)

TRIMESTRE	Cauciones en \$ a 30d	Adelantos en cc	Documentos a sólo firma	Hipotecarios	Prendarios	Personales	Tarjetas de Créditos
2016-IIIIT	27,0	34,9	29,8	24,0	23,8	42,5	45,5
2017-IIT	23,3	30,5	21,9	19,5	19,4	38,1	42,6
2017-IIIIT	25,2	31,1	21,7	19,8	18,6	38,5	42,0

Fuente: Elaboración GERES en base a datos de BCRA.

4. Depósitos y préstamos

La estrategia electoral además de aquietar las aguas en el mercado de cambios, impulsó un repunte del volumen de crédito el cual verificó una expansión del +35% en términos interanuales durante el tercer trimestre del año -luego de una evolución mediocre durante el 2016- y que fue subiendo al calor de la oferta de los préstamos indexado por UVA (ajusta las deudas por inflación más una tasa fija). Los bancos privados y oficiales se esforzaron (ajustaron tasas, montos y plazos) por aumentar la capacidad crediticia reduciendo su liquidez, para atender la demanda (postergada) en ascenso en un contexto con señales contradictorias: una característica distintiva del actual salto del crédito es que convive con el sesgo contractivo de la política monetaria. El “boom” se explica también por el bajo nivel de crédito vigente: representa el 13% del PBI.

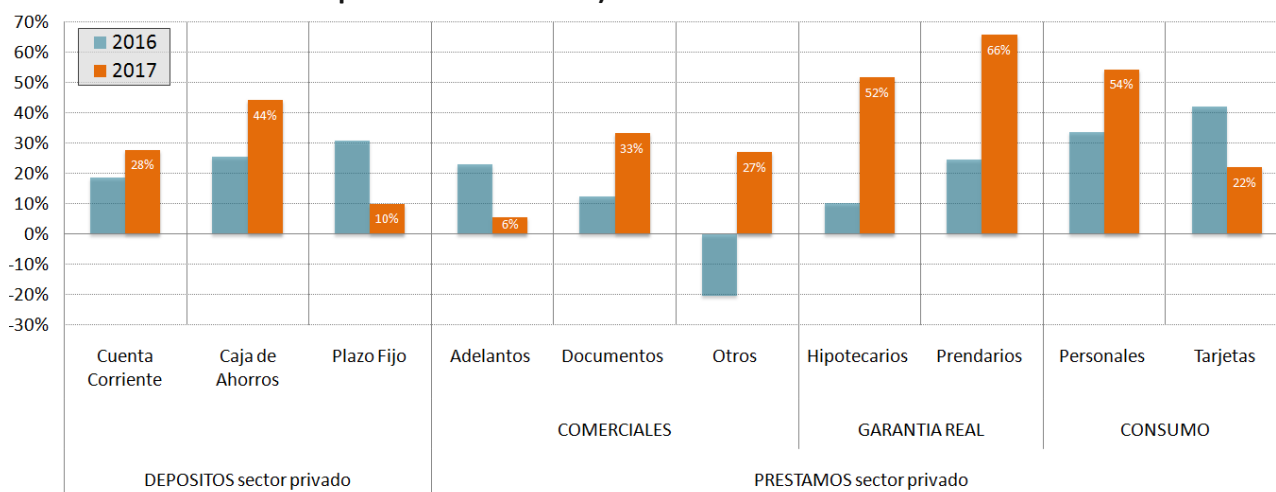
Las líneas de financiamiento que mostraron una mayor dinámica durante el tercer trimestre respecto al mismo lapso del año pasado fueron los siguientes; primero, los préstamos personales evidenciaron una mayor vitalidad y alcanzaron una tasa del +54%; segundo, los créditos prendarios registraron la expansión más elevada desde 2011 -sosteniendo el despegue del trimestre previo- y dieron un salto del +66%; tercero, el incipiente resurgir de los créditos hipotecario verificó una suba del +52% después de un período prolongado de poco movimiento. En este último punto, resulta preocupante el repunte de la inflación debido a que muchos hogares indexaron a ritmo acelerado el capital de la deuda hipotecaria de largo plazo en función de la evolución de los precios.

La mayor oferta de crédito se hizo notar en la construcción y en el negocio inmobiliario, en el mercado automotor y en la compra de electrodomésticos con un fuerte correlato en las importaciones. En el mismo



sentido, los créditos Argenta para jubilados y pensionados (564.300 casos por un monto de \$ 19.320 millones), y la línea abierta para los beneficiarios de la AUH (380.000 casos por un monto de \$ 12.500 millones) representaron un aliciente para el consumo de los sectores de menores ingresos. Por su parte, las tarjetas de crédito continuaron en caída libre y registraron la *performance* más floja de los últimos siete años luego de cinco trimestres de fuerte desaceleración; de esa manera, tras el fallido programa de “precios transparentes” de comienzos de año, mostraron una variación del +22% anual durante los meses de julio y septiembre.

Gráfico 22. Tipos de depósitos y líneas de préstamos del sector privado en pesos (en variaciones porcentuales anuales). Tercer trimestre 2016-2017.



Fuente: Elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Tal como mencionamos anteriormente, la táctica del BCRA de tener tasas de interés positivas en términos reales para orientar el excedente monetario a las entidades financieras no verificó el efecto deseado, y la tenencia de LEBAC y dólares se incrementaron durante el tercer trimestre del año. En consecuencia, el ritmo de crecimiento de los depósitos totales en pesos del sector privado se diluyó considerablemente y subió en promedio apenas un +10% anual; así, dichas colocaciones evidenciaron el peor desempeño desde el año 2010. Por el otro lado, las cuentas a la vista mostraron un comportamiento similar al período previo; las cajas de ahorro y las cuentas corrientes se expandieron un +44% y +28% respectivamente. En consecuencia, la oferta monetaria en pesos, expresada mediante el agregado M3 (billetes y monedas, cheques cancelatorios y depósitos totales del sector privado) verificó una aceleración en la tasa crecimiento anual, la cual se situó en +28%.

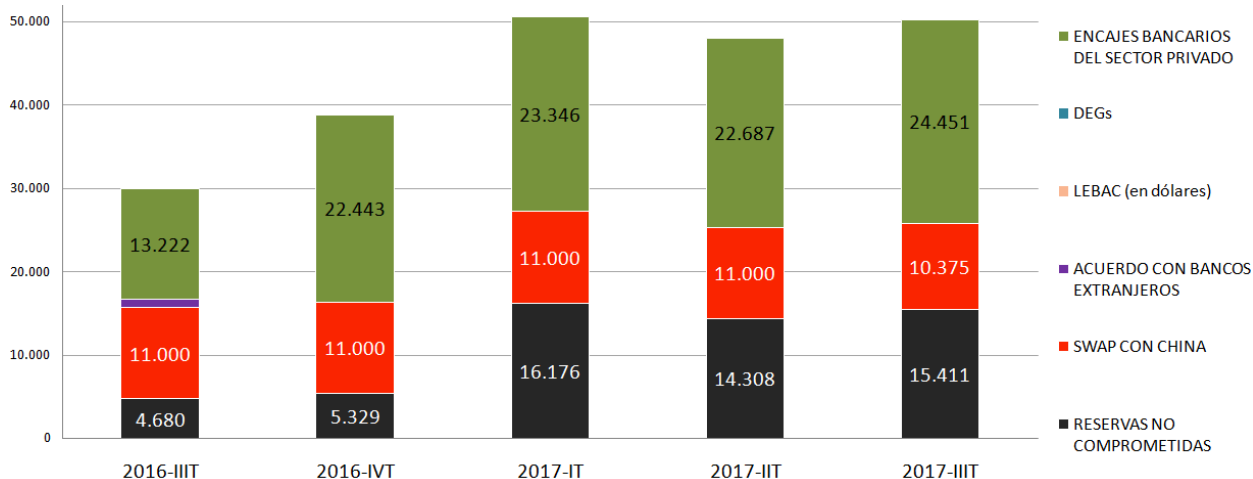
5. Reservas internacionales

La situación de las cuentas externas continúa siendo alarmante: el *déficit* externo se profundizó desde la liberalización para la compra de divisas y la desregulación financiera, pero se compensó con un colosal endeudamiento. En este marco, las arcas del BCRA cerraron el tercer trimestre en U\$S 50.237 millones y registraron una variación positiva de U\$S 2.242 millones respecto al período anterior en línea con el anuncio del presidente de la institución en el mes de abril de acumular reservas; a mediados de octubre, los activos



externos superaron el máximo histórico alcanzado en abril del corriente año y comparable con el nivel verificado en el 2011 (previo al cepo cambiario). No obstante, el ritmo de crecimiento de las reservas es menor a la expansión de los pasivos del ente, y esta situación compromete la sustentabilidad del balance del BCRA dado que se gesta un potencial *déficit* cuasi-fiscal. Luego de depurar de las reservas declaradas -para un correcto cálculo de la capacidad de pago en moneda extranjera- la deuda a corto plazo, las “reservas no comprometidas” se situaron al cierre del trimestre en U\$S 15.411 millones tal como puede apreciarse en el gráfico x.

Gráfico 23. Evolución y composición de las reservas internacionales. Valores al cierre (2016-2017).



Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA.

Por un lado, los principales factores que explicaron el incremento del acervo de reservas durante el tercer trimestre del año fueron: el endeudamiento del gobierno nacional, BCRA y sector privado, inversiones especulativas, liquidación de los “agro-dólares” y el crecimiento de los depósitos en moneda extranjera. Primero, la compra de los dólares provenientes de la emisión de deuda del gobierno nacional por U\$S 13.124 millones -las LETES representaron el 55% y el resto emisiones del BONAR 2024-, además de expandir la base monetaria, reforzó las reservas internacionales; el BCRA a mediados de julio renovó el *swap* de monedas con el Banco Central de China por U\$S10.375 millones y por tres años de plazo; por otra parte, las entidades financieras se endeudaron en dólares para fondearse y poder ampliar su oferta crediticia por un monto estimado de U\$S 845 millones (el *stock* de deuda en junio totalizó U\$S 63.853 millones). Segundo, en un contexto de ausencia de inversiones genuinas relevantes -la inversión externa directa cayó un -4% en términos interanuales- se registró un ingreso significativo de los denominados “dólares golondrinas” (destinados a la compra de títulos, letras, acciones, entre otros) por U\$S 3.205 millones superando el *récord* histórico del trimestre previo. Tercero, la liquidación de divisas de los industriales oleaginosos y los exportadores de cereales se mantuvo estable respecto a igual lapso del año anterior (U\$S 6.136 millones) pero registró una merma del -9% en el acumulado del año. Cuarto, los encajes bancarios del sector privado verificaron una suba de U\$S 1.764 millones al cierre de septiembre, y promediaron en el trimestre un incremento interanual del +88%.

Por el otro lado, las vías de escapes de los dólares en el transcurso del tercer trimestre fueron principalmente el pago de deuda, las importaciones de bienes y servicios, viajes y turismo, el atesoramiento de divisas por parte de personas físicas y jurídicas y las transferencias al exterior. Primero,



el Tesoro tuvo vencimientos de LETES por U\$S 6.934 millones, efectuó cancelaciones con organismos internacionales y con los tenedores del bono PAR por U\$S 1.020 millones y U\$S 154 millones respectivamente. Segundo, el pago de productos y servicios importados viene creciendo (+8% en términos interanuales) al galope de la mano del repunte en la actividad económica; en esa dirección, los préstamos otorgados en moneda extranjera mostraron un gran dinamismo como consecuencia de la flexibilización de la política crediticia impulsada por el BCRA en el mes de abril del corriente año -autorización para financiar a los importadores de productos o servicios argentinos, principalmente productos agropecuarios- y el *stock* alcanzó un *record* de U\$S 14.332 millones al cierre de septiembre, es decir un +75% respecto al mismo lapso del año pasado. Tercero, la compra de divisas por parte de los particulares y las empresas, y los viajes y pasajes al exterior agudizaron la tendencia creciente de la demanda de dólares y sumaron U\$S 9.348 millones (+104% i.a.) y U\$S 2.499 millones (+23% i.a.) respectivamente. Cuarto, en el caso del giro de utilidades y dividendos al exterior, dicha variable acumuló U\$S 572 millones y mostró una merma interanual del -18%. De esta manera, la fuga de capitales (formación de activos externos del sector privado) acusó una fuerte aceleración en el ritmo de crecimiento debido a que durante el tercer trimestre mostró un incremento anual del +92% frente a una expansión del +28% en el primer semestre; ergo, la fuga de capitales totalizó en el acumulado del año la alarmante cifra de U\$S 15.530 millones.

