

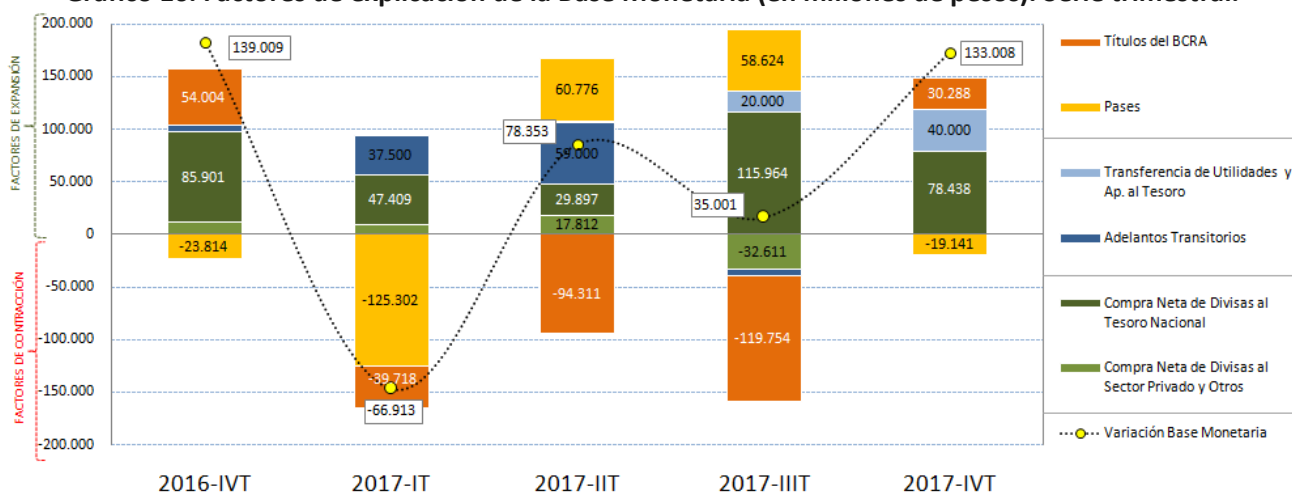
AGREGADOS MONETARIOS

En el transcurso del año pasado, el ente monetario le compró al Tesoro U\$S16.000 millones -para regular el mercado de cambios y fortalecer el *stock* de reservas internacionales- y salió a aspirar cerca de \$250.000 millones apoyado en una elevada tasa de interés para conducir su propio (e incumplido) régimen de inflación. En el cuarto trimestre de 2017, la política monetaria resultó expansiva -principalmente por motivos estacionales- debido a que el BCRA inyectó más de \$130.000 millones que incidieron en el repunte de la cotización del dólar, la cual cerró el año en \$18,8. El 2018 comenzó con un giro por parte del gobierno al reformular (para arriba) la tasa de inflación proyectada para los próximos años y al forzar al ente monetario a ajustar (para abajo) los rendimientos oficiales; en paralelo, el fuerte sesgo contractivo llevado adelante en el primer bimestre del año no alivió el apetito por el dólar que superó los \$20 -valor validado por el BCRA- en un contexto de subas de tasas en EEUU.

1. Base monetaria

Entre los meses de octubre y diciembre, la emisión primaria del dinero se incrementó en \$133.008 millones principalmente por la compra de dólares al Tesoro (\$75.438 millones); la inyección de pesos se ubicó levemente por debajo del *record* de emisión trimestral registrado a fines de 2016 (\$139.009 millones). También, las operaciones con el sector público para financiar el rojo fiscal (\$40.000 millones) y la compra de LEBAC (\$30.288 millones) actuaron como factores expansivos; así, el saldo de la base monetaria culminó el período en \$1.001.113 millones y la emisión monetaria creció en promedio durante el 2017 un +31%, manifestando una aceleración de 3 p.p. respecto al año previo.

Gráfico 16. Factores de explicación de la Base Monetaria (en millones de pesos). Serie trimestral.



A diferencia de los años previos, cuando las entidades financieras promediaban sus exigencias de efectivo mínimo entre diciembre y febrero, en el transcurso del cuarto trimestre de 2017, la autoridad monetaria le exigió a los bancos cumplir con los encajes (porción de los depósitos que no pueden prestar) en forma mensual. Así, con menos excedente monetario y dado el bajo *stock* de depósitos, durante diciembre del año pasado, se verificó una escasa liquidez que amplificó el incremento de los rendimientos oficiales (realizado



en noviembre) a las tasas aplicadas a los depósitos y préstamos; así, esta medida desinflará el “boom” del crédito, el cual fue alimentado artificialmente por el gobierno.

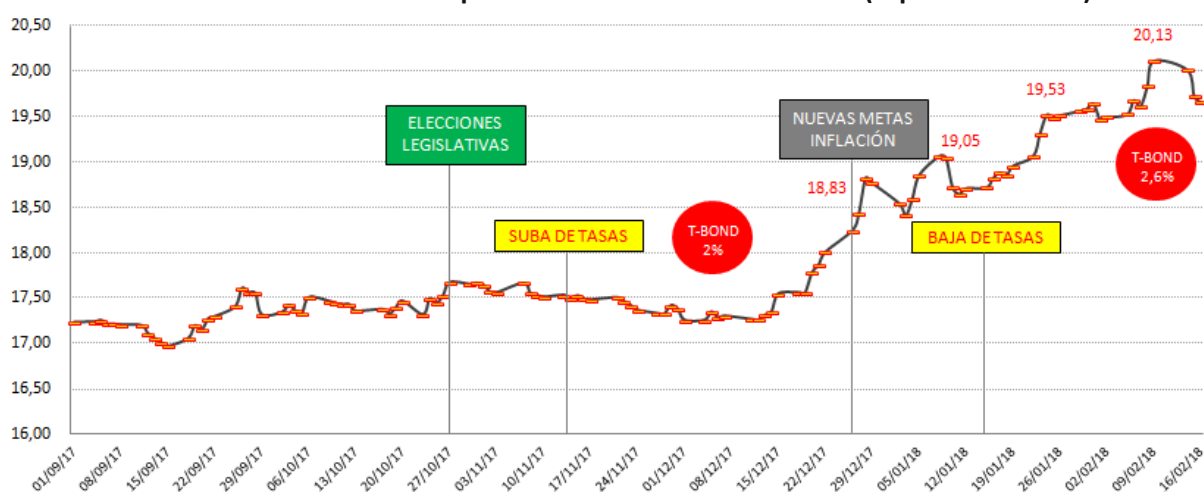
Tradicionalmente, el período bajo análisis registra un aumento estacional de la demanda de efectivo, y por lo tanto, el cuarto trimestre es un lapso expansivo en materia monetaria y el período siguiente en aras de “compensar” suele ser contractivo. Ergo, durante el primer bimestre del corriente año el BCRA absorbió vía LEBAC, Letras de Liquidez (LELIQ) y pases pasivos un monto de \$120.000 millones; las LELIQ es un nuevo instrumento -implementado por la autoridad monetaria luego de la intervención del gobierno en las metas de inflación- que se coloca a una tasa predeterminada de 24,75% y reemplaza en los hechos al pase pasivo a 7 días pero que posee la ventaja de transformarlos en liquidez a diario y sin el peso de Ingresos Brutos.

2. Tipo de cambio nominal y real

El aumento del endeudamiento externo para financiar las cuentas públicas y sustituir el financiamiento monetario directo, tiene dos consecuencias bien marcadas: una monetaria, que fue explicada precedentemente y la otra cambiaria, que las divisas captadas en el exterior apuntalaron una cotización del dólar relativamente estable a lo largo del año pasado. En efecto, el billete norteamericano cerró el año en \$18,77 y registró una variación anual del +18,4% (6 p.p. por debajo de la tasa de inflación); frente a este panorama, el tipo de cambio real respecto al dólar verificó una merma de -6% en el último trimestre de 2017 contra igual período del año pasado.

El mes de diciembre se caracterizó porque tanto hogares como empresas incrementaron la demanda de pesos para el pago de vacaciones y fiestas de fin de año, y abono de aguinaldo y compensaciones, respectivamente. En un marco de excedente monetario y de deterioro de las cuentas externas, el 2018 comenzó con fuertes tensiones cambiarias debido a que el gobierno abrió el camino para un descenso de la tasa de interés, y paralelamente, EEUU incrementó la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años; ergo, el BCRA validó una brusca escalada en el precio del dólar, debido a que este superó los \$20 en febrero.

Gráfico 17. Evolución del tipo de cambio oficial. Serie diaria (sep2017-feb2018).



Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA.

Cabe señalar que el ente monetario 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. Por este

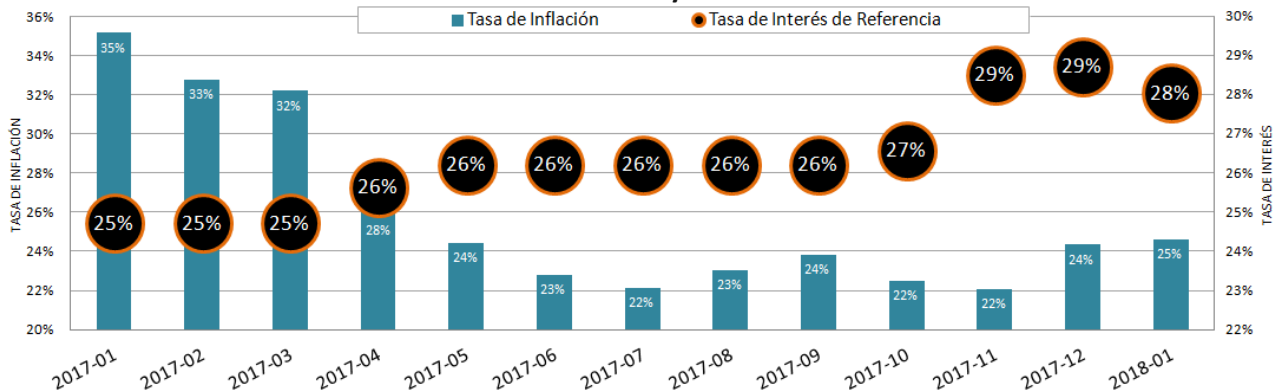


motivo, el cambio en la tasa de inflación proyectada reavivó la puja entre el precio del dólar y la tasa de interés dado el enorme aparato especulativo instalado desde marzo del año pasado.

3. Tasas de interés

El BCRA, luego de los comicios legislativos del mes de octubre del año pasado, endureció la política monetaria al elevar -mediante dos subas- la tasa que utiliza para conducir el régimen de metas de inflación al 28,75%. Sin embargo, no logró cumplir 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. El 28 de diciembre de 2017, el gobierno dio un giro para quitarse el *corsé* que se autoimpuso -luego de verificarse la falta de efectividad antiinflacionaria- y cambió la tasa de inflación proyectada para este año de 10% a 15%; con el fin de relajar las tasas de interés para reducir el costo de los préstamos, desacelerar el *stock* de las LEBAC y mermar el gigantesco aparato especulativo (ingreso de los "dólares golondrinas") que promovió una tasa de depreciación de la moneda menor a la de inflación. Desde comienzos de año, el gobierno ordenó a la autoridad monetaria un recorte de la tasa de interés; en efecto, el BCRA redujo los rendimientos oficial a 27,74%. De esta manera, el dilema para resolver la encrucijada que representan la inflación y el nivel de actividad quedó en manos del Jefe de Gabinete, y el ente monetario ocupará un nuevo rol de asesoramiento.

Gráfico 18. Tasa de interés de referencia y de inflación GERES. Serie mensual.



Fuente: Elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Sin embargo, la estrategia de baja escalonada de las tasas de interés resultó a contramano respecto a la suba de la tasa de 10 años de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, la cual superó 2,6% anual a comienzos de febrero fundamentalmente por el incremento en la expectativa de inflación. La tasa de los bonos estadounidenses marca el piso del costo del crédito de los países emergentes, y por lo tanto, compromete la capacidad de endeudamiento del gobierno en un marco de fuerte financiamiento del *déficit* fiscal principalmente con dólares del exterior por un lado, y por el otro lado, implica un riesgo a la estabilidad financiera dado presiona sobre la tasa de interés local 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 particular, debido al ajuste en el cálculo de los encajes -para restringir la liquidez y de esa manera, amplificar la suba del costo del dinero a los depósitos y préstamos- la tasa para operaciones entre bancos superó el 30% en diciembre. Con respecto a la tasa Badlar (para aquellos depósitos superiores al millón de pesos), la misma cerró en 23,1% y la tasa aplicada a los depósitos de hasta \$100.000 pesos para personas

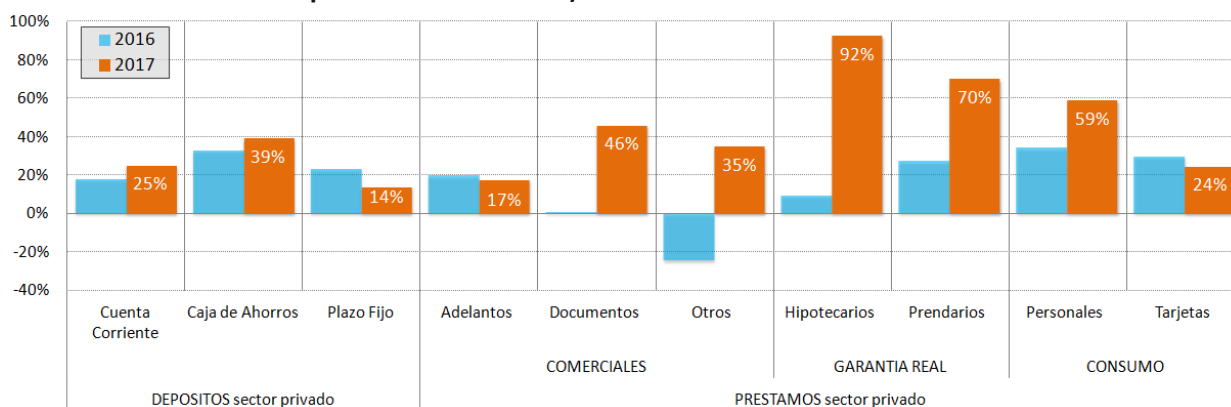


físicas culminó en 22,4%; en ambos casos se registró un avance respecto al período previo. En la misma dirección, las tasas activas a lo largo del lapso bajo estudio mostraron un aumento generalizado en todas las líneas con excepción de la tasa aplicada a los préstamos prendarios que evidenció una leve merma.

4. Depósitos y préstamos

La estrategia electoral impulsó un repunte del volumen de crédito del sector privado en pesos el cual verificó una expansión del +44% en términos interanuales durante el último trimestre de 2017 y que fue subiendo, desde mediados del año pasado, 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. El crecimiento del crédito se dio en un contexto con señales contradictorias y sin "respaldo genuino" dado que no se registró una expansión del ahorro y se trató de un "boom artificial" el cual se explicó por el bajo nivel de crédito vigente: actualmente representa el 13% del PBI.

Gráfico 19. Tipos de depósitos y líneas de préstamos del sector privado en pesos (en variaciones porcentuales anuales). Cuarto trimestre 2016-2017.



Fuente: Elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Asimismo, cabe señalar que la composición del aumento del *stock* crediticio se volcó principalmente al consumo, al mercado automotor, compra de electrodomésticos, a la construcción y al negocio inmobiliario en detrimento de la inversión (que amplía capacidad de producción) y con un fuerte correlato en las importaciones. Por lo tanto, las líneas de financiamiento que mostraron una mayor dinámica durante los meses de octubre y diciembre del año pasado -respecto al mismo lapso del año anterior- fueron los siguientes; primero, los préstamos hipotecarios evidenciaron una mayor vitalidad y alcanzaron una tasa del +92%; segundo, los créditos prendarios registraron la expansión más elevada desde 2011 -sosteniendo el despegue del semestre previo- y dieron un salto del +70%; tercero, los créditos personales verificaron una suba del +59%. Resulta preocupante el repunte de la inflación debido a que muchos hogares indexaron sus deudas en función de la evolución de los precios. Por su parte, los créditos Argenta para jubilados y pensionados y la línea abierta para los beneficiarios de la AUH representaron un aliciente para el consumo de los sectores de menores ingresos. En cuanto a las tarjetas de crédito, luego de cinco trimestre de significativa desaceleración tras el fallido programa de "precios transparentes" de comienzos de 2017, registraron un leve repunte respecto al trimestre anterior y mostraron una variación del +24% anual durante los últimos tres meses del año pasado.

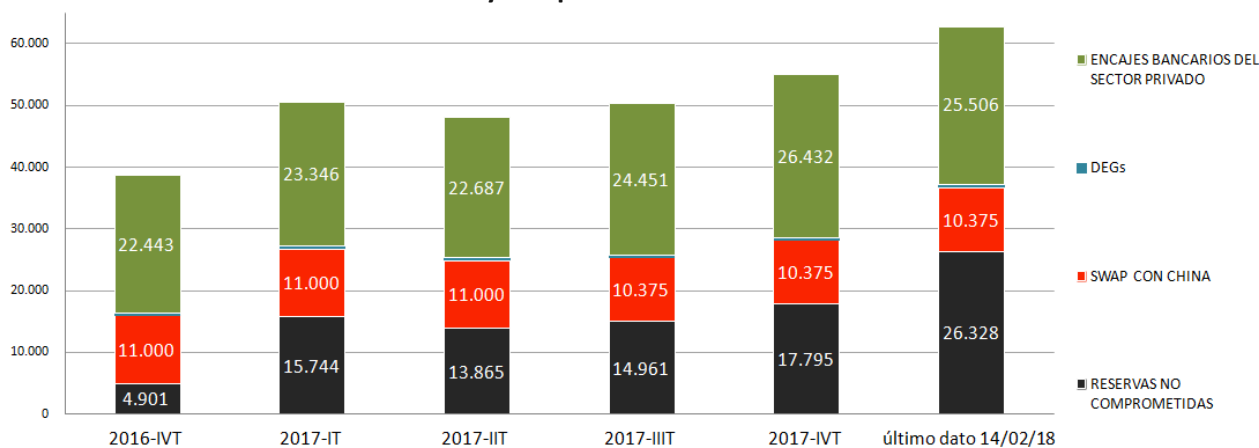


Por el otro lado, el ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo en pesos del sector privado experimentó un débil incremento respecto a lo sucedido respecto al trimestre anterior; de esta manera, dichas colocaciones se expandieron en promedio apenas un +14% anual a lo largo del cuarto trimestre. Con respecto a las cuentas a la vista, las mismas expusieron una leve desaceleración respecto al período previo; las cajas de ahorro y las cuentas corrientes avanzaron un +39% y +25% respectivamente. En consecuencia, y en sintonía con lo sucedido durante el transcurso del año pasado, el excedente monetario se orientó en gran medida a la tenencia de LEBAC y dólares. La tasa de expansión correspondiente a la oferta monetaria en pesos - expresada mediante el agregado M3 (billetes y monedas, cheques cancelatorios y depósitos totales del sector privado)- se mantuvo prácticamente sin cambios durante el cuarto trimestre de 2017 respecto al trimestre previo y se situó en +28%.

5. Reservas internacionales

En un contexto de relajación de las metas de inflación y mercados internacionales turbulentos, el gobierno anunció la colocación de letras del Tesoro en pesos (compañías de seguro como principal comprador) para cubrir el rojo fiscal y reducir el endeudamiento en moneda extranjera que si bien permitió fortalecer las reservas internacionales, incidió en la base monetaria y en el tipo de cambio tal como hemos descripto previamente; así, en el transcurso del bienio pasado, la fórmula consistió en venderle al BCRA la mayor parte del los dólares provenientes de la deuda contraída en el exterior y liquidados para financiar el *déficit* fiscal, cuyos pesos debían ser en buena medida esterilizados vía LEBAC con rendimientos jugosos.

Gráfico 20. Evolución y composición de las reservas internacionales.



Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA.

El colosal endeudamiento y los dólares golondrinas impulsaron el ingreso de divisas que en gran parte fueron adquiridas por el ente monetario; así, las arcas del BCRA superaron el máximo histórico de alcanzado en septiembre de 2017 y cerraron el cuarto trimestre en U\$55.055 millones, registrando una variación positiva de U\$4.818 millones respecto al período anterior y de U\$15.475 millones en el acumulado del año, en línea con el anuncio del presidente de la institución en el mes de abril de 2017 de acumular reservas. Cabe señalar que, las reservas continuaron creciendo -de la mano de la colocación de deuda (U\$9.000 millones)- durante el transcurso del corriente año y superaron los U\$62.000 millones a mediados de febrero. No obstante, 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. En particular, luego de depurar



de las reservas declaradas, para un correcto cálculo de la capacidad de pago en moneda extranjera, la deuda a corto plazo (el *swap* de monedas con el Banco Central de China hasta julio de 2020 por U\$S10.375 millones y los encajes bancarios del sector privado por U\$S26.432 millones, los cuales verificaron una suba del +18% anual), las “reservas no comprometidas” se situaron al cierre de 2017 en U\$S17.248 millones tal como puede apreciarse en el gráfico 20, y evidenciaron una fuerte recuperación respecto a igual lapso del año previo y un crecimiento del +12% en contra el trimestre anterior.

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. La imparable bola de nieve, el *stock* del principal pasivo remunerado del BCRA alcanzó \$1.111.790 al cierre del cuarto trimestre (superando el 10% del PBI y la base monetaria, y representa el 90% del acervo de reservas) y registró un incremento interanual del +77%, implica un riesgo a la estabilidad financiera dado que la enorme acumulación de vencimientos en el corto plazo presiona sobre las expectativas de devaluación. En particular, dos tercios de los títulos que colocó el BCRA fueron al plazo más corto (35 días) debido a la curva de tasas invertida aplicada desde el tercer trimestre del año pasado.

