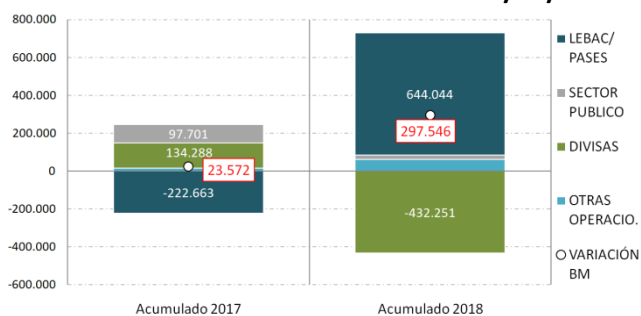


AGREGADOS MONETARIOS

BASE MONETARIA

En lo que va del año, la emisión primaria del dinero se expandió en \$ 297.546 millones a pesar de la fenomenal demanda de dólares por parte del sector privado; esto se debió principalmente al plan de desarme de las LEBAC acordado con el FMI. Así, la inyección de pesos superó notablemente lo registrado el año pasado para mismo lapso; ergo, a mitad de septiembre el saldo de la base monetaria totalizó \$ 1.3 billones y aceleró su expansión, que en términos interanuales alcanzó un +47%. Por su parte, la base monetaria amplia -que incluye peses, LELIQ y LEBAC del BCRA con las entidades financieras- promedió en agosto \$ 1.75 billones.

Gráfico 1. Variación base monetaria al 16/09/2018.



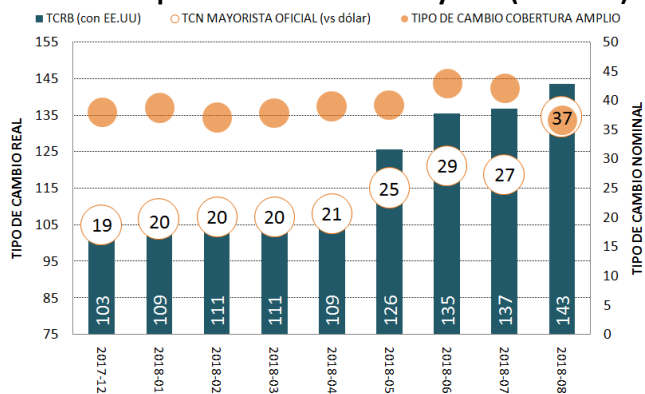
Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Para disminuir sustancialmente el stock de LEBAC, además de licuarlo con la devaluación, el acuerdo con el FMI establece que el Tesoro debe cancelar deudas con el BCRA (letras intransferibles) -por U\$S 25.000 millones en el transcurso del programa-, y así "sanear" el balance del ente; también, el acuerdo suspende el financiamiento y limita las transferencias del BCRA al Tesoro. En ese sentido, las operaciones financieras que recortaron el stock de LEBAC (\$ 1.2 billones en mayo) en dos tercios a mitad de septiembre tuvieron como correlato una violenta inyección de dinero en el mercado dado que la estrategia del gobierno no logró convencer a los inversores a pesar de la elevada tasa de interés a extender los plazos vía otros instrumentos (LETES en moneda extranjera, LELIQ, NOBAC y plazos fijos). Desde mediados de junio, y en cinco tramos, el BCRA incrementó en 16 puntos porcentuales los encajes bancarios para absorber \$ 350.000 millones. A su vez, el exceso de liquidez bancaria se comenzó a absorber con NOBAC y LELIQ.

TIPO DE CAMBIO Y TASA DE INTERÉS

La creciente demanda de dólares, elevó la cotización de la divisa que alcanzó un nuevo récord de \$ 42 a fines de agosto, marcando una trepada del +130% en términos interanuales. El BCRA no logró frenar la incesante corrida cambiaria a pesar del despliegue de una batería de medidas: subasta diaria de divisas giradas por el FMI, acuerdo con el sector agroexportador para acelerar liquidación, fuerte incremento escalonado de los encajes bancarios, reducción de la Posición General de Cambios (PGN) de las entidades financieras y flexibilización de los requerimientos para la adquisición de LETES por parte de los bancos. En cuanto al tipo de cambio real (respecto al dólar), el indicador registró al cierre del mes de agosto un incremento del +32% anual y se ubicó en los niveles del año 2010.

Gráfico 2. Tipo de cambio nominal y real (bilateral).



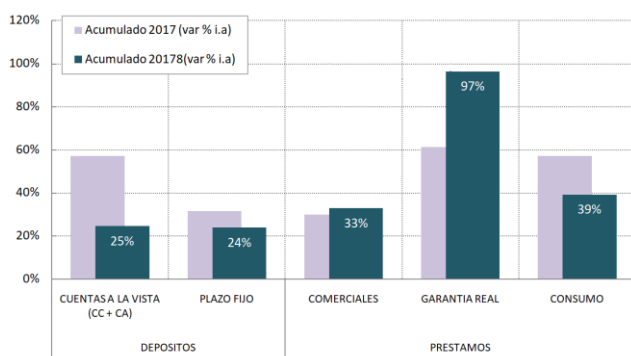
Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Debido a la avalancha hacia el dólar, el 30 agosto, la autoridad monetaria volvió a subir la tasa de política monetaria -vinculada a las LELIQ- al 60% (récord que superó el 45% establecido el 13 de dicho mes) para desalentar la creciente dolarización, poner un techo a la escalada del tipo de cambio y evitar una mayor disparada de la inflación. Así, la abrupta suba de la tasa de referencia resultó el indicador que mejor reflejó el tenor de la crisis cambiaria, y se ubicó en las antípodas respecto al objetivo impuesto por parte del gobierno a fines del año pasado. El nuevo marco internacional (suba de la tasa de los títulos del Tesoro de los EEUU a 10 años y devaluación del real brasileño) y local (aumento de "percepción de riesgo" plasmado en la suba del riesgo país), comprometen la colocación de deuda por parte del gobierno para cubrir las cuentas internas y externas.

DEPÓSITOS Y PRÉSTAMOS

A pesar de la turbulencia cambiaria, los depósitos en pesos del sector privado mostraron una aceleración en el ritmo de expansión anual en los meses de julio (+31%) y de agosto (+35%), de la mano de los elevados rendimientos y de la expansión de la base monetaria, luego del poco interés en dichos instrumentos registrado en el transcurso del primer semestre de 2018. No obstante, en el acumulado del año, la performance de las colocaciones verificaron una significativa desaceleración respecto a lo registrado el año previo tal como puede observarse en el gráfico siguiente. En consecuencia, la crisis cambiaria no se trasladó al sistema financiero.

Gráfico 3. Depósitos y créditos en pesos al 16/09/2018.



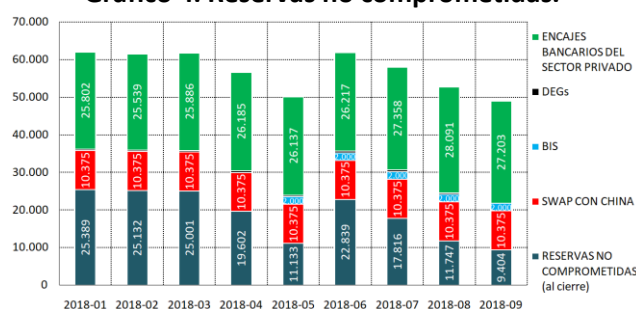
Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Las medidas dispuestas por el gobierno en aras de frenar la corrida cambiaria, están dirigidas a emitir señales hacia los mercados financieros en detrimento de la actividad productiva y del mercado interno; el nivel actual de los rendimientos oficiales y la suba escalonada de encajes resultan traumáticos para la evolución de los créditos. Si bien, los préstamos en pesos al sector privado -impulsados por los créditos de garantía real (hipotecarios y prendarios)- mostraron, en el primer semestre del año, un "boom" en el ritmo de crecimiento anual, desde julio, comenzaron a dar señales de desaceleración y estancamiento en términos absolutos y acumularon, en lo que va del año, una tasa de variación del +45%; en particular, las líneas orientadas al consumo experimentaron un magro desempeño respecto a lo evidenciado para mismo lapso de 2017. El ritmo de crecimiento de la oferta monetaria en pesos (M2) verificó una brusca desaceleración y se situó en el acumulado del año en +28% respecto a lo registrado el año anterior.

RESERVAS INTERNACIONALES

El acuerdo con el FMI no resultó suficiente para detener el incremento de la demanda de divisas, la cual profundizó la sangría de reservas del BCRA. En este marco, las arcas del ente monetario atraviesan un momento crítico luego de verificar una abrupta caída de U\$S 29.840 millones desde el pico máximo registrado a comienzos del corriente año; en efecto, el stock se situó a mediados de septiembre U\$S 48.982 millones. La tendencia contractiva de las reservas se explicó fundamentalmente por la fuga de capitales (U\$S 22.817 millones) y en menor medida por el pago de deuda en moneda extranjera.

Gráfico 4. Reservas no comprometidas.



Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Por lo tanto, inmerso en un escenario económico cada vez más complejo, las reservas no comprometidas (se excluye la deuda del ente monetario exigible en el corto plazo) volvieron a derrapar y a mitad de septiembre se ubicaron en U\$S 9.404 millones, un nivel menor al registrado en mayo, previo al primer desembolso del FMI.

Además, en un intento de fortalecer las reservas internacionales, el BCRA busca sellar un acuerdo para ampliar el intercambio de monedas con el Banco Central de China y así recibir un refuerzo de U\$S 4.000 millones en el corto plazo. La disparada del dólar durante agosto obedeció también al fin de las subastas diarias realizadas en julio, y por lo tanto, las presiones en el mercado de divisas se absorbieron vía un tipo de cambio producto de la oferta y demanda sin intervención por parte de la autoridad monetaria. El préstamo no está destinado a sostener el tipo de cambio como ancla inflacionaria, pero contempla posibles intervenciones en el mercado de cambio por parte del BCRA ante situaciones extraordinarias; ergo, el ente volvió a subastar dólares para desinflar el precio.