



Informe de Política Monetaria

Junio 2015



OBSERVATORIO
ECONÓMICO SOCIAL UNR

Informe de Política Monetaria | junio 2015

Informes del Observatorio UNR N° 11

Informes de Coyuntura N° 7 – septiembre de 2015

Autor/es:

- Germán Adolfo Tessmer | german.tessmer@unr.edu.ar | ORCID 0000-0002-3827-7027

Responsabilidad editorial:

- Germán Adolfo Tessmer

- ISSN (serie Informes del Observatorio UNR): 2683-9067

- ISSN (sub-serie Informes de Coyuntura): 2683-9075

- Palabras Clave: Agregados monetarios, Factores de expansión, Reservas Internacionales

- Clasificación JEL: E58, E42



Esta obra está licenciada bajo la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-Compartir Igual 4.0 Internacional. Para ver una copia de esta licencia, visita <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>.



Universidad Nacional de Rosario (UNR)

Vicerrectoría

Observatorio Económico Social | UNR

<https://observatorio.unr.edu.ar/>

ISSN (página web) 2683-8923

Córdoba 1814 - Rosario, Argentina (S2000AXD)

+54 9 341 4802620 / Interno 147

observatorioeconsocial@unr.edu.ar





Estructura del Informe



1. Agregados Monetarios

Base monetaria. Depósitos, M2 y M3.
Página 5



2. Factores de expansión

Sector público. Sector Externo. Operaciones de Mercado Abierto. Otros
Página 8



3. Balance del BCRA

Reservas Internacionales. Composición del activo. Próximos vencimientos
Página 12



4. Préstamos al Sector Privado

Préstamos al sector privado. Tasas de interés.
Página 16



Resumen



- Tras la desaceleración que se venía registrando en los dos últimos años, la expansión de **base monetaria** parece estar acelerándose nuevamente. En lo que va del año, se registra un aumento anual promedio del 30,66%, muy por arriba del registrado en el año pasado, situado en torno al 20,14%.
- Debe tenerse en cuenta que durante todo 2014, los mayores crecimientos interanuales del agregado ocurrieron en los meses correspondiente al segundo semestre del año pasado. Con un **déficit fiscal** en sincero auge, una **inflación** que opera por arriba del 25% anual, y un contexto de **año electoral** que presiona por mayor gasto público, no resulta probable que esta tendencia se revierta en los meses siguientes.
- A pesar de la reducción los **topes a la compra de LEBACs** por parte de los bancos que se efectivizó a fines de mayo, y la mayor colocación de deuda interna –mayoritariamente a través de **BONAC**- que se viene ejerciendo como vía alternativa para financiar al tesoro; en el mes de junio se han vuelto a colocar **letras** por un monto de \$21.071M, cifra que representa un aumento del 79,46% interanual.
- Acorde a lo anterior, las **tasas de interés de las LEBACs** se ubican en niveles cercanos al 30%, no muy distintos al pico máximo registrado en marzo del año pasado.
- La fuerte obtención de divisas -sobre todo- en el mes de abril, cuando se colocaron **obligaciones negociables de YPF** y los **BONAR 24** en el exterior, se suman a las obtenidas con el **swap con China**; permitiendo que el nivel de reservas y su evolución se mantenga relativamente estable en lo que va del año.
- La novedad del mes de junio, tiene que ver con el **aumento de los depósitos por parte de los privados**. Si bien es cierto que -en términos generales- los depósitos privados se venían acelerando desde fines del año pasado, sobre todo en lo que respecta a la **colocación de depósitos en plazo fijo**; a junio de este año el monto por éste rubro alcanza los \$370.855M, y muestran un abrupto crecimiento del 43,7% interanual.



1. Agregados Monetarios



Conceptos y Referencias

La base monetaria (**MB**) o dinero de alta potencia, se encuentra constituido por dos factores:

- El dinero legal en circulación constituido por billetes y monedas (**M₀**).
- Las reservas que los bancos privados mantienen en el banco central (**R**).

Analíticamente:

$$\mathbf{MB = M_0 + R}$$

Los restantes agregados monetarios se definen por su nivel de liquidez, es decir, por la facilidad en que pueden convertirse en **M₀**. De esta forma, se tiene que:

- **M₁** se constituye por la suma de los depósitos corrientes de los ciudadanos y **M₀**.
- **M₂**, adiciona a **M₁** la suma de los depósitos a corto plazo -generalmente a un año- que los ciudadanos tienen en el sist. financiero.
- **M₃**, adiciona a **M₂** los depósitos a más largo plazo.

El multiplicador monetario (**ϕ**) es un indicador del mecanismo de creación de dinero secundario. Es decir, aquel dinero que el sistema bancario de una economía crea por el hecho de prestar una parte de los depósitos de sus clientes. Préstamos que, en términos globales, se convierten en nuevos depósitos, que luego vuelven a ser prestados; y así hasta agotar el efecto.

Analíticamente:

$$\phi = \frac{M_1}{MB}$$

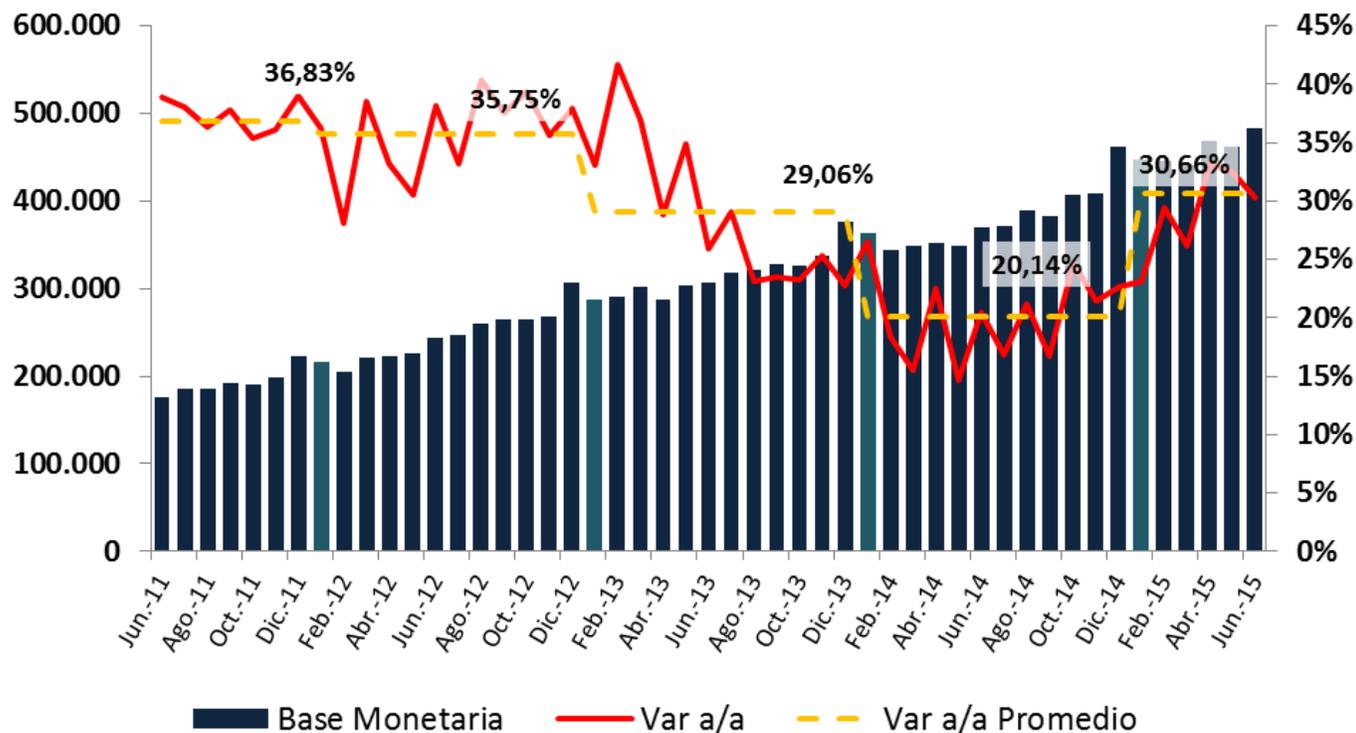




[1] A lo largo del año se registra una mayor aceleración de la base monetaria.



Base monetaria (millones de pesos) y variación % interanual.



- En lo que va del año, el crecimiento de la **base monetaria** registra un aumento anual promedio de 30,66%; 10pp por arriba del promedio registrado a lo largo del año pasado. A su vez, se observa una tendencia a la aceleración de este crecimiento en los últimos meses.
- Asimismo, el crecimiento interanual se muestra en sintonía con la primera observación. Entre junio de este año y del mismo mes del año pasado, la **base monetaria** ha crecido a un 30,25%
- En **términos absolutos**, este monto representa un total de \$482.719M; el más alto para toda la serie. Sin embargo, bajo un **contexto inflacionario**, es de esperarse que las últimas cifras registradas, se encuentren entre las más altas. Todo lo cual lleva a indagar cual fue el nivel de inflación para el mismo período.

• Las mediciones privadas que capta el **IPC Congreso**, muestra que a junio de este año, un aumento interanual del 27,84%. A diferencia de lo afirmado en nuestros informes anteriores, la evidencia parece mostrar que la política monetaria se ha vuelto netamente expansiva.

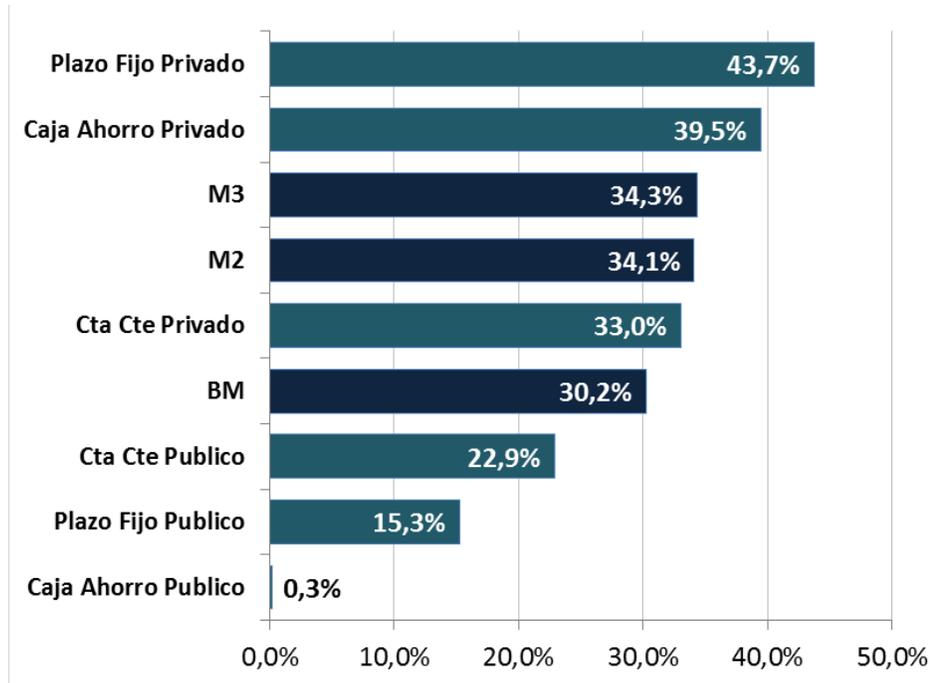




[1] El sector privado impulsa el mayor crecimiento interanual de los principales agregados monetarios.



Principales agregados monetarios. Var interanual a Junio de 2015.



- A junio de 2015, los **principales agregados monetarios** muestran un crecimiento positivo con respecto al mismo mes del año pasado. Siendo esto así, los aumentos reportados para **M2** y de **M3**, también se sitúan por arriba de la **BM**.

- En términos desagregados -y siguiendo la misma lógica-, los rubros que muestran un mayor crecimiento que al de la **base monetaria**, son todos depósitos de índole **privada**.

- Por su parte, desde el punto de vista del **sector público**, el mayor incremento interanual, corresponde a los depósitos de corto plazo. A junio de 2015, los **depósitos en cta. cte. del sector público** totalizaron los \$104.032M; un 22,93% mayor al monto registrado en junio del año pasado.

- Con respecto al **sector privado**, es notable el crecimiento de los **depósitos a plazo fijo**. En términos interanuales exhiben un crecimiento del 43,70%; 13pp por arriba del aumento de la **BM**. Un factor novedoso que aparece a principio de mayo y que probablemente ayude a explicar el aumento de los depósitos privados, sea el shock positivo de ingresos a favor de los hogares, a raíz de la recomposición de las alícuotas del **impuesto a las ganancias**, que se hicieron retroactivas a principios de año. Vale aclarar que para que operen estos incentivos, durante todo el mes de junio, había una expectativa a que el gobierno mantuviera **estable el tipo de cambio**.





2. Factores de expansión



Conceptos y Referencias

- **Adelantos Transitorios** Mecanismo de financiamiento por el que el BCRA puede otorgar adelantos al tesoro hasta una cantidad equivalente al 12 % de la base monetaria. Asimismo, se puede otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el 10 % de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional haya obtenido en los últimos doce meses. Los mencionadas adelantos deberán ser reembolsados dentro de los 12 meses de efectuados. En caso de incumplimiento se anula el mecanismo hasta que se efectúe el reintegro.
- También se contempla un **mecanismo con carácter excepcional**, donde podrán otorgarse adelantos transitorios por una suma adicional equivalente a, como máximo, el 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos 12 meses. Esta facultad excepcional podrá ejercerse durante un plazo máximo de 18 meses. Cumplido ese plazo el Banco Central de la República Argentina no podrá otorgar al Gobierno nacional adelantos que incrementen este último concepto.
- **Transferencias de las utilidades del BCRA.** Cuando la entidad monetaria obtiene un resultado económico positivo, por lo general debido a la revalorización de los activos en dólares del BCRA, estas son transferidas al SPNF. Un dato importante a tener en cuenta es que la ley indica que cada año el gobierno nacional solo puede disponer de las utilidades acumuladas por el BCRA correspondientes al año anterior.
- Las **Letras del Banco Central (LEBAC)**, son títulos de corto plazo que licita la autoridad monetaria los martes de cada semana. Se emiten con descuento: al adquirirse tienen descontados los intereses del valor de la emisión, amortizando la totalidad del capital al vencimiento y por ende, sin realizar pagos de interés.



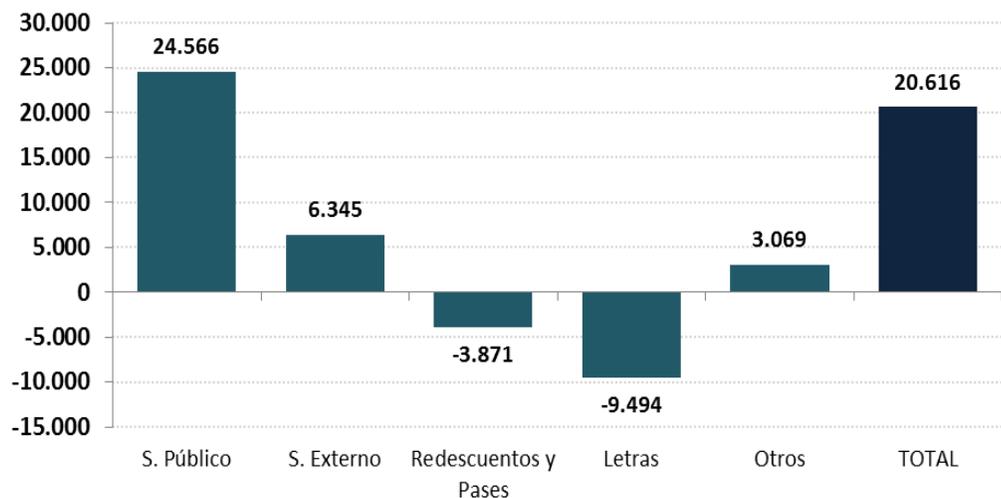


[2] El financiamiento al sector público marca el ritmo de expansión de la base monetaria.

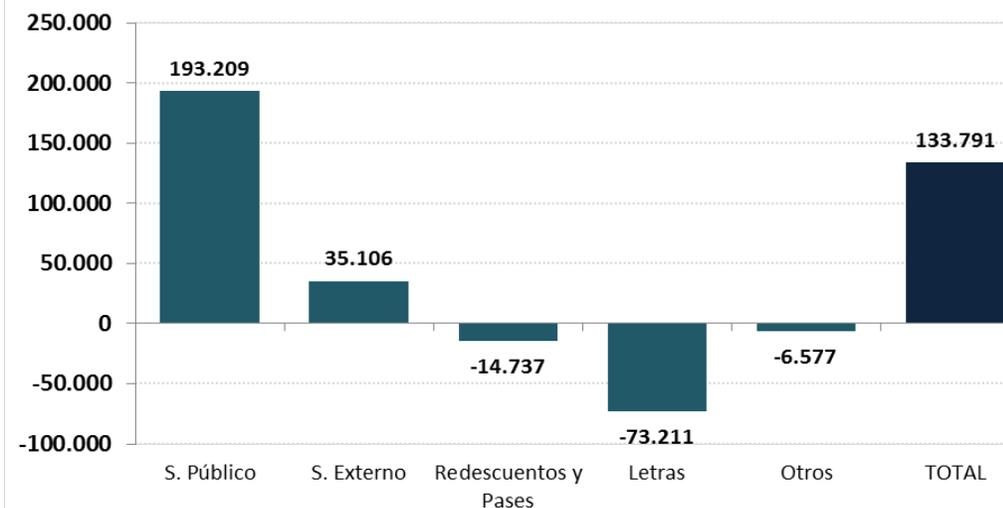


Factores de expansión de la base monetaria. En millones de pesos

Variación mensual. Desde mayo 2015 a junio 2015



Variación anual. Desde junio 2014 a junio 2015



- Tal como venimos mostrando en informes anteriores, el financiamiento al **sector público** continúa siendo el principal factor que explica la expansión de la **base monetaria**. Durante 2015 se ha emitido por este rubro un total de \$44.022M para financiar al gobierno nacional, de los cuales el 56% pertenecen solo al mes de junio.
- Para compensar la expansión de la base, el BCRA ha apelado principalmente el mecanismo de **emisión de letras**. En lo que va del 2015, se han emitido por un total de \$36.298M. En nuestro informe anterior del mes de marzo nos preguntábamos si había indicios de cambio de la política monetaria, dado que para ese mes se habían rescatado letras por un total de \$13.825M (único en toda la serie); política que además se vio favorecida por la colocación de deuda doméstica. Actualmente esos mecanismos no parecen actuar como contrapeso, entre mayo y junio se han vuelto a colocar letras por \$9.494M. No queda termina de quedar claro si hay una decisión de no esterilizar.





2. Préstamos al Sector Público



Déficit SPNF y principales vías de financiamiento del BCRA al gobierno nacional. Millones pesos.

Año	Déficit global sin BCRA	Transf. Utilidades	Adelantos Transitorios		Letras Intransferibles	
			Stock al 31/12	Incremento Anual	Stock al 31/12	Incremento Anual
2012	-63.791	8.227	127.730	60.650	164.703	53.155
2013	-99.359	34.881	182.600	54.820	0	-166.648
2014	-189.560	79.840	251.450	68.800	460.498	116.461
6M 2015	-133.331	26.636	272.350	20.900	507.044	46.545

Fuente: Elaboración propia en base a Mecon y BCRA

Nota: La última fila muestra valores acumulados durante el año. En este caso 6M indica el acumulado de seis meses. Para los stocks de esta fila se toma como referencia el último día del último mes en el acumulado, en este caso Junio.

- Al primer semestre del año, el **déficit global sin BCRA** asciende al monto de \$133.331M. Este monto surge de restar al resultado financiero del SPNF sin considerar las transferencias de utilidades del central. El resultado es coherente con lo reportado en nuestro [Informe Presupuestario Trimestral](#); las finanzas públicas han inaugurado el año con un marcado crecimiento del déficit, tanto genuino como financiero. Tal es así que el monto del déficit global reportado a junio de 2015, representa un 70% de lo alcanzando durante todo el 2014.
- Con respecto a las **transferencias de las utilidades del BCRA**, desde marzo del año pasado la utilización de este mecanismo de financiamiento se viene fortaleciendo. A fines de junio del año pasado se habían acumulado por este concepto transferencias por el monto de los \$29.477M, en tanto que para junio de éste año se han acumulado \$26.636M. Sin embargo, \$25.499M corresponden solo a los meses de mayo/junio (un 96%).
- Los **adelantos transitorios al gobierno nacional** y las **colocaciones de letras**, se han desacelerado en el acumulado del primer semestre con respecto al del año anterior. Sin embargo, el primer ítem -que significa emisión monetaria directa- ha venido aumentando mes a mes, en un promedio de \$4.500M. Por su parte, el **segundo ítem** explotó en junio cuando se colocaron \$22.998M (55% de todo el año).

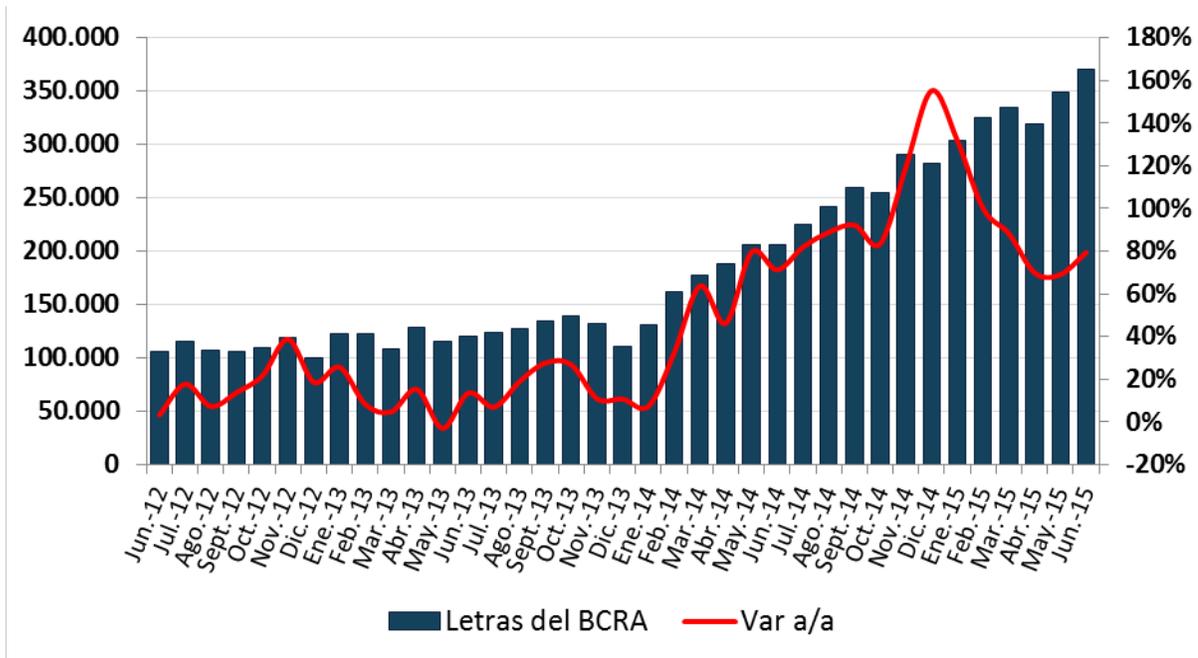




[2] Se registra la mayor colocación de letras en lo que va del año para el mes de junio



Letras emitidas por el BCRA (millones pesos) y
variación % interanual



- Tras la desaceleración que se venía registrando a lo largo del primer semestre del año en el nivel de **colocación de letras**, fenómeno que recibió el mayor freno en el mes de abril, cuando el Central retiró del mercado un valor de \$15.255M por este concepto; en los meses que siguieron el stock de dichos instrumentos ha vuelto a ampliarse en términos interanuales, alcanzando el nivel de \$370.347M, de los cuales \$21.071M corresponden exclusivamente a las colocaciones efectuadas en junio.
- Sin embargo, a la luz de los datos disponibles es prematuro hablar de un quiebre de tendencia en el **crecimiento interanual de las colocaciones**, pero no puede dejar de observarse que se encuentran operando en un nivel alto. Para junio, éste fue de un 79,46%.

- En nuestro informe anterior, habíamos afirmado que la aparición de los **BONAC**, ayudarían a alivianar la emisión de **letras**, y que sus efectos probablemente se iban a empezar a sentir en el mes de abril 2015. La predicción fue correcta dado que, con la excepción de dic. 2013, donde se retiraron \$21.941M; abril de este año fue el mes donde mayor cantidad de letras se absorbieron en el último año.





3. Balance del BCRA



Conceptos y Referencias

- Las **reservas internacionales** son los recursos financieros en divisas con los cuales cuenta un país para garantizar los pagos de los bienes que importa y el servicio de la deuda, así como para estabilizar la moneda. Una sólida posición en reservas internacionales fortalece la capacidad de pagos externos y disminuye el riesgo soberano.
- No toda moneda extranjera tiene la capacidad de poder cumplir con la función de ser **medio de pago internacional**, es decir, de ser comúnmente aceptada para el intercambio de bienes y servicios entre distintos países. Otra función que cumplen este tipo de monedas, es la de poder ser utilizada como **reserva de valor** por parte de los distintos bancos centrales del mundo. Según el FMI, pueden computarse como de **reservas** las siguientes divisas: el dólar estadounidense, el euro, la libra esterlina, el franco suizo (sobre todo como moneda fuerte) y el yen.

- Un **swap** es un tipo de instrumento financiero derivado, en donde se establece un contrato entre dos partes, las que se comprometen a intercambios futuros de una serie de cantidades de dinero a fecha futura, las que generalmente se denominan como **tramos**. El intercambio de estos montos tiene un costo, de manera que los contratos se encuentran referenciados generalmente a un tipo de interés, pero podrían estar referenciados a cualquier otra variable observable.
- En el caso del **swap Argentina-China**, las partes son los bancos centrales de cada país, y el intercambio de préstamos se encuentra denominado en ambas monedas nacionales. El tope del monto del acuerdo es de ¥ 70.000M. Por lo anterior, debe tenerse en cuenta que para poder ser utilizados como reserva, los yuanes primero deben ser convertidos a alguna divisa que cumpla esa función.

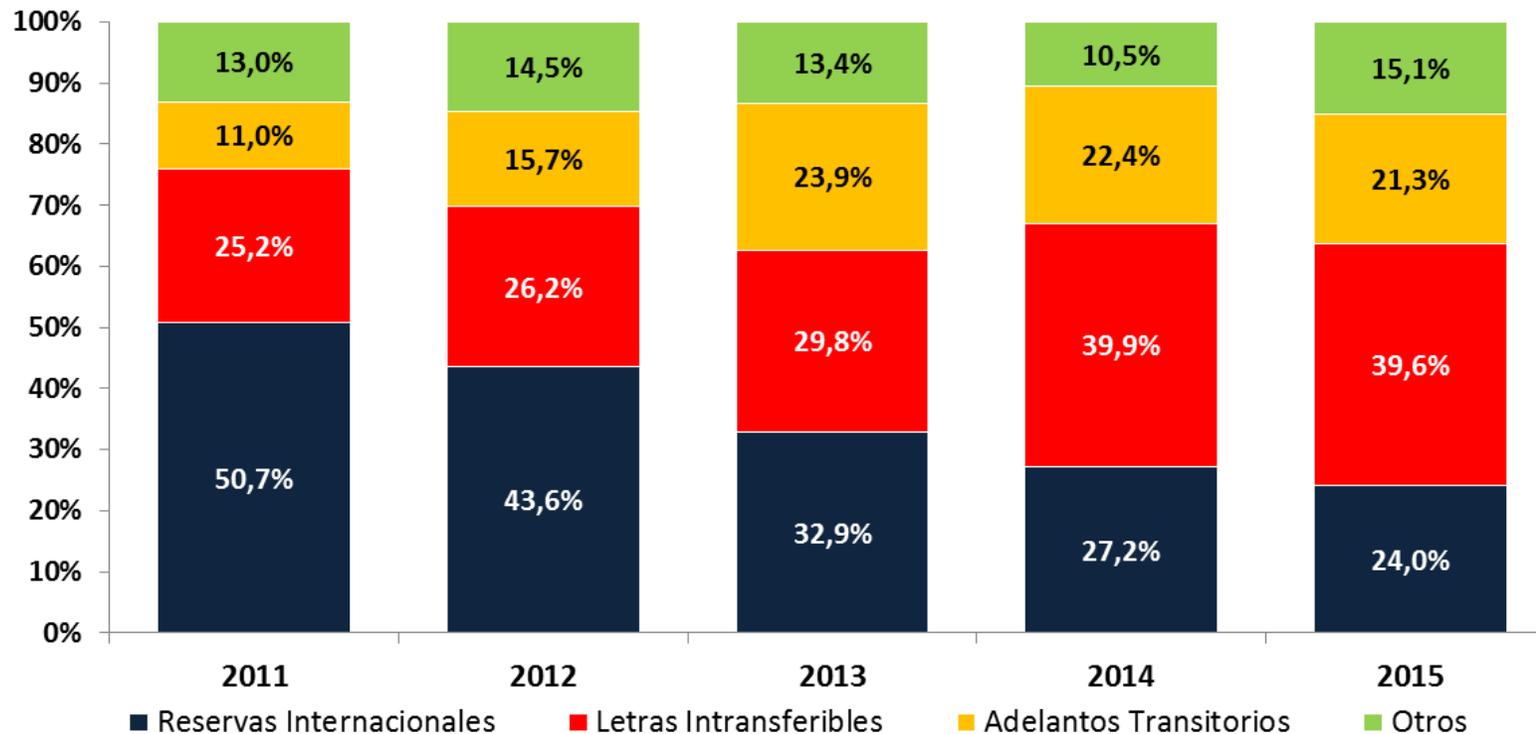




[3] Aproximadamente un cuarto del activo del BCRA corresponde a reservas.



Composición del activo del BCRA. A Junio de cada año



- Tras haber alcanzado un **mínimo de participación** en el mes de marzo (23,63%), las **reservas internacionales** se recomponen muy levemente, al ubicarse su participación en el activo del central en torno al 24,04% en el mes de junio.

- La situación latente con respecto al stock de reservas de las que dispone la autoridad monetaria, está referida al pago de los **BODEN 2015** que vence el 5 de octubre del presente año, por una cifra levemente superior a los u\$s 6.000M, incluyendo el último cupón de intereses; y que representan aproximadamente un 2% de las reservas a junio vencido.

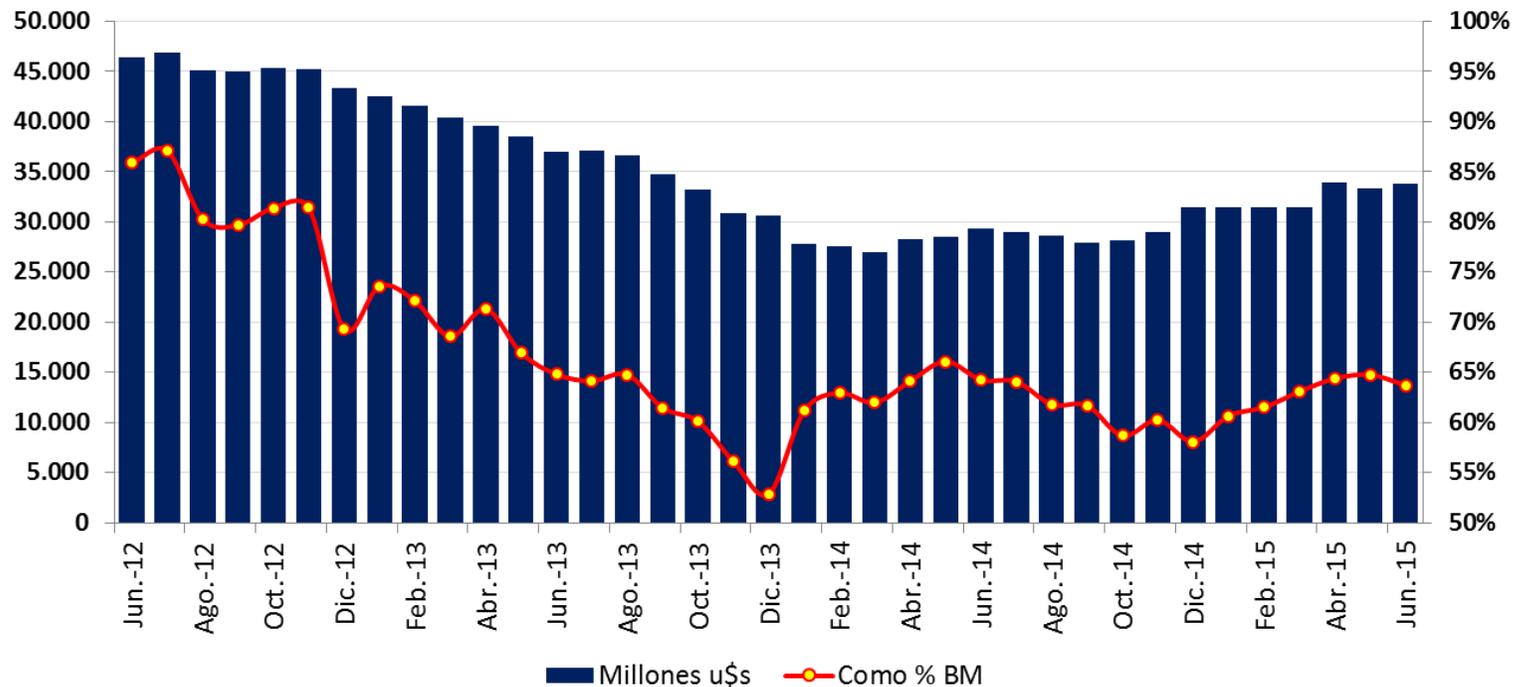




[3] El nivel de reservas se mantiene estable en gran parte gracias al swap con China



Reservas internacionales. Millones de dólares y % de la base monetaria



- A principios de este año, las **reservas internacionales** se estabilizaron alrededor de la tendencia que a que se venía registrando desde mediados del año pasado y habían comenzado el año 2015 con un muy leve aumento; sostenido por las reservas obtenidas por el **swap** con China (u\$s 800M en enero de 2015).
- De nuevo, fue el mes de abril en donde se observaron las mayores novedades. El monto de reservas alcanzado para ese mes fueron de u\$s 33.909M, ganándose un total de u\$s 2.419M con respecto al mes anterior. Gran parte de esa ganancia fue producto de la entrada de divisas por la colocación de **obligaciones negociables** en el exterior por parte de **YPF**, y la colocación de los **BONAR 24**, en los mercados internacionales.

- En lo que respecta exclusivamente al mes de junio, el **stock de reservas** alcanza los u\$s 33.851M, cifra que representa un 64% de la **base monetaria** (ratio similar al de abril) y que en términos interanuales muestra un crecimiento de aproximadamente el 16% con respecto al stock de junio del año pasado.

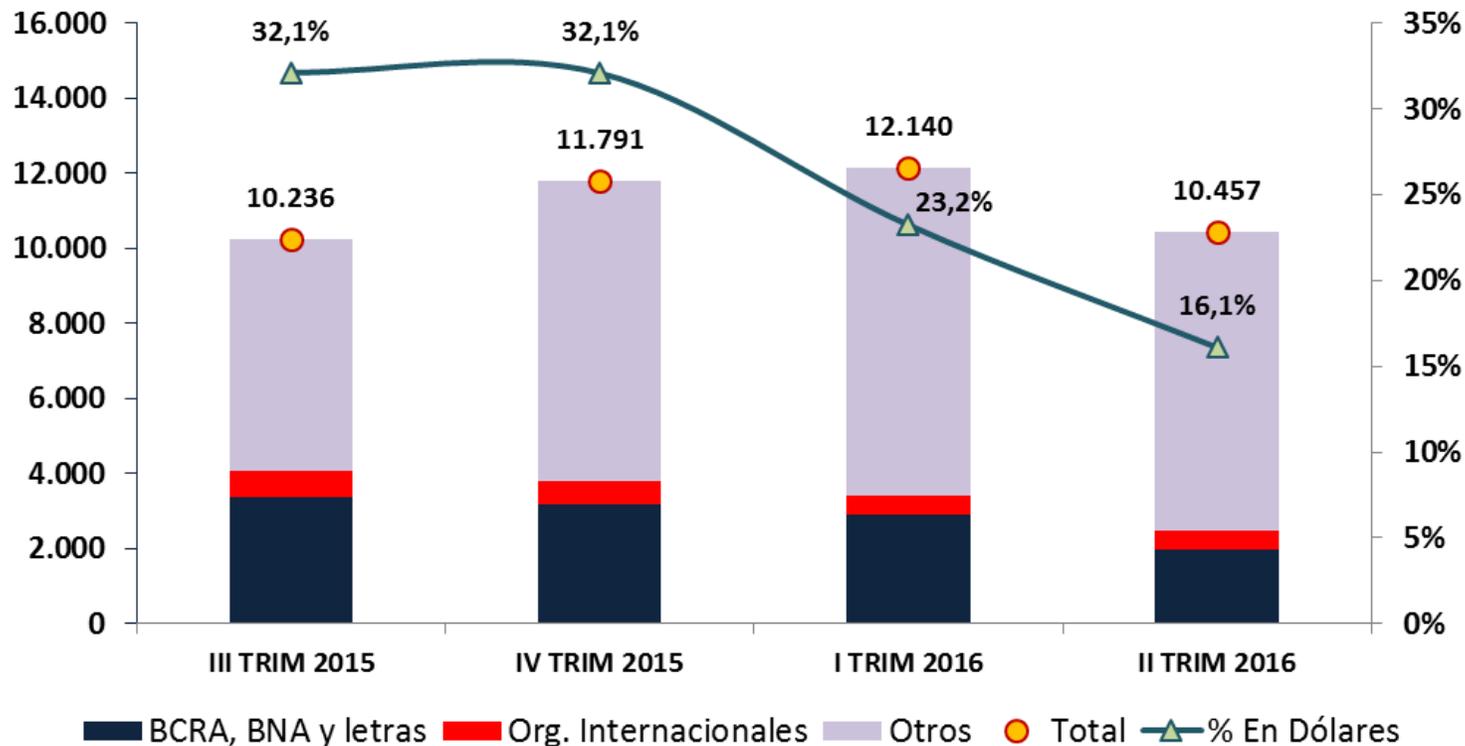




[3] En lo que queda del año, restan cancelar u\$s 7.074M de deuda denominada en moneda extranjera.



Próximos vencimientos de deuda del sector público nacional no financiero. Millones de dólares.



Nota técnica: Los montos de deuda se han proyectado al tipo de cambio oficial y al CER con fecha 31/12/2014. Dada el alza constante de ambos índices, los montos aquí presentados representan un techo.

- En los dos primeros trimestres del año, habiendo realizado los ajustes de la proyección de deuda por tipo de cambio y CER, del **total de deuda vencida** fue de aproximadamente unos u\$S 16.452M, de los cuales u\$S 4.900M se hallaban denominados en **moneda extranjera** (un 30% del total).
- Como puede observarse en el gráfico, aún en la proyección sin ajuste cambiario y CER, las obligaciones **por pagos de capital e intereses de deuda**, en lo que resta del año alcanzan los u\$S 22.027M, de los cuales un 32% se encuentra denominado en moneda extranjera (u\$S 7.074M)

- **Junio** ha sido un mes de pagos altos en conceptos de **intereses de deuda denominados en dólares** (en el proyectado es el más alto del año). Por este rubro se han erogado u\$S 891M, a los que hay que sumar u\$S 208M en concepto de **amortización de capital en dólares**. La suma de ambos representó un 22% de la deuda cancelada en el mes.





4. Préstamos al Sector Privado



Conceptos y Referencias

- Las **Notas del Banco Central (NOBAC)**, son emitidas por el BCRA y representan inversiones de mediano plazo que se extienden a un horizonte de 3 años, y que incluyen con pagos de intereses.
- La tasa **BADLAR** es la tasa promedio pagada por depósitos a plazo fijo de más de \$1.000.000 que publica diariamente el Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- Los **depósitos a plazo fijo** son operaciones financieras comúnmente utilizadas por el público en general, dado su bajo nivel de complejidad y acceso a este tipo de inversión. Consisten en inmovilizar recursos monetarios por un cierto período en un banco, el cual hará uso de los mismos para posteriores préstamos o servicios. Una vez finalizado el período, el banco devuelve el capital al que se le adiciona los pagos por motivos de intereses, atados al uso correspondiente y según lo pactado.

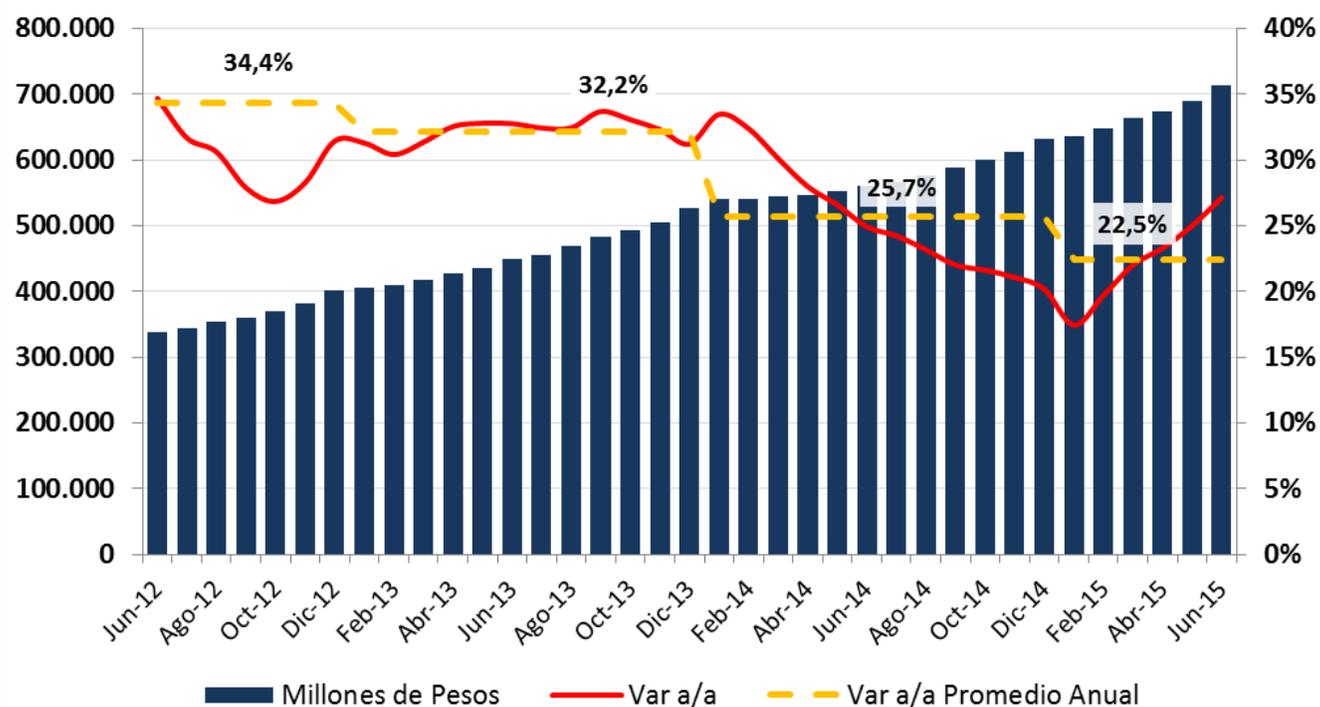




[4] Continua el leve crecimiento de los préstamos al sector privado en términos nominales



Préstamos al sector privado. Millones de pesos y variación interanual.



- Durante todo 2014, y en los cinco primeros meses del año, se observó una fuerte **desaceleración** de los **préstamos al sector privado**. Evidentemente, éstos no han dejado de crecer, pero la comparación de los promedios anuales (22,5% en lo que va del año, contra 25,7% en el 2014) muestran que -hasta el momento- el ritmo de expansión es mas bajo.
- En lo que respecta a la performance del mes de **junio**, el monto total de préstamos al sector privado alcanza los \$713.578M, de los cuales \$23.317M se crearon en este último mes. Asimismo, estas cifras representan un aumento del 27,2% con respecto a junio del año pasado. De hecho, si se compara con el resto de los meses del año, junio es el que mayor tasa de crecimiento interanual exhibe (en enero 2015 habría sido del 17,5%).

- Tal como venimos argumentando desde principios de año, la desaceleración de la actividad económica y la incertidumbre ante un posible cambio de gobierno reducen la **demanda de crédito del sector privado**. A su vez, la emisión de LEBACs y NOBACs por parte del BCRA les brinda a los bancos privados una alternativa de negocios rentable y de bajo riesgo.

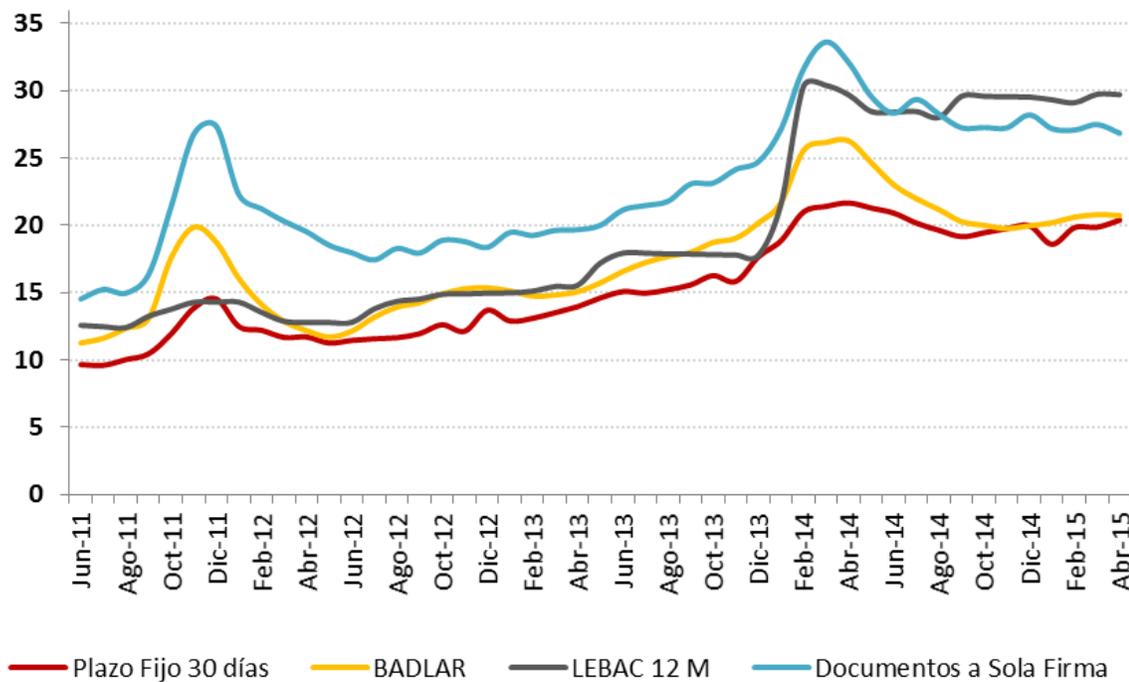




[4] En general, las tasas de interés se mantienen estables.



Tasas de interés seleccionadas. En porcentaje (anuales)



Nota técnica: En el caso de las tasas de interés por LEBACs, el BCRA no ha declarado aún los ratios correspondientes a los meses de mayo y junio del corriente año.

- Tras el fuerte aumento que mostraron a principios del año pasado, consecuencia de la aceleración inflacionaria y la necesidad del BCRA por contrarrestar el efecto de la devaluación; las **tasas de interés** se han estabilizado, ubicándose en torno al 20% en el caso de la **BADLAR** y los **plazos fijos a 30 días**. Por su parte, la tasa para **documentos a sola firma** se ubica en el mes de junio en un valor de 26,13%
- Interesa seguir la evolución de la **tasa de interés de las LEBACs** dado que la colocación de letras ha sido uno de los instrumentos más utilizados por el Central para contrarrestar la expansión de la base monetaria. Tal es así, que tras el fuerte aumento registrado en marzo de 2014 (30,4%), en el último mes con datos disponibles, hay leve diferencia con el pico máximo (29,72% en abril 2015).

- Si bien la comparación no capta lo sucedido en los meses de mayo y junio, el leve pero sostenido aumento de las tasas de interés de las LEBACs es coherente a la desaceleración de los préstamos al sector privado. Al respecto de esto último, debe considerarse que a fines de mayo, **el BCRA redujo en un quinto** (de \$5.000M a \$1.000M) el **monto máximo de LEBACs** que los bancos pueden comprar.

