



Informe de política monetaria

Marzo 2015



OBSERVATORIO
ECONÓMICO SOCIAL UNR



Informe de Política Monetaria | marzo 2015

Informes del Observatorio UNR N° 6

Informes de Coyuntura N° 4 – junio 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: Base monetaria, Reservas internacionales, Deuda pública

- Clasificación JEL: E58, H63

-



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



- Un **dato novedoso** que aparece a fines de Marzo, es que el Gobierno Nacional lanzó la primera emisión de los **BONAC**, una colocación de deuda local que terminó adjudicándose por un monto de \$5.000M; lo cual ha permitido a Economía saltarse el **mecanismo de esterilización** del BCRA, y a este último la posibilidad de comenzar a recomprar Letras.

- En lo que va del año, la **base monetaria** ha ido contrayéndose. En el mes de Febrero, esta se redujo un 0,35% respecto al mes anterior. En lo que respecta exclusivamente al mes de Marzo, la caída ha sido del orden de \$6.054M, monto que representa una participación del 27,3% del total acumulado en el año, y una reducción del 1,36% con respecto al mes anterior.

- A diferencia de lo que ocurre con la base, el multiplicador monetario estimado para **M1** aumentó 5,39% con respecto al mes anterior. Esta suba se refleja en un aumento de los restantes agregados monetarios. En el mes de Marzo, **M2** creció un 34,53% con respecto a Marzo de 2014 y **M3** un 30,29%.

- El **stock de Letras** emitidas por el BCRA alcanza su pico más alto en el mes de Marzo. El stock registrado a fin de mes, se ubica en torno a los \$334.916M que representa un 40,4% del activo del BCRA

- En materia de **préstamos al sector privado**, la menor demanda y la elevada oferta de Letras del BCRA, han conducido a una fuerte reducción de los mismos, que se hizo sentir con mayor intensidad en los dos primeros meses del año, donde los préstamos crecieron por debajo de los 20pp interanuales. En el mes de Marzo, se vislumbra una mejora alcanzándose un ratio de 22,1%.

- Las **tasas de interés** se estabilizaron tras el aumento que mostraron a principios de 2014. La tasa pagada por las LEBAC presenta el mayor crecimiento, ubicándose incluso por encima de la de los documentos a sola firma.



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:

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

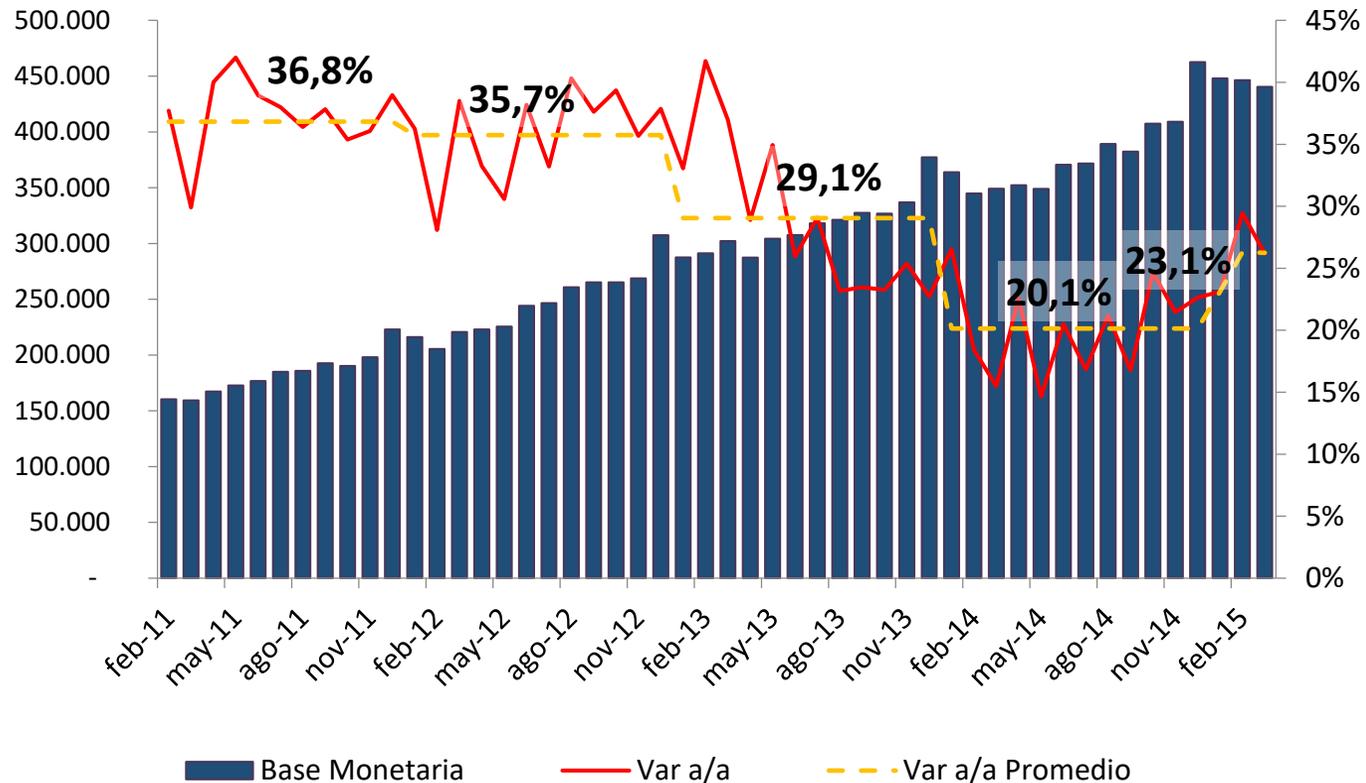




1. El crecimiento de la base monetaria continua siendo levemente descendente en el primer trimestre de 2015.



Base monetaria (millones de pesos) y variación % interanual



El crecimiento de la **base monetaria** sigue desacelerándose para el mes de Marzo, aunque todavía no configura una tendencia. Sobre este punto debe observarse que:

- El pico más alto registrado para este agregado corresponde al mes de Diciembre del año pasado (\$447.994 M), aunque debe tenerse en cuenta que este comportamiento se replica año tras año.
- Si bien la comparación entre Marzo del corriente año y del anterior, muestra un ascenso del agregado en un 26,2%; la variación anual arroja el mismo nivel del mes anterior, un 26,3%. Es decir, al agregar Marzo al promedio del año, este no tuvo ningún efecto, sino que lo dejó estable.

- De todas formas, el aumento es inferior a lo que indican las **mediciones de inflación privadas**. Según el IPC Congreso, el aumento de precios habría sido del 29,7% el interanual a Marzo, contra el 26,2% que exhibe el agregado para el mismo período de comparación. Lo anterior estaría indicando la presencia de una **política levemente contractiva**, no descontada aún por los privados.

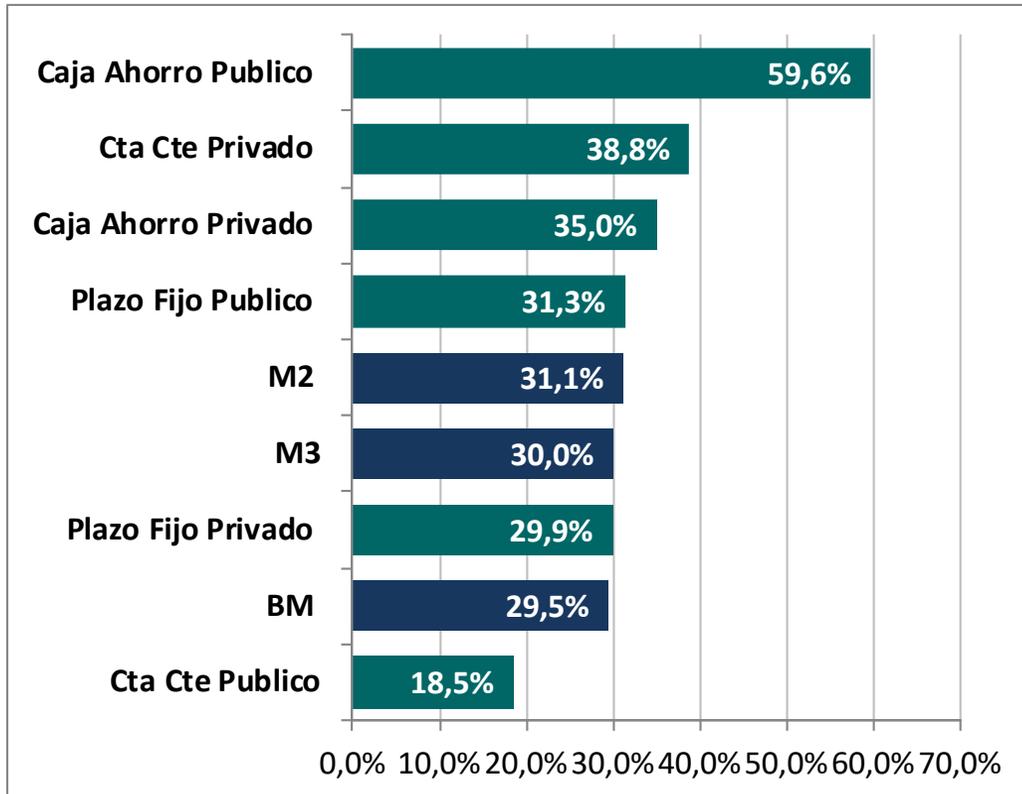




1. La base monetaria sigue disminuyendo en lo que va del año, pero se encuentra en niveles muy superiores con respecto al año pasado.



Principales agregados monetarios. Var % interanual a Febrero.



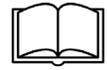
- La **base monetaria** y los restantes agregados monetarios, siguen mostrando un incremento interanual que ronda alrededor del 30% con respecto a Febrero de 2014.
- En consonancia con la filmina anterior, comparando con Enero, la base monetaria se contrajo en apenas un 0,35%, lo que traccionó a la baja de **M1** en 0,79%
- El notable aumento interanual de los **depósitos en caja de ahorro por parte del sector público**, que alcanzan un total de \$16.020M, siendo este número alrededor de un 60% más grande que el alcanzado en Febrero del 2014, replica su comportamiento en la comparación mensual. Con respecto a Enero, se registra un crecimiento del orden del 7,47%, del más alto de toda la serie. Es justamente este comportamiento el que mantuvo altos los valores del agregado **M2**, aun a pesar de la contracción de la **BM** y **M1**.

- Los **depósitos a plazo fijo** siguen siendo una opción atractiva para el **sector privado**. En términos interanuales exhiben un crecimiento del 30,6%. Con un dólar oficial estable, y con una tasa promedio mensual de casi 20% para los plazo fijos a 30 días, se constituyen como una inversión deseable, dada su rentabilidad y bajo riesgo. La misma comparación con respecto al mes anterior, se encuentra en línea con la tendencia. Muestra un crecimiento de 4,70% respecto a Enero, el segundo mas alto de toda la serie.





2. Factores de expansión



Conceptos y Referencias

- Los **BONAC**, son Bonos del Tesoro Nacional, emitidos el 31 de Marzo de 2015; con vencimiento en marzo y septiembre de 2016. Pagan intereses a una tasa variable, derivadas del promedio aritmético simple de las tasas de interés implícitas de las Letras Internas del BCRA en pesos.
- Los **BONAC Marzo 2016**, tienen un plazo de un año, y devengan intereses a tasa variable, pagaderos los días 30/06/15, 30/09/15, 31/12/2015, 31/03/2016 y 31/03/2016.
- Los **BONAC Septiembre 2016**, tienen un plazo de 18 meses, y devengan intereses a tasa variable, pagaderos los días 30/06/2015, 30/09/2015, 31/12/2015, 31/03/2016, 30/06/2016, y 30/09/2016.

- 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.

- Un dato importante a tener en cuenta es que la ley indica que cada año el gobierno nacional puede disponer de las utilidades acumuladas por el BCRA correspondientes al año anterior.



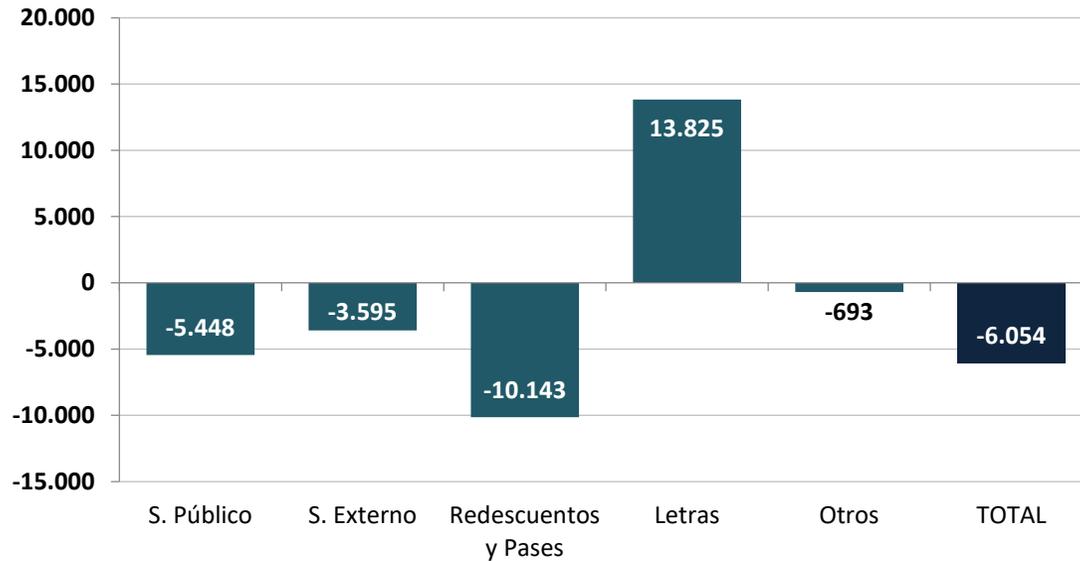


2. El financiamiento al sector público continúa siendo el principal factor de expansión de la cantidad de dinero, aunque se esperan modificaciones en la colocación de Letras.

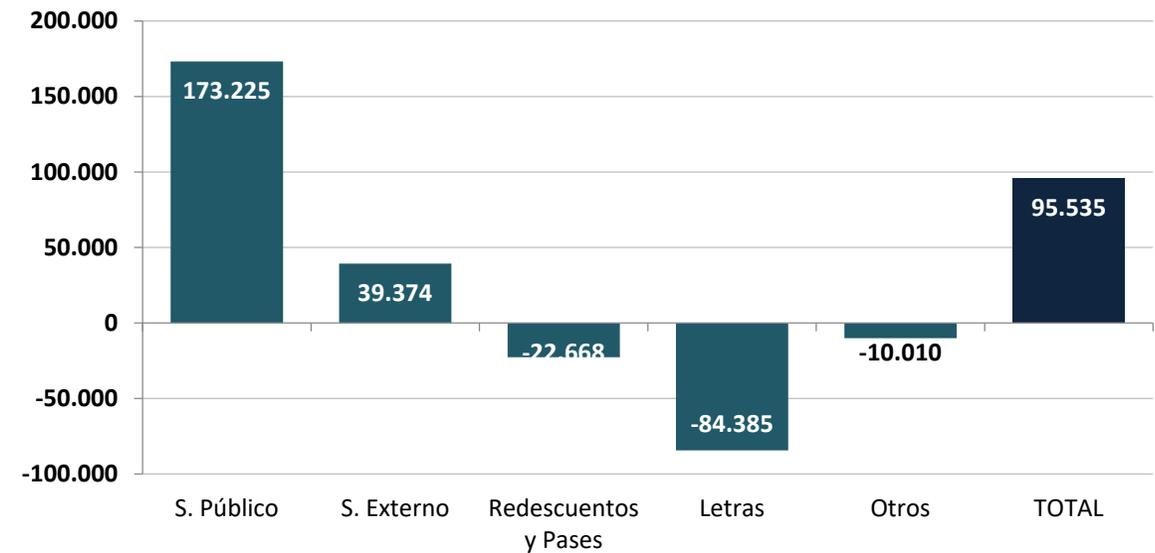


Factores de expansión de la base monetaria. En millones de pesos

Comparación mensual. Marzo 2015 contra Febrero 2015



Comparación anual. Marzo 2015 contra Marzo 2014



• La ventana de tiempo más amplia, dada por la comparación interanual a mes de Marzo, muestra que el financiamiento al **sector público** continúa siendo el principal factor que explica la expansión de la **base monetaria**. En el último año se emitieron \$173.225M para financiar al gobierno nacional. Por otra parte, en la comparación entre los dos últimos meses, se muestra una disminución de este agregado por una suma de \$5.448M.

• Para compensar la expansión de la base, el BCRA ha utilizado principalmente el mecanismo de **emisión de Letras**. De la comparación interanual, se desprende que se han emitido por un total de \$84.385M, que representan un 72% de la totalidad de los factores **compensatorios**. Por otra parte, con la aparición de las **BONAC**, se espera que comience a registrarse un comportamiento distinto por parte del BCRA





2. Préstamos al Sector Público



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

Año	Déficit global SPNF 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	60.600	164.703	54.005
2013	-99.246	34.881	182.600	54.870	279.668	114.965
2014	-189.200	79.840	251.450	68.850	460.498	180.830
2M 2015	-29.547	132	251.450	0	469.776	9.278

Fuente: Elaboración propia en base a Mecon y BCRA

Nota: La última fila muestra valores acumulados durante el año. En este caso 2M indica el acumulado de dos meses. Para los stocks de esta fila se toma como referencia el día 31 del último mes acumulado, en este caso Febrero

- Entre febrero de 2014 y febrero de **2015 el financiamiento neto al SPNF** fue de \$174.931 millones, es decir, más de la mitad de la base monetaria al principio de este período. Esto se debe al importante déficit público que mantiene el gobierno nacional. En 2014, descontando las transferencias de utilidades del BCRA, el monto del déficit global, alcanzó los \$188.120 millones.

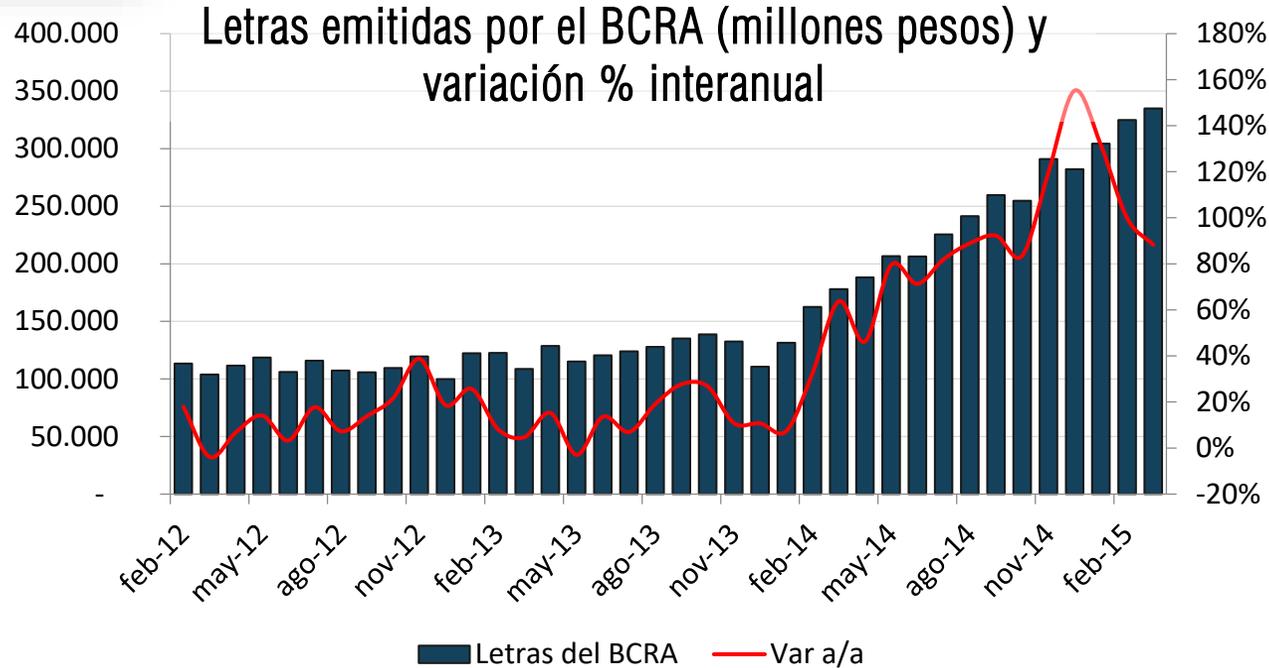
Entre las principales vías de financiamiento se encuentran:

- 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. Desde principios de Diciembre de 2014, este monto ha disminuido significativamente. A lo largo del año pasado, se transfirieron \$78.400M; en tanto que en el primer bimestre de 2015, apenas suma unos \$132M
- Adelantos Transitorios al Gobierno Nacional.** Al finalizar el año 2014 se sumaron \$68.850M adicionales, por lo que el stock alcanzó los \$251.450M, los que implican emisión monetaria. Al finalizar el mes de Marzo, el stock asciende a \$257.750, unos \$6.300M que se suman en el primer trimestre
- Colocación de Letras.** El SPNF coloca al BCRA letras intransferibles y a cambio utiliza reservas del BCRA para el pago de deuda en dólares (no implica emisión monetaria en forma directa). Desde Diciembre de 2013 este mecanismo se ha acentuado. Actualmente el stock alcanza los \$474.913M.





2. Se espera mayor margen de maniobra para el BCRA en las operaciones de mercado abierto que ejerce el BCRA



- Con la aparición de la colocación de deuda interna de los títulos **BONAC**, se espera un cambio en el comportamiento del BCRA con respecto a las políticas de mercado abierto, utilizadas para contrarrestar el impulso que el financiamiento al sector público, genera sobre la base monetaria.

- Aun así, el **nivel de colocación de Letras** sigue en aumento en términos absolutos. A marzo de este año el stock acumula un total de \$334.916M, las que representan un 31,57% del pasivo del BCRA para el mismo mes de referencia.

- La aparición de los **BONAC**, indica una posible política de coordinación entre el **MECON** y el **BCRA** para contrarrestar la emisión de Letras, que se viene acelerando sensiblemente desde enero de 2014. Aún así y todo, al mes de Marzo de 2015, el stock de las mismas es el más grande de toda la serie. Considerando que las colocaciones de las BONAC se concretaron al 27 de marzo, seguramente sus primeros efectos se empiecen a notar al finalizar el mes de Abril del corriente año.

- De esta forma, las dudas que se planteaban en el informe anterior sobre la **capacidad del BCRA** para seguir evitando el crecimiento de la base monetaria a estos niveles, sin mayores modificaciones de la tasa de interés por colocación de letras, parece comenzar a tener respuesta con la aparición de esta medida.





3. Balance del BCRA



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.

- 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.

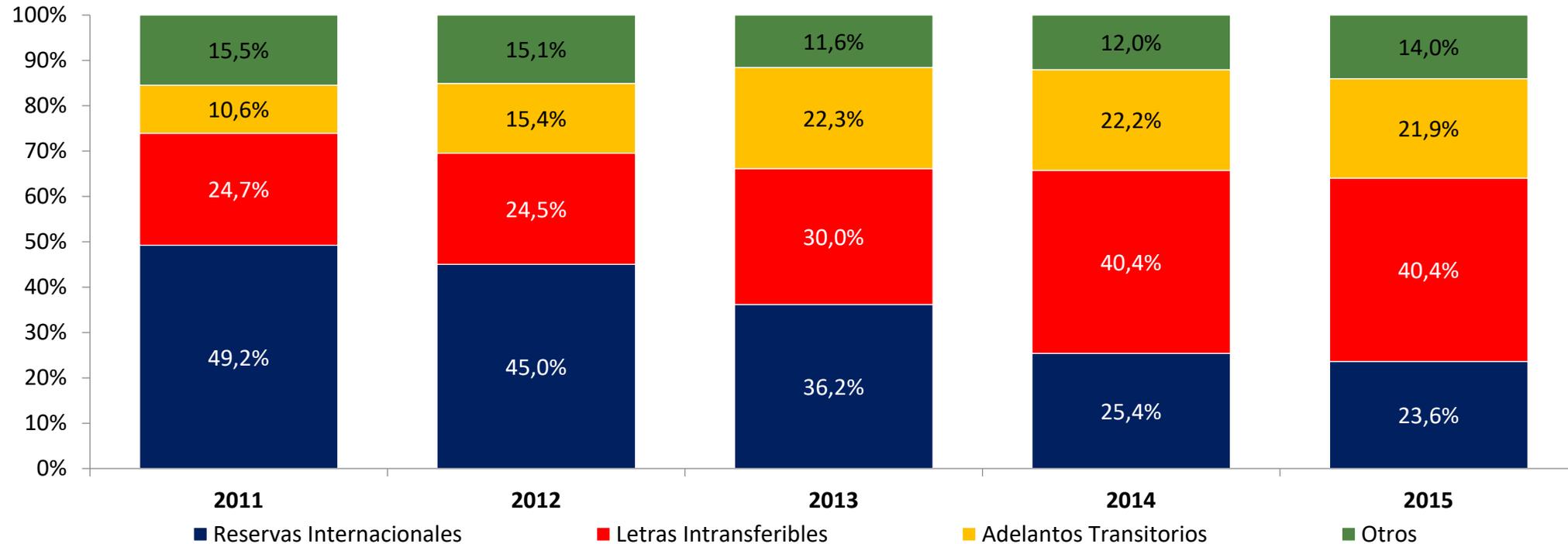




3. Las reservas internacionales continúan perdiendo participación en el total del activo.



Composición del activo del BCRA. A Marzo de cada año



- Si bien hay una mayor desaceleración en la tendencia dada por la caída de **reservas internacionales** utilizada para pago de la deuda pública, la participación de las mismas -a mes de Marzo cumplido- en el activo del BCRA, representa un ratio del 23,6%; el más bajo reportado desde 2011 en adelante. Por su parte, la **participación de Letras** representa una participación del 40,4%; un punto porcentual inferior a la composición registrada en el mes pasado.

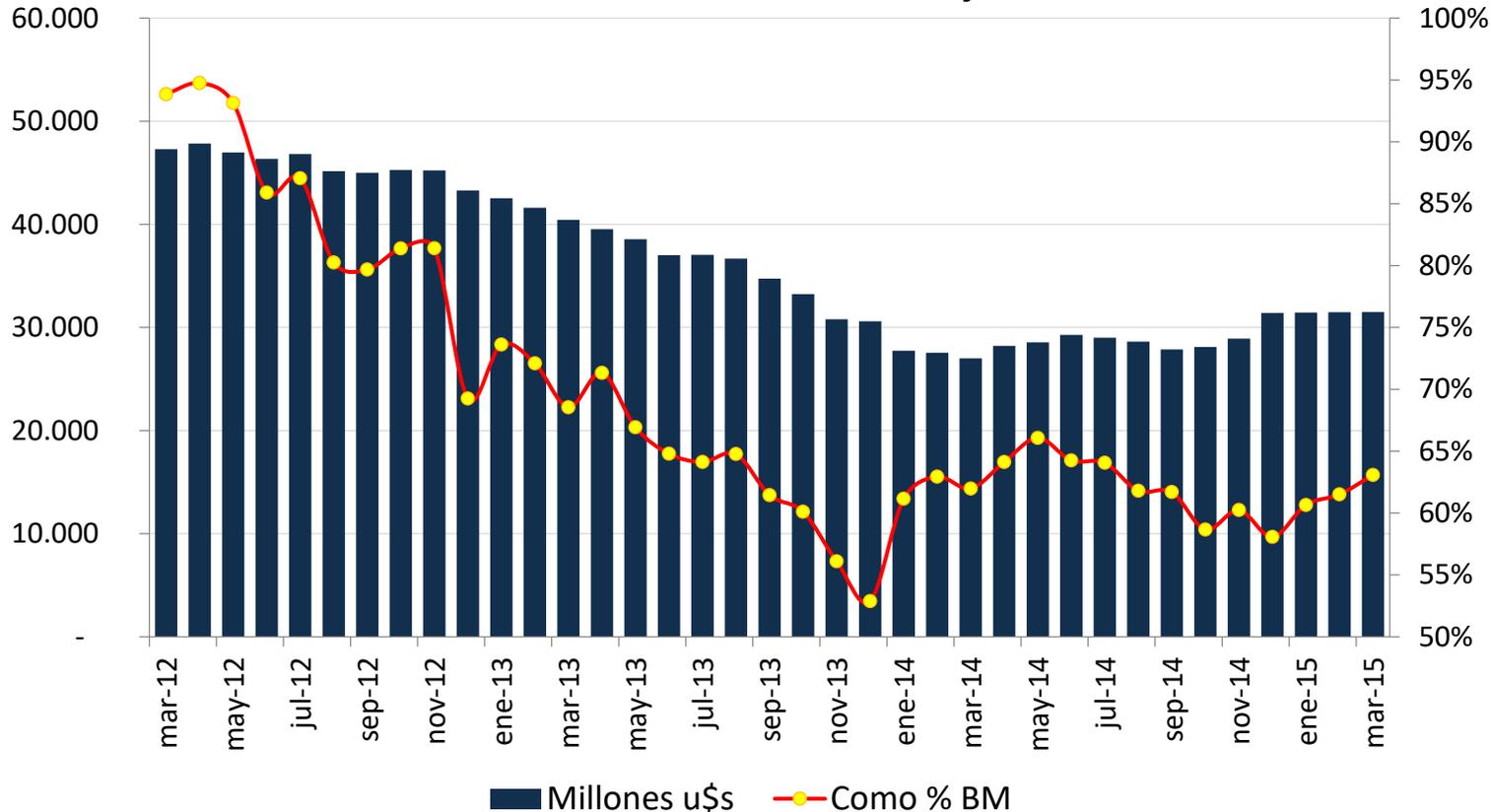




3. Aunque detuvieron su tendencia declinante el último año.



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



- Las **reservas internacionales** detuvieron su caída en 2014 y han comenzado el año 2015 con un muy leve aumento.
- Así, a fines de Marzo totalizaban u\$s31.490M, prácticamente lo mismo que el mes anterior y u\$s 4.482M más, comparando con el año anterior.

- También se observa un crecimiento de las reservas medidas como porcentaje de la base monetaria. Las mismas equivalen actualmente al 63% del total del dinero de alta potencia, casi 5 pp. más que a fines de 2014.

- La recuperación de las reservas internacionales en 2014 se debe parcialmente al **swap** realizado con China, acuerdo por el cual el banco central de este país le canjeó a la Argentina u\$s 2.314 millones equivalentes en yuanes.

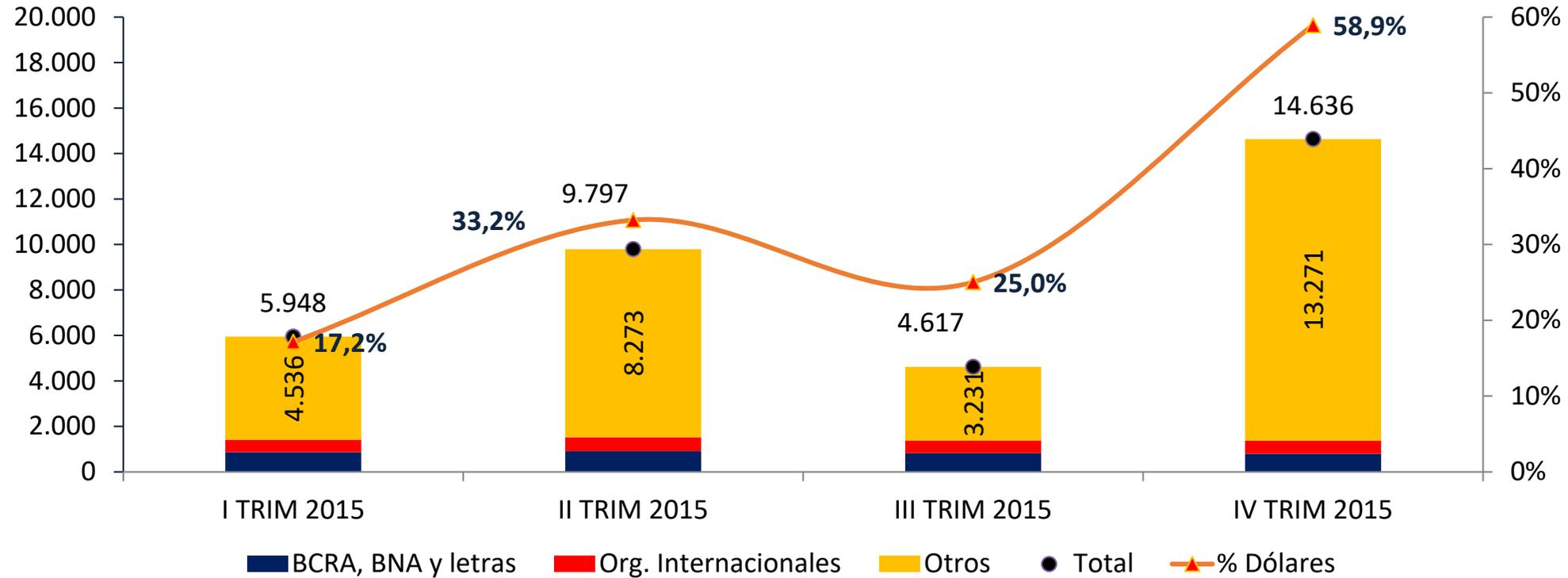




3. Los vencimientos en dólares en 2015 totalizarán cerca de u\$s 14.000 millones.



Próximos vencimientos de deuda del sector público nacional no financiero.



• En 2015 el SPNF enfrenta **vencimientos de deuda pública** por un total de casi u\$s 35.000 millones, de los cuales u\$s 14.000 (40%) son en dólares. Aproximadamente u\$s 6.480 millones corresponden al vencimiento del BODEN 2015, en octubre de este año.

• Los **vencimientos en dólares** para este año, representan en total un 45% de las reservas internacionales.





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).
- **Efecto Crowding Out:** el gasto público compite con el sector privado por obtener financiamiento, por lo que un mayor gasto por parte del gobierno implica una caída de la inversión. En esta coyuntura en particular, el sector público no se financia directamente mediante el mercado financiero, sino que lo hace a través de la emisión. Esto motiva la emisión de letras por parte del BCRA para frenar el crecimiento de la base monetaria. Así, un mayor gasto público implica un aumento de la deuda pública, en este caso no en formas de títulos del gobierno nacional sino de Lebac y Nobacs.

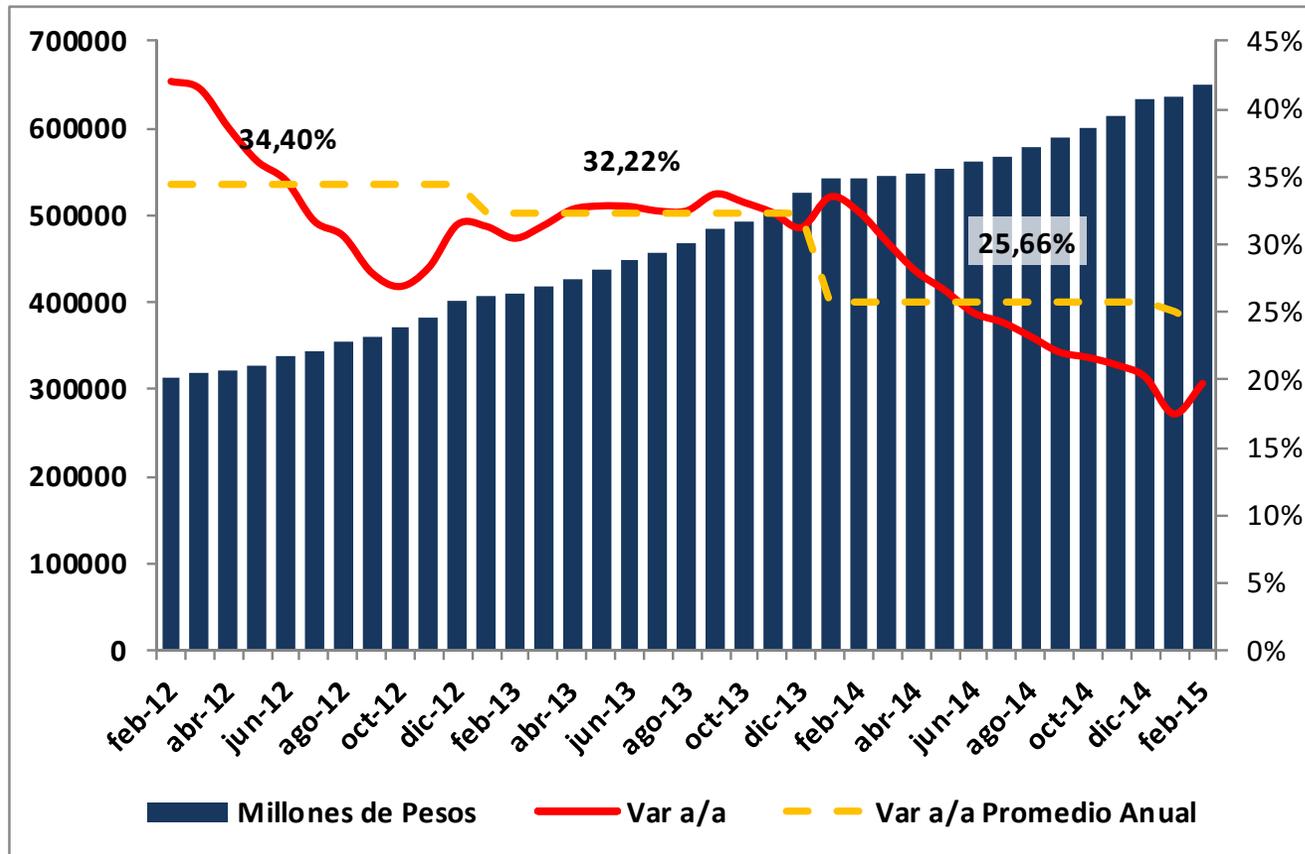




4. Continúa la leve mejora de los préstamos al sector privado



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



- Durante todo 2014, y sobre todo en dos primeros meses del año, se observó una fuerte desaceleración de los préstamos al sector privado. Un dato alentador para el mes de Marzo, es que ha habido un repunte en este rubro, presentándose un crecimiento interanual del 22,1%; lo que representa 5.5pp más del nivel del 17,5% registrada para la misma comparación en el mes de Enero.

- 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. El resultado es similar al fenómeno conocido comúnmente como **crowding out**. El financiamiento al sector público (que se traduce en emisión de letras para evitar un aumento de la base monetaria) se traduce en una menor disponibilidad de crédito para el sector privado.

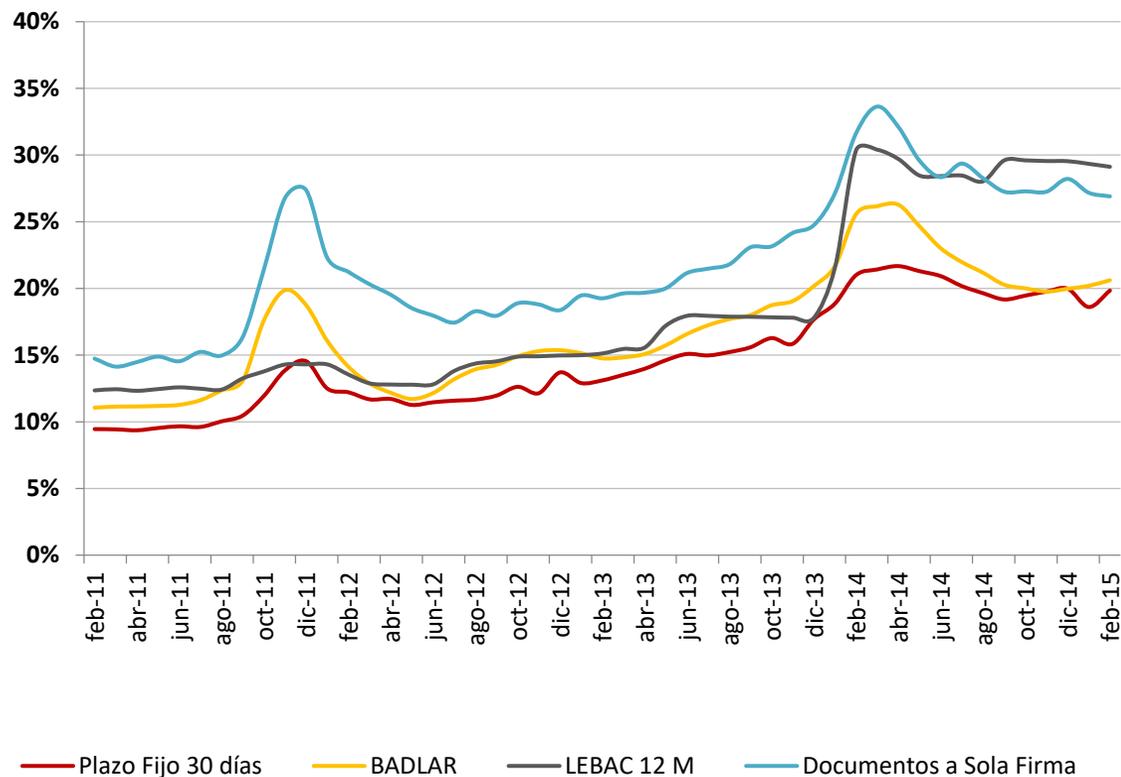




4. Las tasas de interés siguen estables, en un nivel superior al observado en 2013.



Tasas de interés seleccionadas. En porcentaje (anuales)



- Tras el fuerte aumento que mostraron a principios del año pasado, consecuencia de la aceleración inflacionaria y los deseos del BCRA de contrarrestar el efecto de la devaluación; las **tasas de interés** se han estabilizado, ubicándose en torno a un 20-21% en el caso de la **BADLAR** y el **Plazo Fijo**. La tasa para documentos a sola firma, por su parte se ubica actualmente en un 27,3%.
- Alcanzando un nivel del 29,8% la tasa de las **LEBAC** es la que muestra el mayor aumento, acercándose a los niveles máximos registrados en Enero y Febrero de 2014, por un ratio de 30,4%. Dado que se espera ver con mayor profundidad los efectos de la emisión de los **BONAC** en el mes siguiente, lo primero se condice con el fuerte aumento observado en la oferta de estos activos. En consecuencia, el BCRA debe ofrecer una retribución elevada para continuar con su política de esterilización de la base monetaria.

- Como se argumentó en la filmina anterior, la **escasa demanda por parte del sector privado** impide un aumento mayor de la tasa de interés aún ante el crecimiento de la oferta de notas del BCRA. Así, los bancos privados se encuentran con un elevado nivel de liquidez que colocan mayormente en notas del BCRA.

