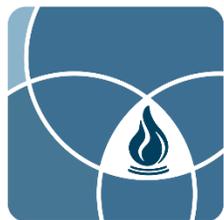
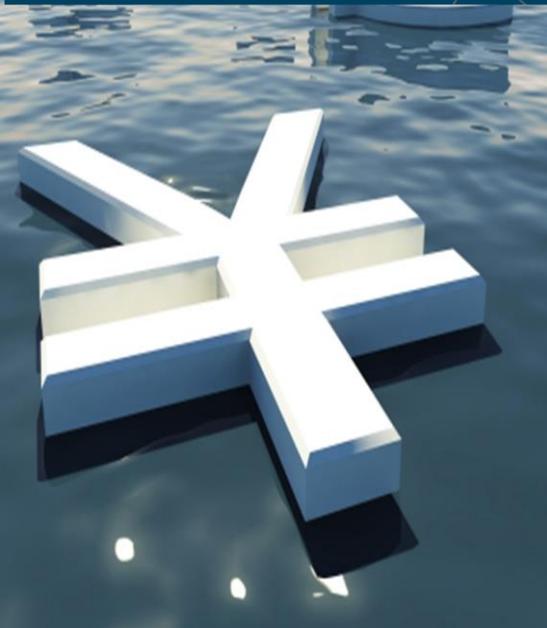




Informe de política monetaria

Febrero 2015



OBSERVATORIO
ECONÓMICO SOCIAL UNR



Observatorio Económico Social | UNR
Maipú 1065 (Domicilio legal) Rosario, Santa Fe, Argentina.

Informes del Observatorio UNR. N° 4
Serie: Informes de coyuntura N° 2 – abril de 2015
Título: “Informe de política monetaria | febrero 2015”

Responsabilidad intelectual:

- Germán Adolfo Tessmer – <https://orcid.org/0000-0002-3827-7027> – german.tessmer@unr.edu.ar
- Norberto Martín – norberto.martin@unr.edu.ar
- Se agradece a Javier Mariano Cao la discusión de alguno de los contenidos del documento.

Responsabilidad editorial:

- Germán Adolfo Tessmer – <https://orcid.org/0000-0002-3827-7027> – german.tessmer@unr.edu.ar

- 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/>.

Correo electrónico: observatorioeconsocial@unr.edu.ar

Sitio web: <http://www.observatorio.unr.edu.ar>

Twitter: @OesUnr

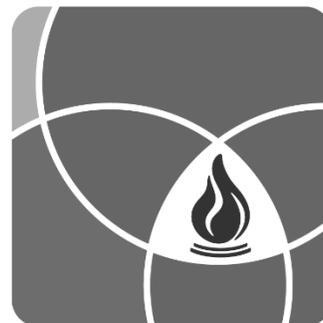
Facebook: /oesunr

Instagram: @observatorio.unr

LinkedIn: /observatorio-económico-social---unr



- Palabras Clave: Agregados monetarios, Factores de expansión, Reservas Internacionales
- Clasificación JEL: E58, E42



**OBSERVATORIO
ECONÓMICO SOCIAL UNR**



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



- En febrero la **base monetaria** se redujo un 0,4% respecto al mes anterior. Sin embargo, aceleró su crecimiento en términos interanuales, presentando un incremento total del 29,5%. Vale aclarar, que el aumento de la base monetaria es muy inferior a las tasas de inflación privada, lo que evidencia una **política monetaria contractiva**.

- Los principales agregados monetarios crecieron en línea con la base monetaria. En enero 2015, **M2** creció un 21,6% interanual y **M3** un 26,4%. El mayor incremento se observó en los plazos fijos del sector público.

- La menor demanda y la elevada oferta de letras del BCRA conducen a una fuerte reducción de los **préstamos al sector privado**, que apenas se expandieron un 17,5% interanual en términos nominales.

- 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.

- La expansión de la base monetaria se explica casi exclusivamente por el **financiamiento al sector público**. En paralelo, el BCRA continúa realizando una política monetaria contractiva mediante operaciones de mercado abierto. Como resultado de esta política, el stock de **letras** emitidas por el BCRA se ubica actualmente en \$324.828 millones, el doble que en Febrero de 2014.

- Las **reservas internacionales** detuvieron su tendencia declinante gracias a la utilización del **swap** con China.



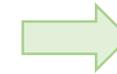
1. Agregados Monetarios



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 (M_0).
- Las reservas que los bancos privados mantienen en el banco central (**R**).



Analíticamente:

$$MB = M_0 + R$$

- M_1 se constituye por la suma de los depósitos corrientes de los ciudadanos (D_{cor}) y M_0 .
- M_2 , adiciona a M_1 la suma de los depósitos a corto plazo (D_{cp}) -generalmente a un año- que los ciudadanos tienen en el sist. financiero.
- M_3 , adiciona a M_2 los depósitos a más largo plazo (D_{lp}).
- M_4 , adiciona a M_3 los depósitos adicionales (D_{ad}). Por ejemplo, depósitos de extranjeros.

Analíticamente:

$$M_1 = M_0 + D_{cor}$$

$$M_2 = M_1 + D_{cp}$$

$$M_3 = M_2 + D_{lp}$$

$$M_4 = M_3 + D_{ad}$$

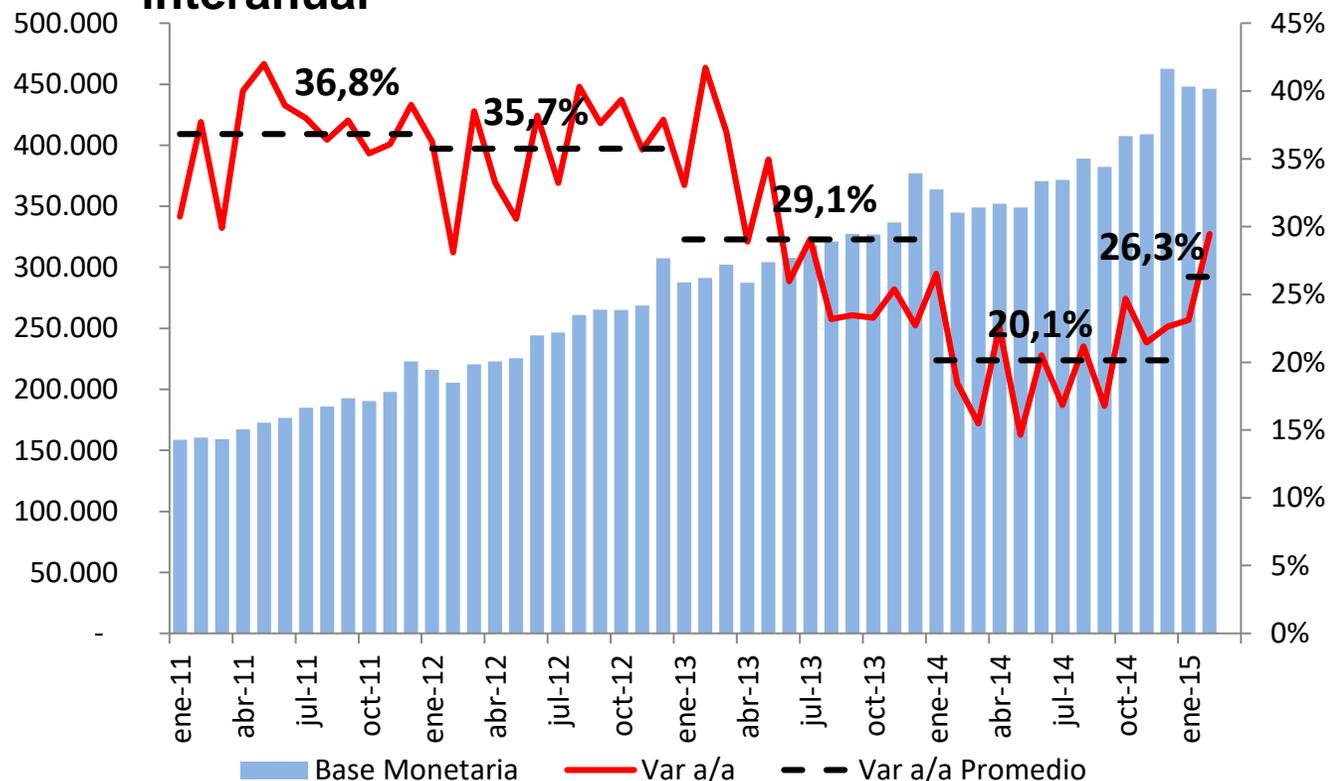




1. La base monetaria creció 30% interanual en febrero



Base monetaria (millones de pesos) y variación % interanual



- El crecimiento de la **base monetaria** se desaceleró sensiblemente entre 2012 y 2014, pasando de un crecimiento interanual promedio de más del 35% a uno de aproximadamente 20%.

- Sin embargo, en los primeros meses de 2015 se observa una **nueva aceleración**. La base monetaria mostró un crecimiento de casi 30% interanual en febrero, hasta alcanzar los \$446.408 millones y que en el año promedia un incremento del 26,3% interanual.

- 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 35,6% interanual a enero). Sin embargo, aún a pesar de dichas estimaciones, se puede afirmar que la actual **política monetaria** se comporta de manera **contractiva**.

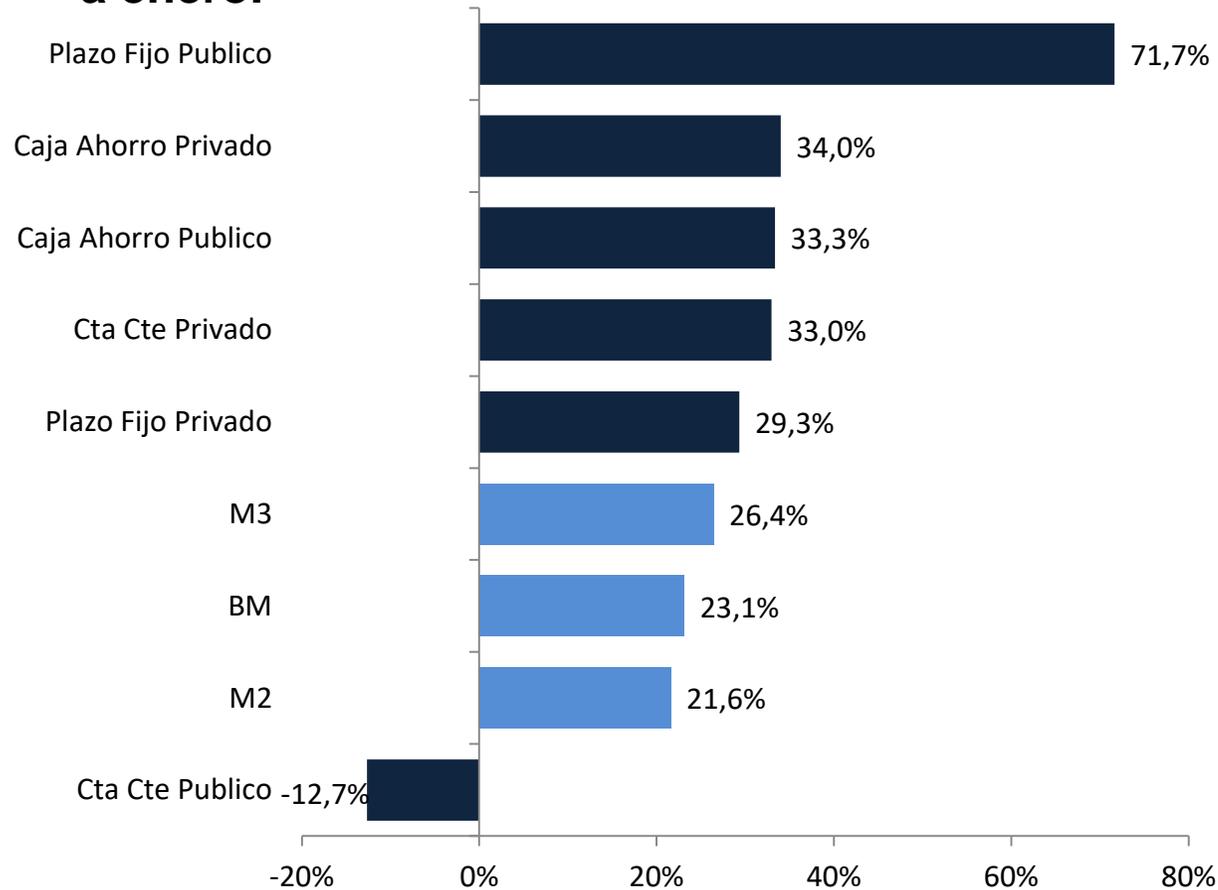




1. Los principales agregados monetarios acompañaron el crecimiento de la base monetaria



Principales agregados monetarios. Var % interanual a enero.



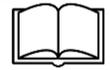
- Entre enero 2014 y enero 2015, los principales agregados monetarios presentaron variaciones similares a las observadas en la base monetaria.
- El agregado **M2** creció 1,5 pp por debajo de la misma (21,6%), debido a la caída de los depósitos en cuenta corriente del sector público. En enero de 2015, este monto totalizaba \$792.220 millones.
- Por su parte, impulsada por el gran crecimiento de los depósitos a plazo fijo del sector público, **M3** mostró un crecimiento de 26,4% hasta alcanzar \$1.285.593 millones.

- Cabe destacar que los **depósitos del sector privado en pesos**, mostraron incrementos superiores a los de la base monetaria. Los depósitos de caja de ahorro crecieron un 34,0% y los depósitos en cuenta corriente un 33,3%. Finalmente, el incremento en los plazos fijos ha sido menor.





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 mencionados 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.

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.

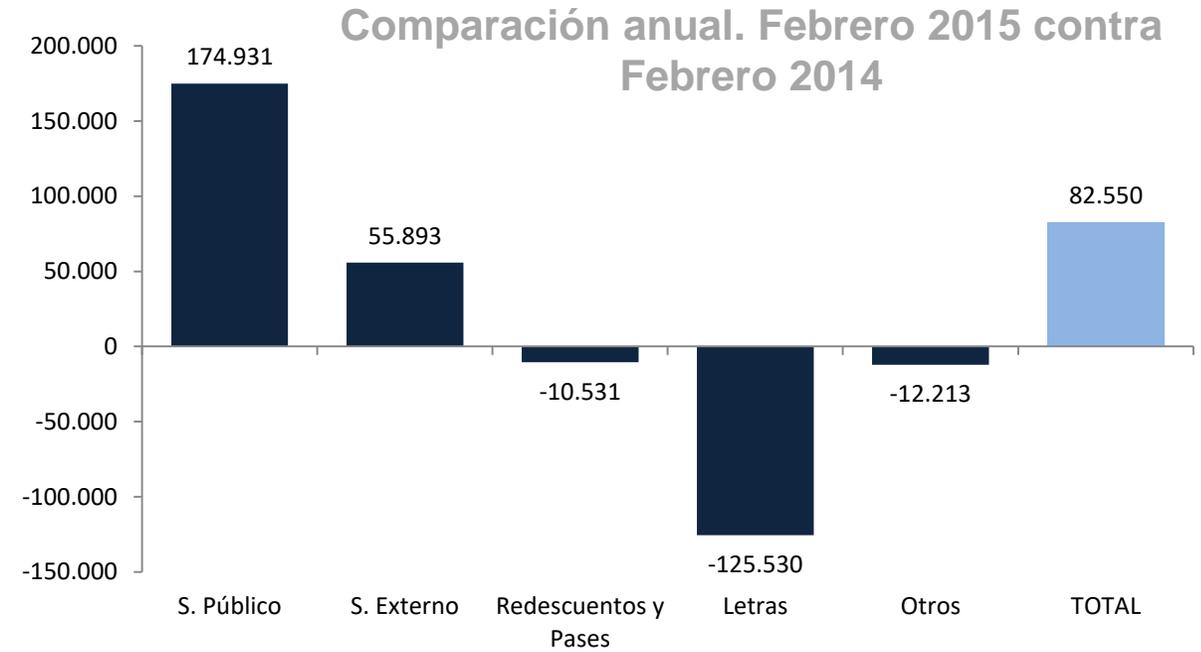
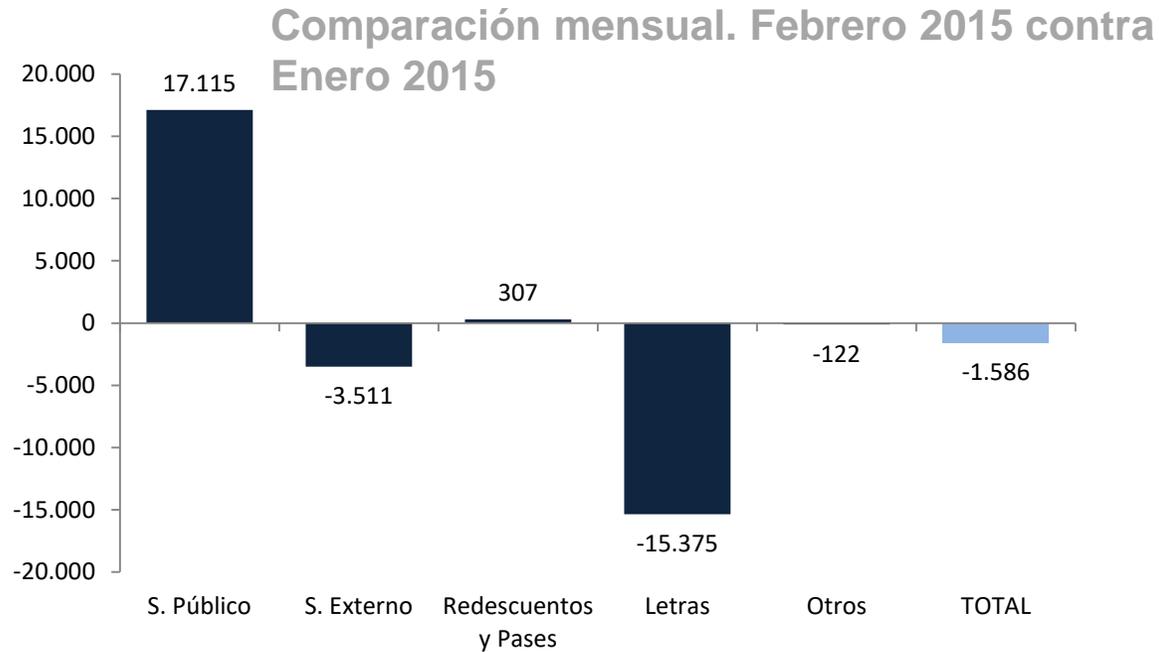




2. El financiamiento al sector público continúa siendo el principal factor de expansión de la cantidad de dinero



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



- El **financiamiento al sector público** continúa siendo el mayor factor de expansión de la base monetaria. En el último año, se emitieron \$174.931 millones para financiar al gobierno nacional. La tendencia continuó el último mes, en que se emitieron \$17.115 millones. Para **compensar** este factor de expansión, el BCRA continúa emitiendo letras y notas. En febrero el BCRA retiró por esta vía un total de \$15.375 millones.
- En cuanto a los demás factores, el **sector externo** ha tenido un efecto contractivo en los primeros meses de 2015 debido a la menor liquidación de divisas. Esto se debe -en parte- al menor aporte del **sector agropecuario**, fundamentalmente por la caída en los precios de exportación de los principales granos.





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	Incremento	Stock	Incremento
2012	-63.791	8.227	127.730	60.600	164.703	54.005
2013	-99.246	34.769	182.600	54.870	279.668	114.965
2014	-188.120	78.400	251.450	68.850	460.498	180.830
Feb 2015	-13.463*	0*	251.450	0	469.776	9.278

Fuente: Elaboración propia en base a Mecon y BCRA

*Corresponde a enero 2015.

- 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.

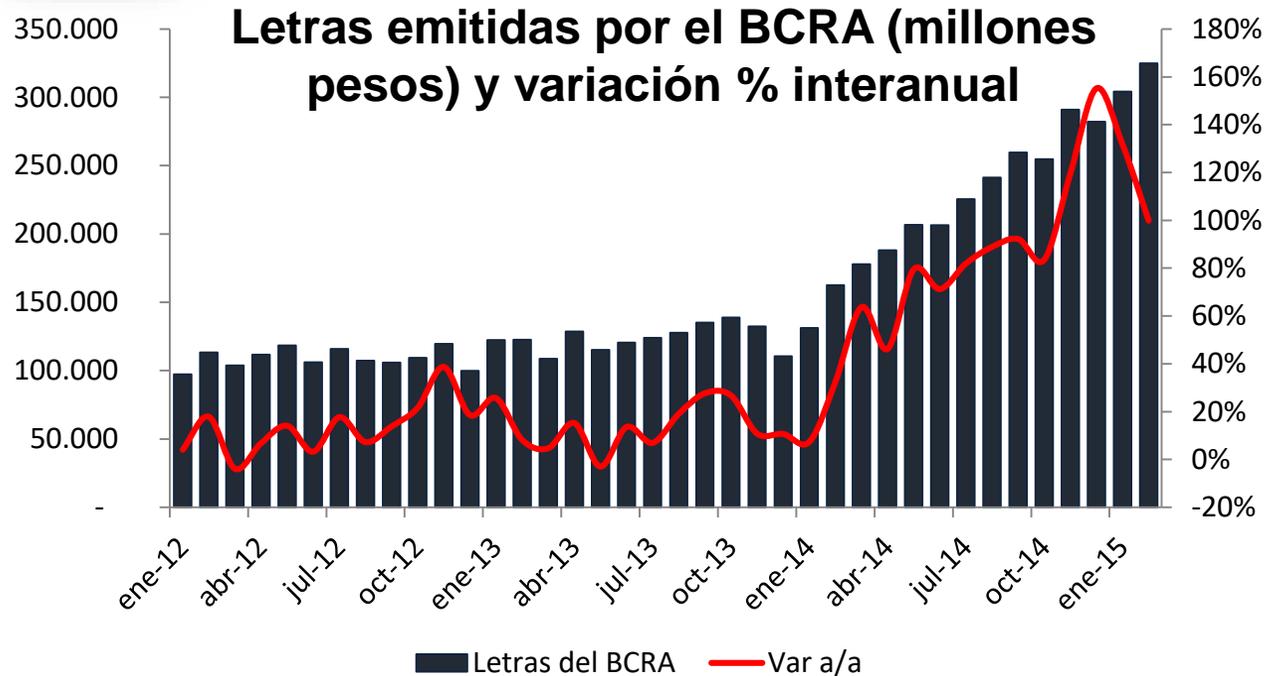
Entre **las principales vías de financiamiento** se encuentran:

- Transferencias de las utilidades del BCRA.** Cuando la entidad monetaria obtiene un resultado económico positivo (en general por la revalorización de los activos en dólares) del BCRA, estas son transferidas al SPNF (implica emisión monetaria). En 2014 se transfirieron utilidades por \$78.400 millones.
- Préstamos (adelantos transitorios):** en 2014 se sumaron \$68.850 millones adicionales, por lo que el stock alcanzó los \$251.450 millones (implican emisión monetaria).
- 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). Actualmente el stock alcanza los \$469.776 millones. Asimismo, durante 2015, no se realizaron nuevas colocaciones, debiéndose la variación de stock a la depreciación.





2. El BCRA contrarresta parcialmente la expansión mediante operaciones de mercado abierto



- El BCRA continúa realizando **políticas de mercado abierto** para contrarrestar el impulso que el financiamiento al sector público genera sobre la base monetaria.
- A febrero de 2015 el **stock de letras emitidas** por el BCRA alcanzaban los \$324.828 millones, por lo que llegaban a representar la tercera parte del pasivo.
- La **emisión de letras** se aceleró sensiblemente a partir de enero de 2014 año en que el stock de letras creció un 155%. Este ritmo se mantuvo en los primeros meses de 2015. A fines de febrero, el stock duplicaba el vigente del año anterior.

- Con este aumento, empiezan a surgir algunas dudas acerca de la **capacidad del BCRA** para seguir evitando el crecimiento de la base monetaria. De mantenerse el déficit público, el BCRA deberá emitir una mayor cantidad de letras este año, además de rescatar aquellas que vencen durante 2015, lo que implica un costo, ya que estos pasivos conllevan un pago de intereses.
- De todas formas, de momento el BCRA está lejos de presentar un déficit fiscal, dado que ante cada depreciación de la moneda sus activos (mayormente en dólares) se revalúan con respecto a sus pasivos (en pesos). A su vez, ante la **escasa demanda de crédito del sector privado** y el riesgo que implica otorgar estos préstamos; los bancos privados mantienen la demanda de los títulos que emite el BCRA.





3. Balance del BCRA



Conceptos y Referencias

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 ¥ 70.000 millones, los que a un tipo de cambio de 0,16075 (USD/CNY) representan en la actualidad unos U\$S 11.252 millones.

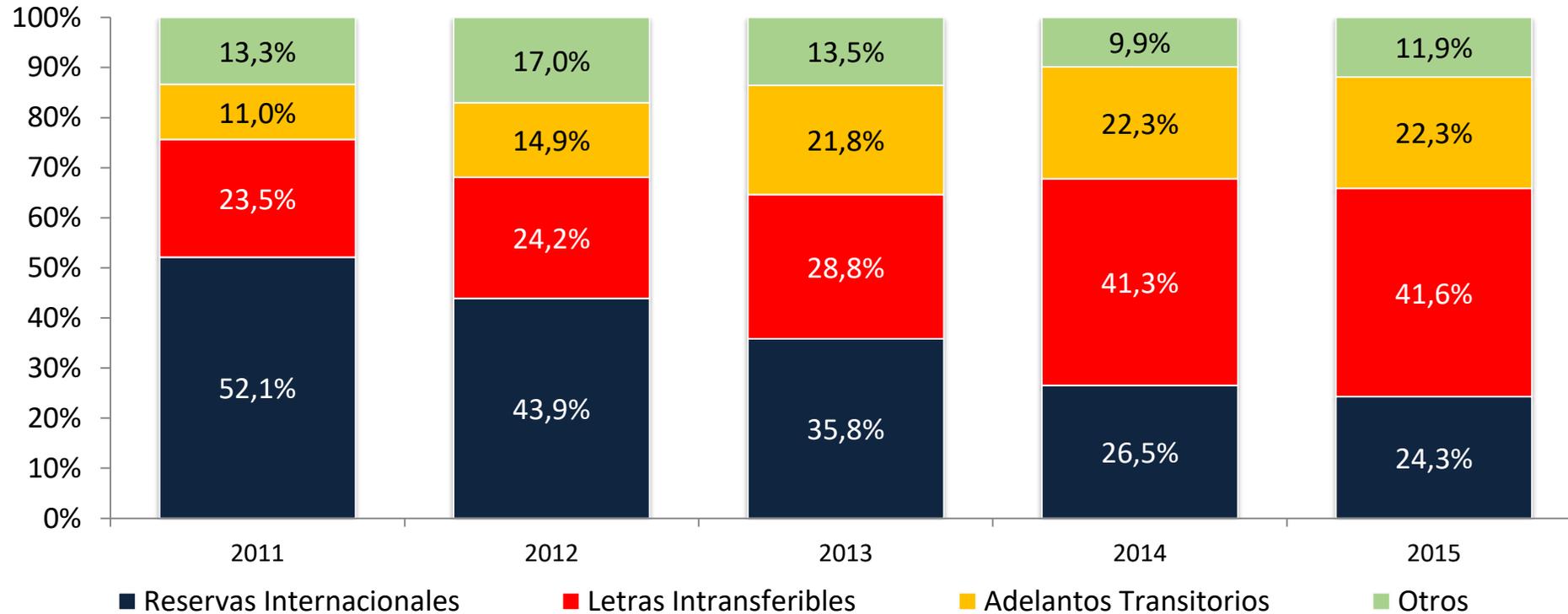




3. Las reservas internacionales continúan perdiendo participación en el total del activo.



Composición del activo del BCRA. A Febrero de cada año



- Como resultado de la **utilización de reservas internacionales para el pago de deuda pública**, a partir de 2012 se observa un cambio claro en la tendencia de la composición del activo del BCRA. Las reservas internacionales pasaron de representar más de la mitad del mismo a menos de la cuarta parte. Las **letras intransferibles**, en cambio, representan actualmente el 41,6% del activo.

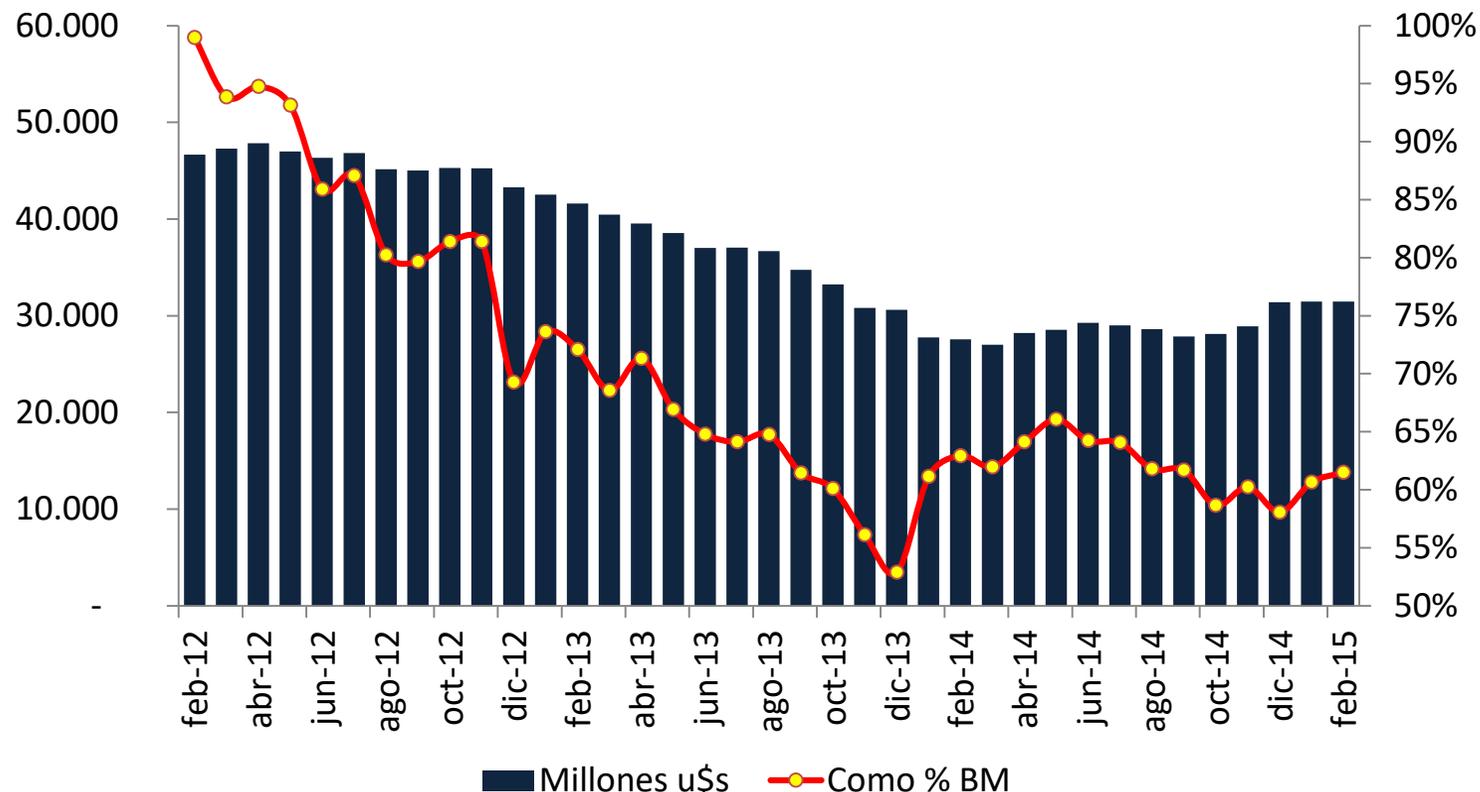




3. Aunque detuvieron su tendencia declinante el último año.



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 febrero totalizaban u\$s 31.470 millones, prácticamente lo mismo que el mes anterior y u\$s 3.924 millones 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 62% del total del dinero de alta potencia, casi 4 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.

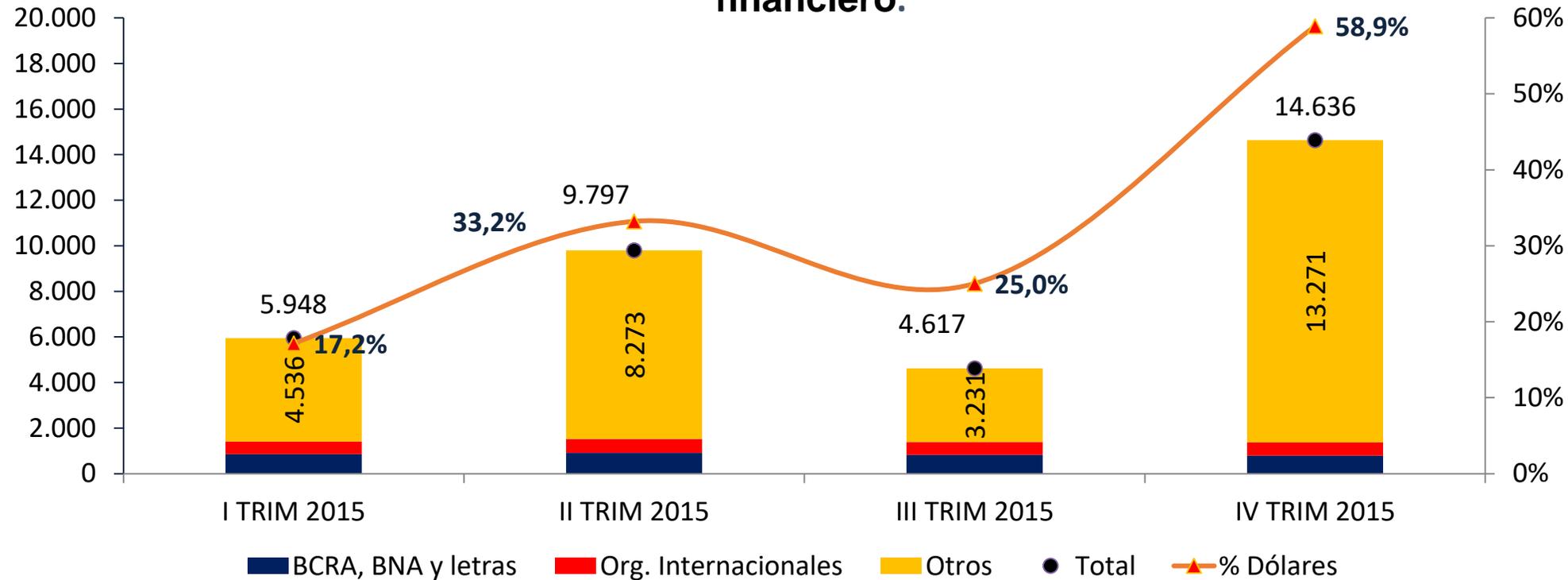




3. Los vencimientos en dólares en 2015 totalizarán cerca de u\$s 14.000 millones.



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 **Letras del Banco Central (LEBAC)** son emitidas por el BCRA con diferentes horizontes de plazos (30, 60, 90, 120, 180 o 270 días) y a tasa fija. Pueden adquirirse de dos formas: adjudicación competitiva y adjudicación no competitiva. El primer caso implica una compra mediante subasta, en tanto que la forma no competitiva quienes adquieran las letras lo harán al precio que ya quedó determinado en la subasta.

Las **Notas del Banco Central (NOBAC)**, también 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 a una tasa que podría ser fijas o ajustable por CER, según el contrato.

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.

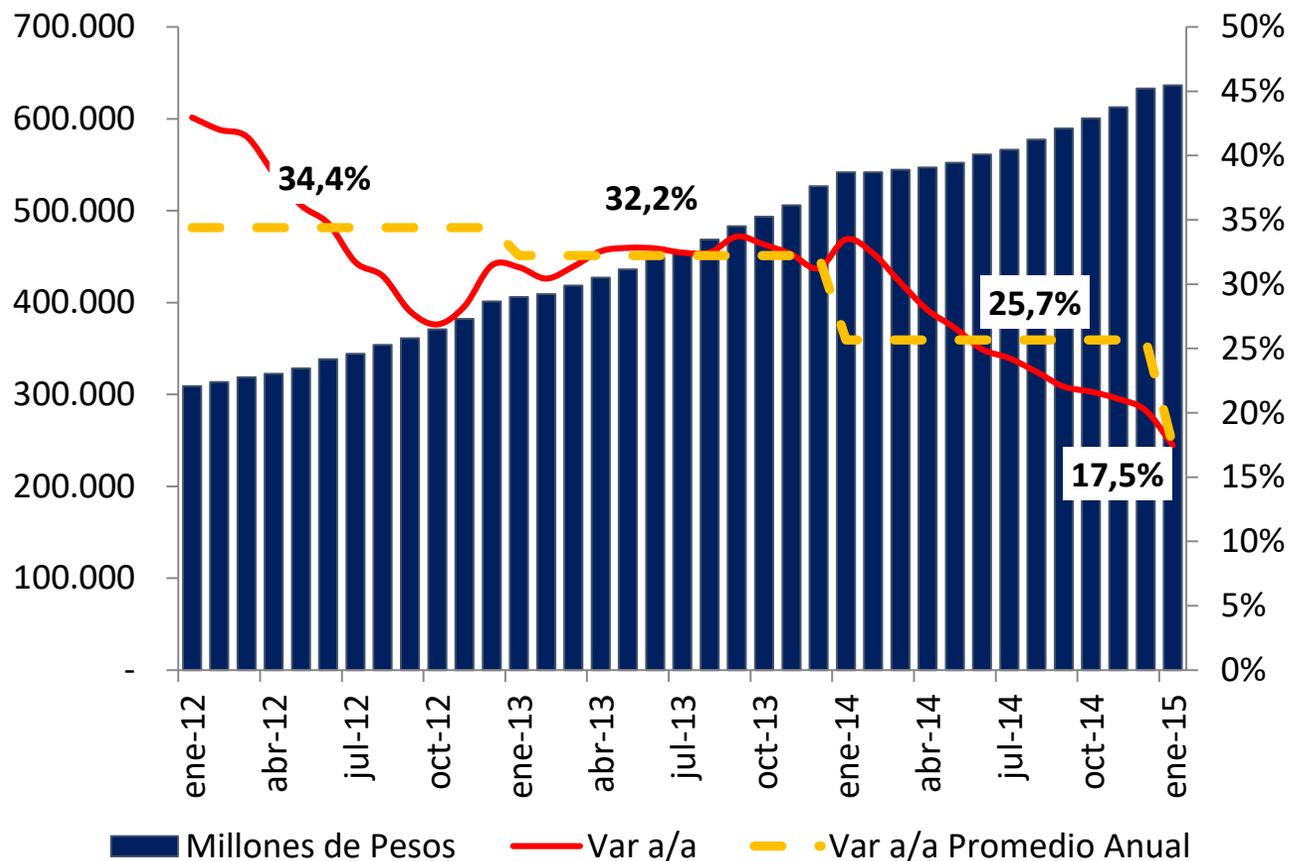




4. Los préstamos al sector privado crecieron apenas 17,5% interanual en enero.



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



• A partir de 2014 se observa una fuerte desaceleración de los **préstamos al sector privado**. La tendencia parece incluso haberse acentuado en los últimos meses. En enero 2015, los mismos presentan un crecimiento interanual de apenas 17,5%, prácticamente la mitad del promedio de 2012-13.

• 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.

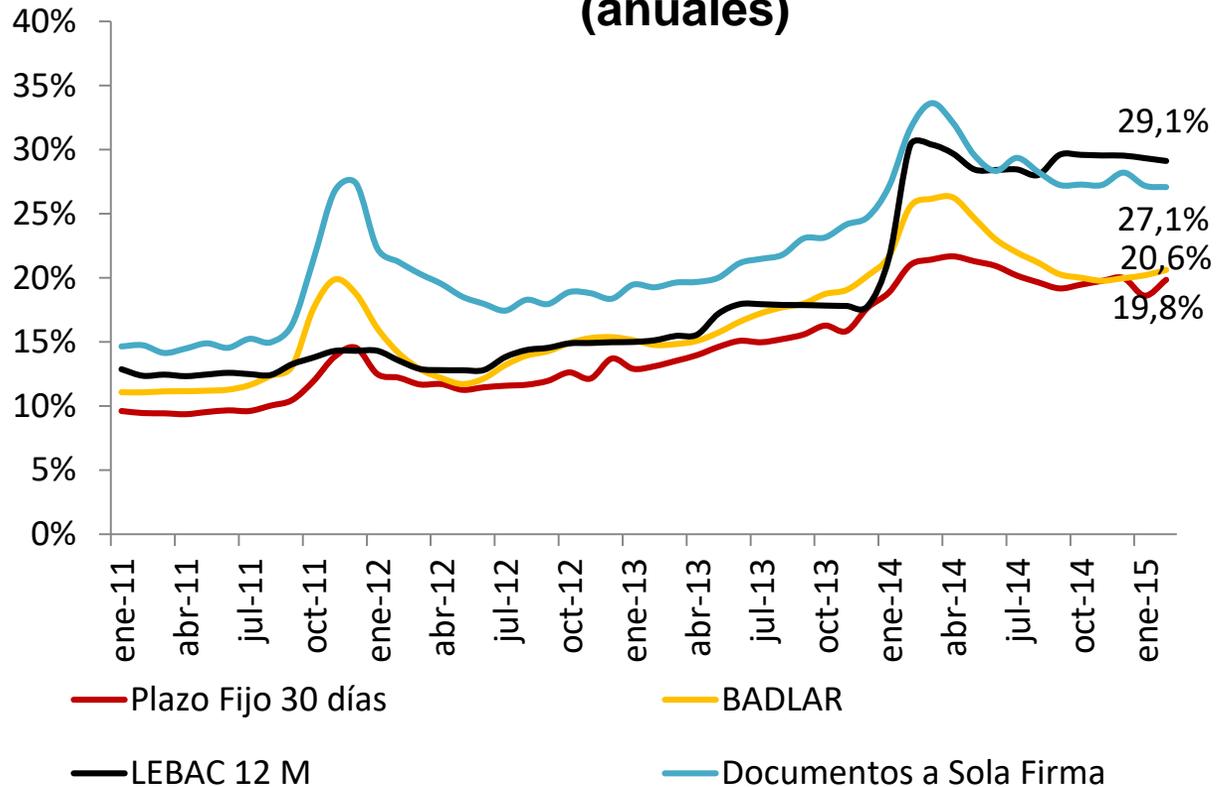




4. Las tasas de interés se estabilizaron, aunque en un nivel superior al observado en 2013.



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 27,1%.
- La tasa de las **LEBAC** es la que muestra el mayor aumento, ubicándose actualmente en un 29,1%, por encima de la de los documentos a sola firma. Esto se condice con el fuerte aumento observado en la oferta de estos activos, que fuerza al BCRA a ofrecer una retribución elevada para continuar con su política de esterilización de la base monetaria.

- 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.

