ISSN 2683-9067

[2020]

# Informe de Coyuntura

## INFORME DE POLÍTICA MONETARIA | AGOSTO 2020

Dedicación

Claridad Expositiva

Calidad Técnica

Exhaustividad

UNR Universidad Nacional de Rosario

OBSERVATORIO ECONÓMICO SOCIAL UNR

**Informe de Política Monetaria | agosto 2020**
Informes del Observatorio UNR. N° 51
Informe de Coyuntura N° 17 – septiembre de 2020

Autor/es:
- Luciano Andrés Jara Musuruana | luciano.jara@unr.edu.ar | https://orcid.org/0000-0002-0203-180X
- Alfredo Oscar Bula | alfredo.bula@unr.edu.ar | https://orcid.org/0000-0003-3085-6590
- Patricio Hernán Almeida Gentile | patricio.almeida@unr.edu.ar | https://orcid.org/0000-0002-0308-9165
- Diego Marfetán Molina | diego.marfetan@unr.edu.ar | https://orcid.org/0000-0003-4638-0902
- Lucia Papa | lucia.papa@unr.edu.ar | https://orcid.org/0000-0003-1408-2978
- Germán Adolfo Tessmer | german.tessmer@unr.edu.ar | https://orcid.org/0000-0002-3827-7027 | https://germantessmer.github.io/

Responsabilidad editorial:
- Germán Adolfo Tessmer

- ISSN (serie Informes del Observatorio UNR): 2683-9067
- ISSN (sub-serie Informes de Coyuntura): 2683-9075
- Palabras Clave: Política monetaria, BCRA, Base monetaria, Reservas internacionales, Leliq, Tipo de cambio, Dólar
- Clasificación JEL: E43, E52

Cómo citar: Jara Musuruana, L. A., Bula, A. O., Almeida Gentile, P. H., Marfetán Molina, D., Papa, L. y Tessmer, G. A. (2020). Informe de Política Monetaria | agosto 2020 (Informes del Observatorio UNR N.º 51; Serie Informes de Coyuntura N.º 17). Observatorio Económico Social, Universidad Nacional de Rosario. https://hdl.handle.net/2133/18964

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)
- Rector: Franco Bartolacci
- Vicerrector: Héctor Darío Masía

Observatorio Económico Social | UNR
https://unr.edu.ar/observatoriounr/
ISSN (página web) 2683-8923
Córdoba 1814 - Rosario, Argentina (S2000AXD)
+54 9 341 4802620 / Interno 147
observatorioeconsocial@unr.edu.ar

**Nota sobre esta versión**

Esta es una versión revisada del informe publicado originalmente en septiembre de 2020. El contenido no fue modificado: los datos, el análisis y las conclusiones son los de la versión original, y la referencia bibliográfica del trabajo no cambia.

Los cambios son de forma, de enlaces y de metadatos: se agregó el bloque «Cómo citar» con la referencia normalizada y el enlace permanente; se completaron las propiedades del documento (título, autoría, palabras clave y códigos JEL); se reordenaron los logotipos institucionales de la página de datos; se incorporó la página personal del autor en la línea de autoría; se actualizó la responsabilidad editorial; se reconstruyó la portada con el diseño de la serie; se restituyó la familia tipográfica institucional en todo el documento; se corrigió el encabezado de las páginas interiores; se actualizaron los números de página del índice; y se quitaron los hipervínculos a páginas que ya no existen, conservando el texto.

Revisión del 22 de septiembre de 2026, a cargo del Observatorio Económico Social (UNR).

# Índice de contenidos

1. Introducción ..... 3
2. Base monetaria y agregados monetarios ..... 5
2.1. Base monetaria ..... 5
2.2. Principales agregados monetarios ..... 6
3. Factores de expansión ..... 9
3.1. Variación de los principales factores ..... 9
3.2. Sector público ..... 11
3.3. Letras de Liquidez (LELIQ) ..... 12
4. Balance del BCRA ..... 14
4.1. Pasivo del BCRA ..... 14
4.2. Activo del BCRA ..... 15
4.3. Reservas Internacionales ..... 16
4.4. Reservas propias ..... 18
4.5. Tipo de cambio ..... 20
4.6. Demanda de dólares ..... 25
5. Sector privado ..... 27
5.1. Préstamos y depósitos del sector privado ..... 27
5.2. Tasas de interés ..... 29
6. Nuevas medidas ..... 31

# 1. Introducción

En nuestro país el Banco Central de la República Argentina -BCRA- surgió en 1935 (antes existieron algunos intentos similares previos). En un principio los bancos centrales se encargaban de facilitar los pagos entre los bancos privados, pero no siempre tuvieron el rol de ser prestamistas de última instancia cuando un banco carecía de liquidez. Con el tiempo se convirtieron en la autoridad responsable de las políticas que afectan la oferta de dinero y el crédito, incorporando herramientas para operaciones monetarias y fundamentalmente el monopolio de la emisión del dinero.

En el informe que sigue a continuación presentamos un análisis de la política monetaria argentina, los datos a analizar están enfocados en el periodo agosto 2018 – agosto 2020, bajo el fundamento de que se considera a agosto de 2018, como un punto de partida que brinda un tiempo prudencial para evaluar las tendencias recientes en las variables monetarias.

La política monetaria se refiere a las acciones que ejecuta el Banco Central para controlar la oferta de dinero, las tasas de interés, el tipo de cambio o la inflación; así como otras repercusiones como pueden ser el nivel de empleo y la evolución del PIB real.

Cabe señalar que las acciones de política monetaria producen diversos efectos de corto plazo tanto en la vida de las familias, como en las empresas y el gobierno. Por ello, la eficacia en el control de la política monetaria dependerá de:

- La estructura de los tipos de interés.
- El control de los movimientos internacionales de capital.
- El control de las condiciones de los créditos para las compras a plazo.
- Los controles sobre las actividades de préstamo de los bancos e instituciones financieras.
- Sobre las emisiones de capital.

El punto de inflexión que toma este periodo de análisis es el recambio de las autoridades gubernamentales. Si bien las nuevas autoridades asumieron en diciembre de 2019, el proceso electoral se inició en agosto de ese mismo año con la elección primaria (PASO) y el resultado adverso al oficialismo gobernante, que produjo un cambio de expectativas las cuales rápidamente se vieron reflejadas en algunas variables económicas como ser el tipo de cambio.

El informe monetario que presentamos a continuación presenta el desempeño de la política monetaria antes y después de las elecciones. El objetivo es mostrar las modificaciones producto del cambio de las autoridades a niveles nacional, y el consecuente cambio de expectativas ocurrido al respecto, para luego analizar cómo se viene desenvolviendo el comportamiento de la política monetaria en los primeros meses de la gestión actual, sin olvidar la coyuntura mundial actual producto de la crisis que genero la pandemia del Covid-19. Así, el trabajo se encuentra estructurado en las siguientes secciones:

- **Base Monetaria:** Se analiza la evolución del dinero de alta potencia.

**Factores de Expansión:** Se hace foco sobre los motivos que llevan a la modificación de la base monetaria

**Balance del BCRA:** Se presentan los principales componenetes del activo y pasivo del BCRA.

**Sector Privado:** Se observa la evolución de los préstamos, depósitos y tasas de interés del sector privado.

**Nuevas Medidas:** Se comentan las nuevas medidas tomadas por la autoridad monetaria el 15 de septiembre de 2020.

# 2. Base monetaria y agregados monetarios

En esta sección se analizará la evolución del dinero de alta potencia, o base monetaria. La base monetaria se encuentra constituida por el dinero legal en circulación constituido por billetes y monedas ($M_0$), y las reservas que los bancos privados mantienen en el banco central (R).

$$BM = M_0 + R$$

Además, se presentan los distintos agregados monetarios, que se definen por su nivel de liquidez, es decir, por la facilidad en que pueden convertidos en dinero legal en circulación ($M_0$). Por lo tanto, a medida que disminuye la liquidez, la denominación del dinero (el subíndice que acompaña a la letra "M") aumenta indicando que se toman en consideración como dinero, depósitos de más largo plazo. De esta forma se tiene:

$$M_1 = Los\ depósitos\ corrientes\ de\ los\ ciudadanos + M_0$$

$$M_2 = Los\ depósitos\ a\ costo\ plazo\ de\ los\ ciudadanos + M_1$$

$$M_3 = Los\ depósitos\ a\ más\ largo\ plazo + M_2$$

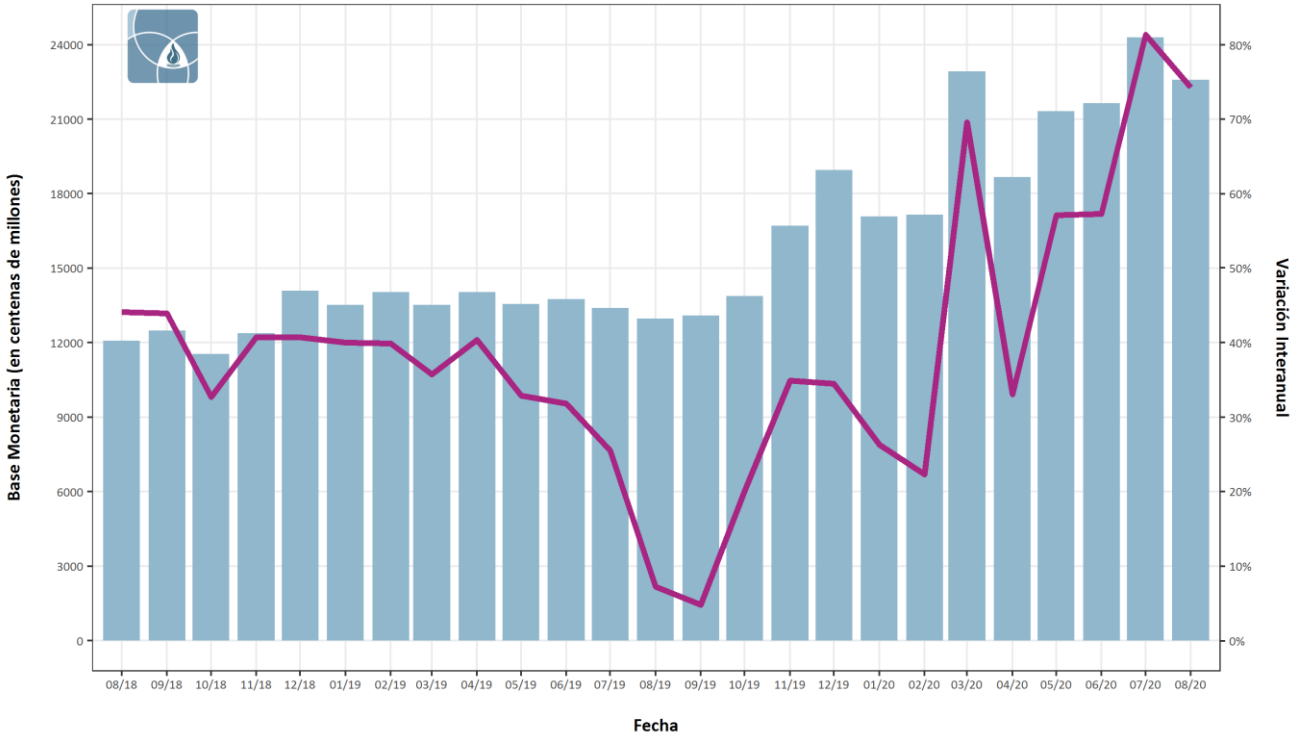
## 2.1. Base monetaria

Al finalizar el mes de agosto, la base monetaria se sitúa en torno a los $2,29 billones. Como puede observarse en el Gráfico 1, el crecimiento puntual de este mes, mostro un aumento interanual de 76,46%. De hecho, la tasa de crecimiento semanal promedio de la circulación monetaria ha sido 1,02%. Esto quiere decir que –en promedio- por cada $100 pesos que circulan en la economía, se han acuñado (impreso) $1,02 adicionales por semana, en el transcurso del mes de agosto.

Sin embargo, aunque el incremento interanual de la base monetaria alcance 76,46% en agosto, es menor al incremento reportado en el mes de julio, que supero el 80%. Esto podría indicar que las autoridades monetarias quieren disminuir la velocidad con la cual viene aumentando la cantidad de dinero.

Cuando la base monetaria crece a un ritmo mayor a la colocación de los instrumentos de esterilización de los que dispone el central (sobre todo, las LELIQ), es de esperarse que los saldos no absorbidos terminen impactando en precios de forma rezagada. Lo anterior se cumple debido a un contexto de crecimiento económico prácticamente nulo.

Gráfico 1 | Stock de la base monetaria (en barras y en eje izquierdo) y variación interanual (en línea y en eje derecho). Período agosto 2018 - agosto 2020. En millones de pesos.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base a BCRA

## 2.2. Principales agregados monetarios

Por definición, el aumento de la base monetaria, impulsa el piso de crecimiento de los restantes agregados monetarios. Sin embargo, el último año ni $M_2$ ni $M_3$ han aumentado en la misma proporción. En conjunto, al aumento de los saldos de dinero no ha registrado una contraparte proporcional al aumento de las colocaciones de depósitos de plazos más largo plazo.

Los Gráfico 2 y

Gráfico 3 muestran el comportamiento de los agregados monetarios. El primero, muestra la evolución interanual del mes de agosto para el período 2018-2019, y el siguiente gráfico, muestra la comparación interanual, pero entre los meses de julio de 2019-2020 (se utiliza julio porque algunos datos no están consolidados a agosto). Como se puede observar, muestran comportamientos muy disimiles, entre 2019 y 2020 la base monetaria tuvo un incremento de 81%, en tanto que $M_1$ y $M_2$ crecieron a un ritmo de 61% y 54% respectivamente. Esto se debe principalmente a la incertidumbre coyuntural y a que los agentes económicos prefieren mantener mayores posiciones de liquidez ante posibles crisis.

Desde el punto de vista del sector privado, el incremento de los plazos fijos se viene observando un crecimiento desde principios de 2020 producto de una suba de tasas dictaminada por el banco central. Entre agosto de 2018 y

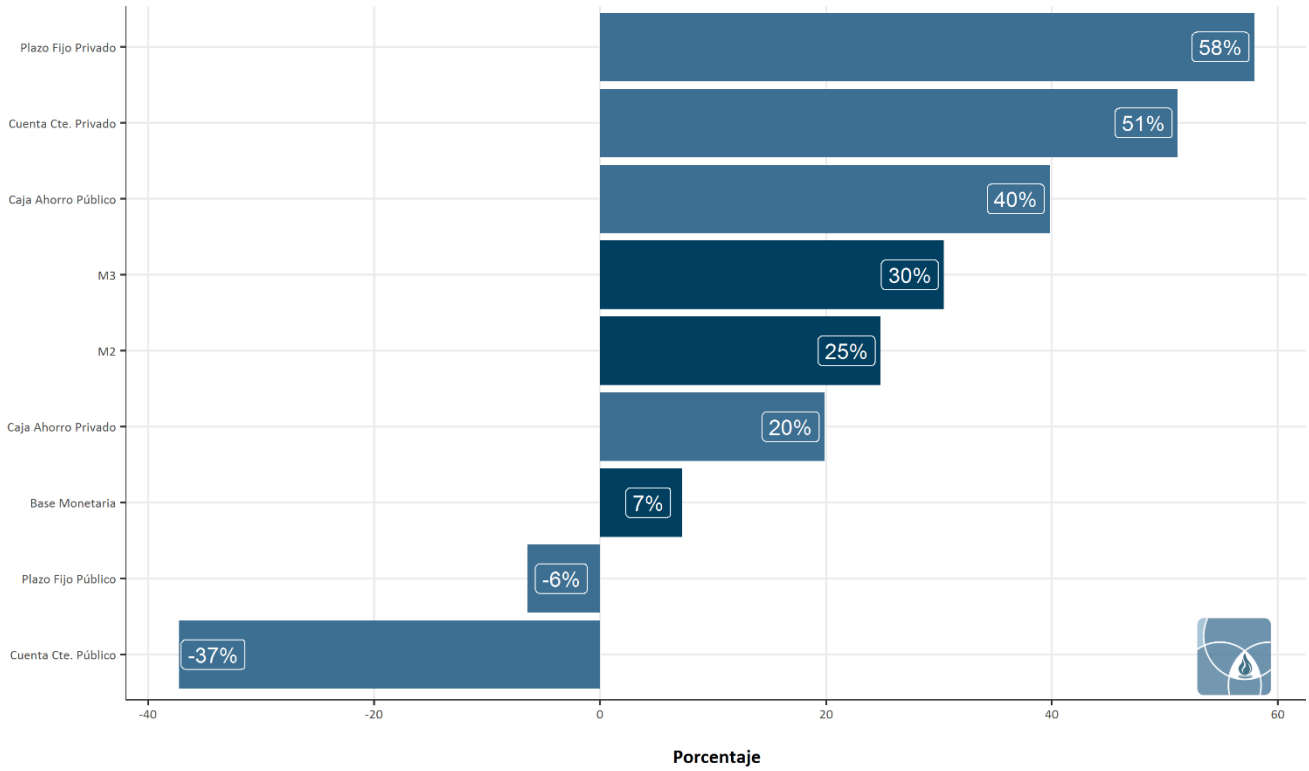
2019 el incremente fue del 58%, en tanto entre julio de 2019 y 2020 disminuyo levente (54%), aunque de mantenerse la tendencia actual se podría estar en niveles similares al crecimiento entre 2018 y 2019.

Otro motivo para el incremento de los agregados privados es la dificultad de invertir en la adquisición de moneda extranjera, profundizada desde agosto de 2019 con la implementación del cepo cambiario. Esto se refleja en el salto interanual que se produce en los agregados Cuenta Corriente Privada y Caja Ahorro Privado con valores superiores al 100% (143% y 113% respectivamente).

Considerando ahora las colocaciones del sector público, estas también experimentan una variación positiva, pero a un nivel muy inferior al sector privado. La Cuenta Corriente Publica creció un 44% y la Caja de Ahorro Publica un 34%.

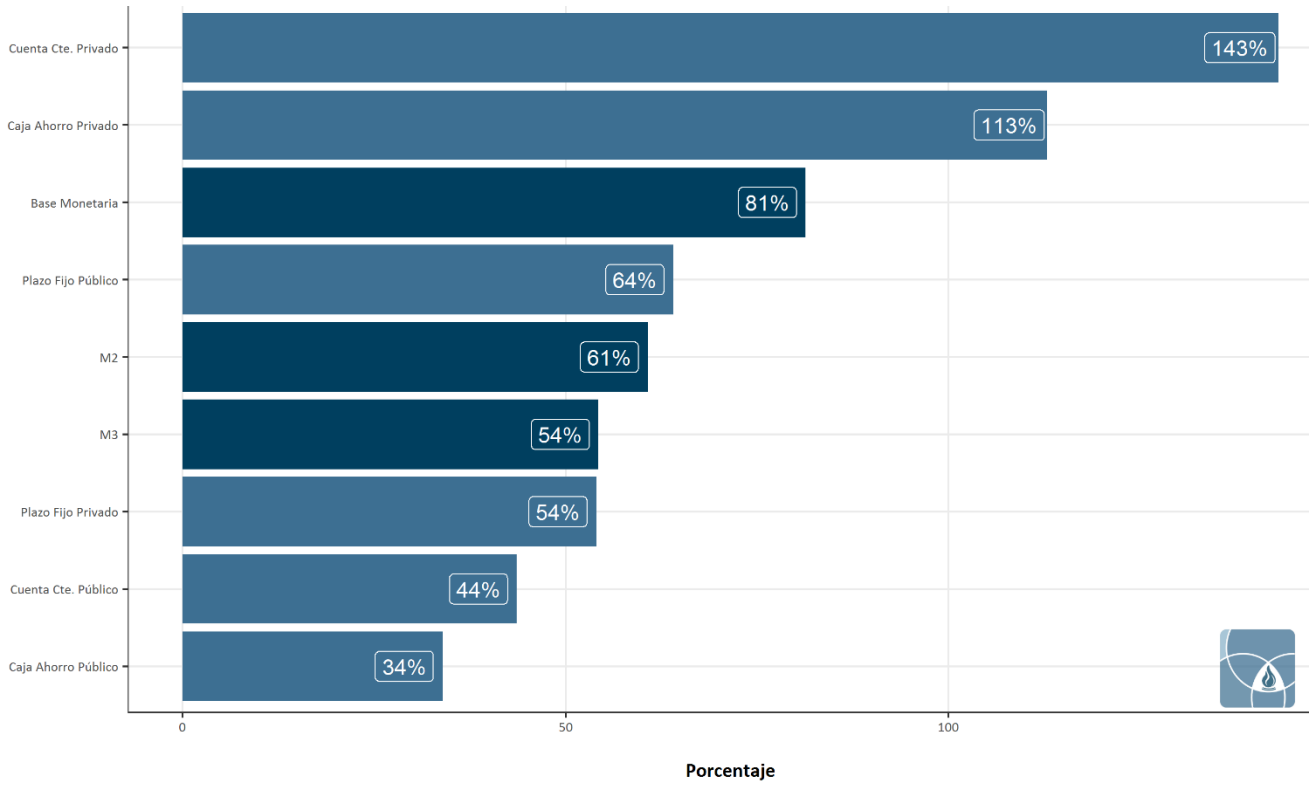
En resumen, a nivel general se observa que en el último periodo las variaciones de todos los agregados monetarios fueron superiores para todos los rubros.

Gráfico 2 | Variación de los principales agregados monetarios. Período agosto 2018 - agosto 2019.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base a BCRA

Gráfico 3 | Variación de los principales agregados monetarios. Período julio 2019 - julio 2020.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base a BCRA

# 3. Factores de expansión

En esta sección se abordará el motivo por el cual se expande (o se contrae) la base monetaria, si es por medio del sector público, sector externo, y el sector financiero a través de las letras de liquidez (LELIQ), los redescuentos y pases.

Con respecto al sector público, tenemos que destacar lo siguiente:

- Adelantos Transitorios: es el mecanismo de financiamiento por el que el BCRA puede otorgar adelantos al tesoro nacional 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.
- 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, se constituyen dos fondos de reserva, uno general y uno especial, hasta que los mismos alcancen el 50% del capital del banco. Una vez alcanzado ese límite, estas utilidades deberán ser transferidas al Gobierno Nacional. 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.
- Títulos emitidos por el BCRA. La Cartera de Títulos del BCRA compuesta por LEBAC, NOBAC y LELIQ puede ser utilizada en operaciones de pases como instrumentos de regulación monetaria. El elemento de mayor monto, es el de las letras de liquidez (LELIQ), ellas son instrumentos a descuento en pesos emitidos por el BCRA diariamente a través de subastas que pueden ser adquiridas solamente por entidades financieras. Dichas letras pagan un rendimiento, que es la tasa de interés, la cual constituye la tasa de referencia de la política monetaria, que indica el sesgo que adopta la autoridad monetaria para alcanzar sus metas de inflación.

## 3.1. Variación de los principales factores

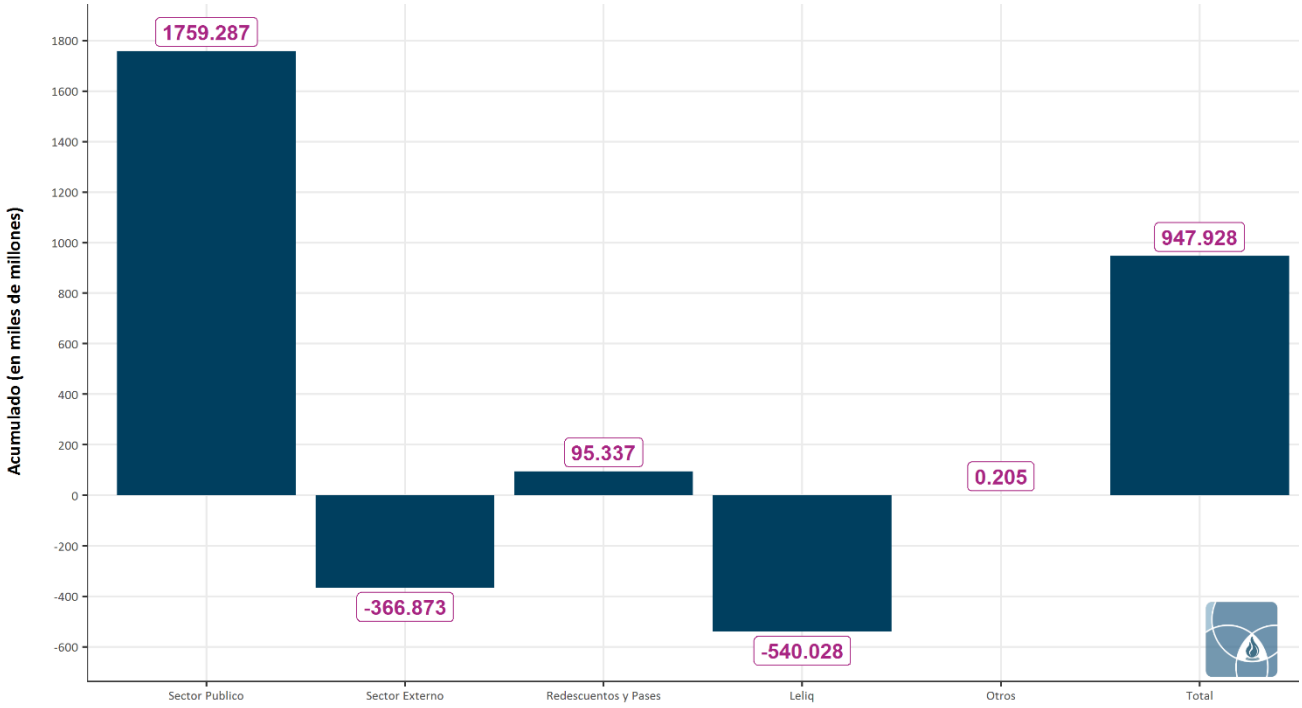
Dado el contexto de pandemia, el financiamiento al sector público es el principal factor que explica la expansión de la base monetaria. Durante 2020 se ha emitido en concepto de adelantos transitorios, un total de $472.000 millones y, en transferencia de utilidades, el monto llega a $1.040.000 millones; ambos rubros destinados al gobierno nacional. Teniendo en cuenta todas las operaciones con el sector público implican un aumento de la base monetaria, en lo que va del año de un total de $1.388.337, el 90% de dichas operaciones se concretaron a partir del 20 de marzo, cuando se decretó el Aislamiento Social Preventivo y Obligatorio (ASPO). Dado el bajo nivel de recaudación

y el aumento de gastos por parte del Sector Público no Financiero. Sin embargo, en el mes de agosto, el aumento fue de solo 60.119 millones, aproximadamente el 4%.

Para compensar la expansión de la base, en este último tiempo el BCRA ha utilizado principalmente operaciones de mercado abierto, expresadas en el uso el mecanismo de emisión de letras. A fines de agosto, tomando como referencia el acumulado del año, el total emitido por este concepto fue de $1.056.814 millones. Con respecto al comportamiento registrado en algunos meses, puntualmente marzo, abril y julio, no se esterilizo la emisión generada por el sector público. En agosto, la absorción de base fue en torno a los $178.860 millones.

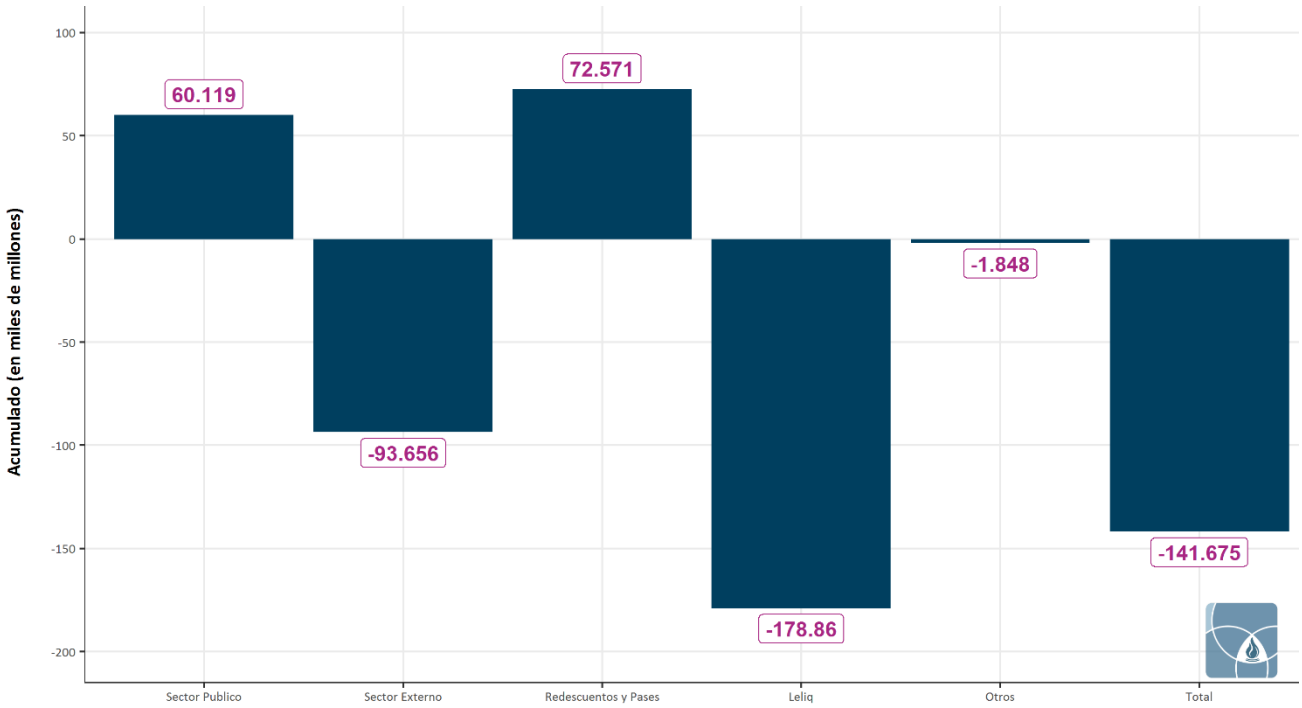
El sector externo, también implico una absorción de base, canalizada por la salida de divisas de las reservas del BCRA. Interanualmente implico una absorción de $366.873 millones, puntualmente el mes de agosto de 2020 genero una salida de divisas de $93.656 millones, la más alta en lo que va de 2020. En el Gráfico 4 se puede observar la variación anual de los factores de expansión de la base monetaria y en el Gráfico 5 se puede observar la variación de esos mismos factores en el último mes.

Gráfico 4 | Factores de expansión de la Base Monetaria. Variación anual agosto 2019 - agosto 2020.
En miles de millones de pesos.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base a BCRA

Gráfico 5 | Factores de expansión de la Base Monetaria. Variación mensual julio 2020 - agosto 2020. En miles de millones de pesos.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base a BCRA

## 3.2. Sector público

Las finanzas públicas han inaugurado el año con un marcado crecimiento del déficit, tanto genuino, como financiero; que se han consolidado como tendencia. Tal es así, que hacia fines de julio el déficit global sin el BCRA del sector público nacional no financiero (SPNF) asciende a los $2.416.624 millones, un 236% de lo registrado el año pasado.

Para consultar sobre la situación económica pre-covid, puede consultar el artículo Pre-covid: indicadores socio-económicos para AGR y Argentina

El mecanismo de trasferencias de utilidades se activó fuertemente a partir del mes de marzo. El nivel de transferencias asciende a más de un billón de pesos, representando casi el 45% de la base monetaria. Aunque en agosto y la primera semana de septiembre no se recurrió a este mecanismo. En la Tabla 1 se puede apreciar la evolución del déficit desde el 2018, y las principales vías de financiamiento que tiene el BCRA.

Tabla 1 | Déficit del Sector Público no Financiero y principales vías de financiamiento del BCRA al gobierno nacional. En millones de pesos.

| Año | Déficit global sin BCRA | Transferencias de utilidades | Adelantos transitorios | | Letras intransferibles | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Stock al 31/12 | Incremento anual | Stock al 31/12 | Incremento anual |
| 2018 | -$ 727.927 | $ - | $ 502.730 | $ 30.500 | $ 1.137.030 | $ 222.060 |
| 2019 | -$ 1.023.651 | $ 204.245 | $ 852.730 | $ 350.000 | $ 3.003.389 | $ 1.866.359 |
| 7M 2020 | -$ 2.416.624 | $ 1.040.000 | $ 1.284.730 | $ 432.000 | $ 3.859.422 | $ 856.033 |

Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

Los adelantos transitorios fueron la otra vía que tuvo el Sector Público para financiar su déficit, condicional a la imposibilidad de acudir al mercado financiero por parte de Argentina. Hasta julio, los adelantos presentaban un monto de $432.000 millones, el cual se incrementó en agosto por $40.000 millones. Por otra parte, en la primera semana de septiembre se rembolsaron $3.500 millones, siendo el primer rembolso efectivo del año.

Finalmente, las letras intransferibles siguen en franco aumento. Sin embargo, por el momento, representan un poco más de 46% de lo alcanzado el año pasado, lo que se traduce en un incremento de $856.033 millones. Resulta relevante destacar que la totalidad del aumento del año 2019, se produjo en la última semana de diciembre. Puntualmente el 23 de diciembre el stock ascendía a $793.135 millones, y al finalizar el año alcanzaba los $3.003.389 millones.

## 3.3. Letras de Liquidez (LELIQ)

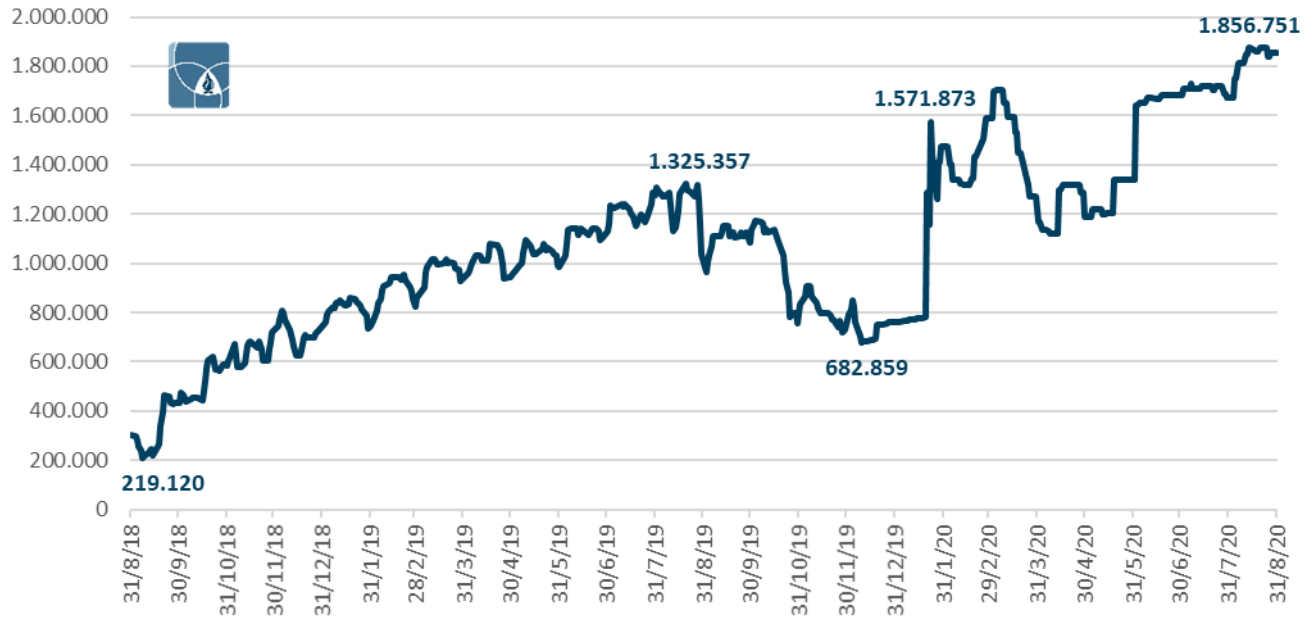
Las Letras de Liquidez del Banco Central (LELIQ) comenzaron a circular en enero de 2018, pero comenzaron a tomar relevancia desde octubre de ese mismo año. El objetivo de la autoridad monetaria fue mantener estable la cantidad de dinero que circula en el país, con la meta de no generar inflación. Es decir, de utilizar las LELIQ como herramienta para esterilizar la emisión realizada.

Como el BCRA tiene que pagar intereses por estos instrumentos financieros, introduce dinero al mercado con esos pagos. Para retirarlos, y que no aumente la cantidad de dinero que circula, se usan más LELIQs, siendo entonces un instrumento que sirve para controlar la emisión de dinero solo en el corto plazo.

En el Gráfico 6 puede observarse como la cantidad emitida de LELIQ se incrementa hasta las elecciones primarias (P.A.S.O.) de agosto de 2019. A partir de ese momento las tenencias caen, principalmente porque los bancos fueron desarmando sus posiciones en LELIQ para mantenerse líquidos en tiempos de volatilidad.

Con la asunción del nuevo gobierno a fines de 2019, el Banco Central cambio a su presidente, con Guido Sandleris como presidente saliente y Miguel Ángel Pesce como entrante. Las nuevas autoridades decidieron emitir para hacer frente a las diversas obligaciones, pero por otro lado esterilizar parte de dicha emisión, lo que implico como contrapartida la absorción de todo el excedente de pesos en circulación con el uso LELIQ, razón por la cual aumenta el stock aumenta desde febrero-marzo de 2020.

Gráfico 6 | Stock de letras de liquidez (LELIQ) emitidas por BCRA. En millones de pesos.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

Las consecuencias económicas globales producto de la pandemia crecieron y en esa coyuntura la Argentina no es la excepción. La caída del nivel de actividad local incremento la ayuda del estado vía financiación al tesoro y como consecuencia el nivel de LELIQ creció fuerte entre febrero y marzo de 2020. Si bien en el periodo abril-junio tuvo altibajos, desde el segundo semestre la extensión de la cuarentena y el aumento de políticas anti cíclicas del estado hizo crecer el stock nuevamente llegando a máximos históricos a fin de agosto 2020.

# 4. Balance del BCRA

El BCRA es una entidad autárquica del Estado Nacional que, como toda persona jurídica, presenta un balance, el mismo está conformado por un activo, que es igual a su pasivo más el patrimonio neto, a continuación, se destacan las principales cuentas y luego se analizan el comportamiento de las mismas:

- Las Reservas Internacionales (RI) constituyen el componente más importante de los Activos de cualquier Banco Central. Los Activos del Banco Central son los que respaldan la emisión monetaria y de títulos del mismo (en el caso del Banco Central de la República Argentina, los últimos títulos emitidos fueron las LEBAC y las LELIQ).
- Los títulos públicos, del activo, representan la tenencia de títulos del BCRA del gobierno nacional y provinciales, que pueden estar nominados en pesos o en moneda extranjera. Al mismo tiempo, en esta categoría también se incluyen las letras intransferibles. Salvo estas últimas, el resto las puede comprar o vender en lo que se denomina operaciones de mercado abierto (OMA) con el fin de llevar a cabo los objetivos monetarios.
- Créditos al sistema financiero, en la carta orgánica del BCRA se establece que se puede otorgar financiación a las entidades financieras del mercado local.
- La base monetaria fue presentada en la primera sección, en tanto los adelantos transitorios y las letras de liquidez fueron presentadas en la segunda sección.

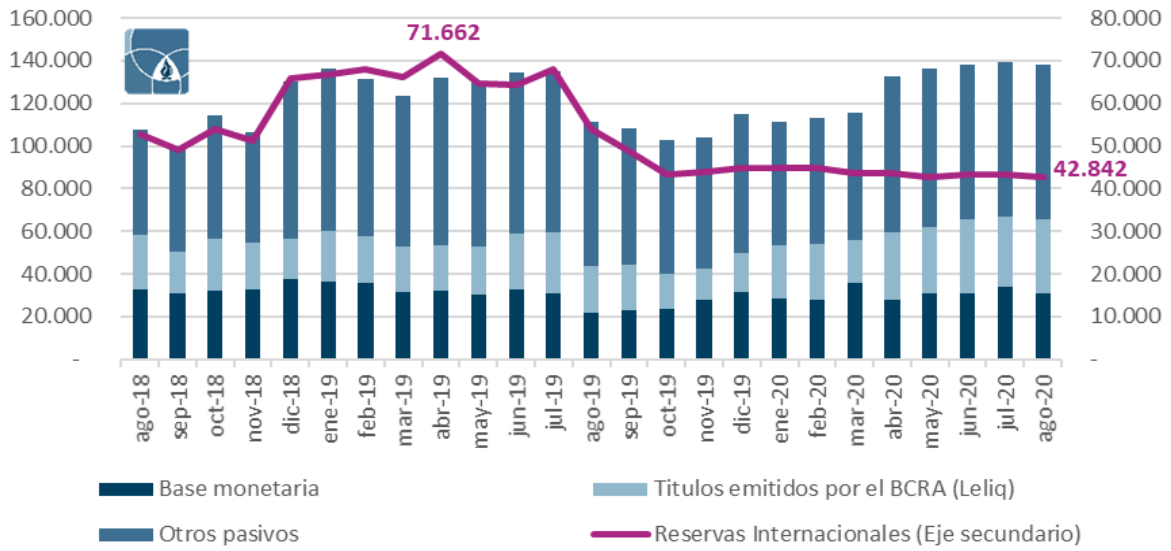
## 4.1. Pasivo del BCRA

En el Gráfico 7 se muestra la composición nominal de los principales componentes del pasivo del BCRA y su evolución desde agosto de 2018. Complementa la lectura, la evolución el nivel de reservas internacionales en el mismo periodo. Al leer el gráfico, debe tenerse en cuenta que las escala entre los componentes del pasivo (eje izquierdo) y la componente del activo (eje derecho) se encuentra desfasada. Asimismo, para realizar la conversión del pasivo denominado en pesos a dólares, se utilizó el tipo de cambio mayorista comunicación "A" 3500.

Nótese como a partir de enero, y de forma más pronunciada desde marzo como aumenta el pasivo en términos generales. El acumulado del año, indica que el pasivo aumento casi un 25%, impulsado fuertemente por la colocación de LELIQs, las que se incrementaron aproximadamente 40% en lo que va del año. Como resultado, en agosto representan el 25% de los pasivos (un año antes, agosto 2019 no alcanzaba el nivel de 20%).

Por otra parte, las Reservas Internacionales presentan -en lo que va del año- una disminución de aproximadamente 5%. Desde octubre de 2019 se mantienen en torno a u$s 43.000 millones, rompiendo a partir de ese mes el movimiento casi conjunto que tenían las variables presentadas en el gráfico.

Gráfico 7 | Evolución del pasivo del BCRA y el nivel de reservas internacionales. Período agosto 2018 - agosto 2020. En millones de dólares.

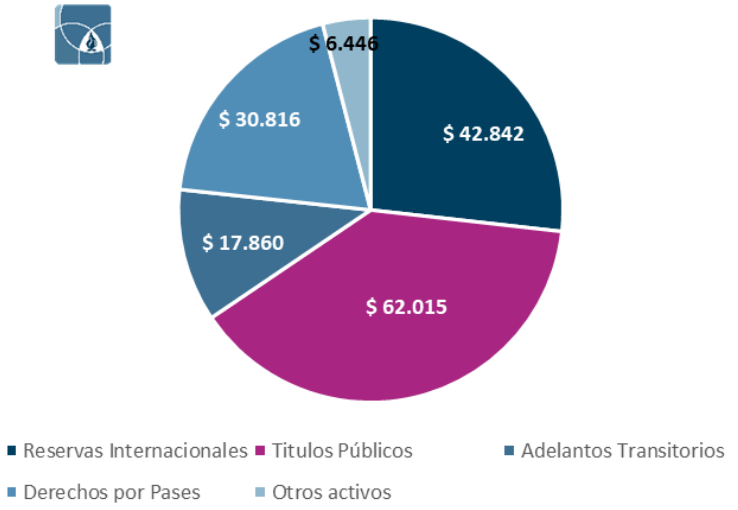



Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

## 4.2. Activo del BCRA

En punto anterior se describió la situación del Pasivo del BCRA, en este apartado se hará foco en la otra cara de la moneda. El Gráfico 8 presenta la composición del activo en sus principales cuentas.

Gráfico 8 | Composición del activo del BCRA. Al 31 de agosto de 2020, en millones de dólares.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

Contra el imaginario establecido en el sentido común, las reservas internacionales no representan la totalidad del activo del Banco Central, sino un componente más (apenas un porcentaje). Otros componentes importantes son: Títulos Públicos, Derechos por Pases, Adelantos transitorios (billetes que entrega al Tesoro a cambio de una promesa de pago) y Otros Activos (entre los que se encuentra el oro)

Como se observa en la imagen el nivel de reservas internacionales de aproximadamente 43 mil millones de dólares. Sin embargo, ese nivel es el resultado de una importante caída que se viene reportando desde agosto de 2019, razón por la cual se dedicará el siguiente apartado a un análisis más detallado.

## 4.3. Reservas Internacionales

Las Reservas Internacionales se componen de:

- Tenencias de Oro (neto de previsión por locación).
- Divisas depositadas en corresponsales de exterior y existentes en el tesoro del Banco Central.
- Inversiones realizadas en el exterior.
- Instrumentos financieros derivados cuyo activo subyacente sean las reservas internacionales.
- El saldo de las posiciones activas netas de los países intervinientes en operaciones reguladas por el Convenio ALADI.
- El saldo neto de Otros Convenios Multilaterales de Crédito.

La necesidad de mantener activos en oro y divisa extranjera radica en la necesidad de conducir un sistema financiero estable que favorezca el funcionamiento de la economía. Las Reservas Internacionales constituyen el respaldo de la emisión de moneda nacional y la "garantía" que tienen los ahorros de todos los argentinos.

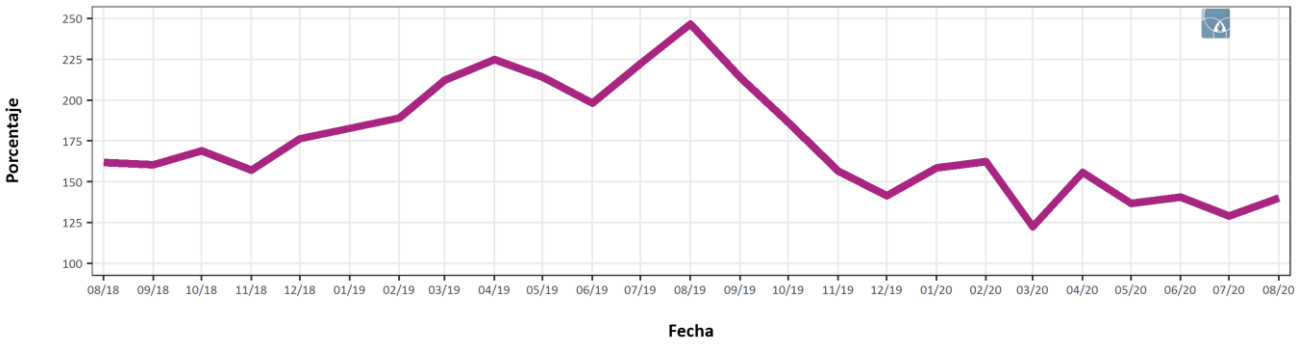
Las Reservas Internacionales del BCRA constituyen la única garantía real que tienen los residentes nacionales para poder utilizar pesos, ya sea para intercambiar o para ahorrar. Los demás activos del BCRA o bien son préstamos al Estado o bien son préstamos al sector financiero. Por lo tanto, los únicos activos cuyo valor no depende de las políticas gubernamentales nacionales son las Reservas Internacionales. De allí su importancia como garantía de la moneda nacional, en billetes o depósitos.

El Art. 33º de la Carta Orgánica del Banco Central aprobada por la Ley 24.144, exige que los componentes de las reservas sean activos de reconocida liquidez y solvencia. La moneda que ha liderado el ranking con esas características en los últimos 100 años es el dólar. Quizás por ello, en muchos momentos históricos, cuando los argentinos perdieron confianza en la moneda nacional (la teoría identifica esos momentos como crisis de balanza de pagos), cambiaron de "dinero" y se pasaron a la moneda estadounidense. Utilizaron el dólar como moneda para sus transacciones y para ahorrar, a la par que la moneda nacional debía depreciar fuertemente su valor. Fueron tantas las veces en que el BCRA emitió moneda sin un respaldo genuino[1], que los argentinos se acostumbraron a ahorrar y

[1] Una demostración de ello es el hecho de que el BCRA haya cambiado la nomenclatura de la moneda nacional 5 veces en los últimos 50 años. Otra, es el hecho de que en los últimos 80 años no hubo gobierno argentino que no haya sufrido en promedio una inflación de dos dígitos.

realizar las transacciones importantes (inmuebles, vehículos, contratos, etc.) en dólares. En el Gráfico 9 se puede observar cómo evolucionan las reservas internacionales en relación a la base monetaria.

Gráfico 9 | Evolución de las reservas internacionales en relación a la base monetaria. Período agosto 2018 - agosto 2020. En porcentaje.

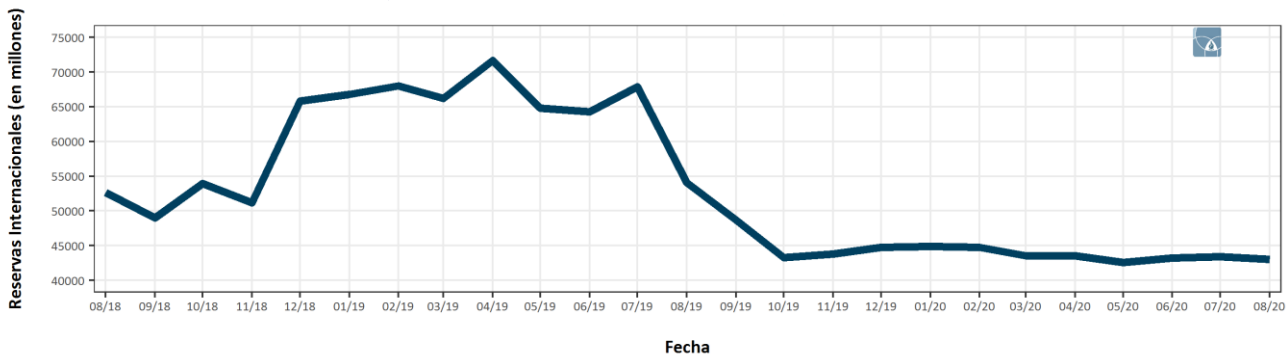



Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

Es importante realizar un seguimiento del nivel de Reservas Internacionales del BCRA y de cuáles son las causas de sus movimientos. Esto permitirá entender, a su vez, los factores de presión sobre el tipo de cambio y sobre la estabilidad total del sistema financiero nacional.

Durante el 2019, año electoral, las Reservas Internacionales del BCRA mostraron el siguiente comportamiento: llegaron a un pico máximo en abril, rondando aproximadamente los U$S 77.000 millones. A partir de allí las reservas comenzaron a disminuir. A fines de julio se encontraban en un valor cercano a U$S 68.000 millones. En los días previos a las elecciones primarias (PASO), la tendencia decreciente de las mismas se aceleró y a fines de agosto de 2019 las Reservas Internacionales eran U$S 54.100 millones de dólares. El BCRA llegó a cerrar el año con aproximadamente U$S 45.000 millones de RI. En el Gráfico 10 se puede observar dicha evolución.

Gráfico 10 | Evolución de las reservas internacionales del BCRA. Período agosto 2018 - agosto 2020. En millones de dólares.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

## 4.4. Reservas propias

En lo que va del 2020 el ritmo de sangría de dólares parece haberse desacelerado, el BCRA perdió un poco más de u$s 2.000 millones de sus Reservas Internacionales brutas. Sin embargo, antes de sacar conclusiones apresuradas, como primera medida, debe indagarse en los fundamentos de estos cambios y en el verdadero nivel de Reservas Internacionales propias de libre disponibilidad con las que cuenta realmente el BCRA. Por otro lado, si se observa una ventana de tiempo más reducida, la variación interanual muestra una caída significativa del nivel de reservas desde agosto de 2019 a agosto de 2020 del 21%. No está de más recordar que las últimas dos veces que Argentina atravesó un proceso de sangría permanente de divisas que durara más de un año fueron los períodos 2001-2002 y 2011-2015.

Con respecto a los fundamentos, en los primeros 7 meses del año el saldo comercial acumula unos u$s 9.573 millones[2] (). Además del saldo comercial favorable, otros tres sucesos elevaron las reservas brutas unos u$s 5.000 millones, camuflando la real fuga de capitales. En primer lugar, el aumento de cotización del oro permitió al BCRA incrementar sus reservas en unos u$s 1.200 millones. Además, como parte de las RI del BCRA están en yuanes (debido al swap chino), la apreciación del yuan frente al dólar elevó las reservas unos u$s 1.400 millones. Por último, el sector financiero privado canceló préstamos en dólares que le otorgó el BCRA girando dólares de sus depósitos, inflando el nivel de encaje en moneda extranjera unos u$s 2.500 millones en lo que va del año.

Al intentar calcular las verdaderas reservas líquidas con las que dispone el BCRA, al valor de RI brutas debe descontársele el préstamo del BIS, que habilita un préstamo de u$s 3.100 millones si se le deposita en garantía el mismo monto en dólares. A su vez, deben restarse los dólares DEG del FMI que sólo sirven para operaciones con el Fondo (u$s 2.800 millones). Asimismo, debe considerarse que, aunque el oro se haya revalorizado en estos últimos tiempos, la mayor parte no se puede vender dado que se encuentra físicamente en Buenos Aires, sólo una parte minoritaria está físicamente en Inglaterra y podría hacerse líquida de ser necesario.

Continuando con el ejercicio, al saldo restante debe descontársele el swap chino, que es un préstamo en yuanes convertibles a dólares que no está activo (el Estado Argentino no lo está usando), pero que, de activarlo, será un préstamo a una tasa cercana al 7% anual. El valor de este swap depende de la cotización del yuan con respecto al dólar, pero como la moneda china viene revalorizándose, el 31 de agosto del corriente año el valor del mismo ascendía a u$s 18.979 millones.

Para consultar sobre el swap con China, puede consultar el artículo Radiografía del Swap Argentina - China

Por último, los encajes de los depósitos de los argentinos en dólares son de los argentinos, no del BCRA. Estos encajes superan los u$s 11.000 millones. Cuando se descuenta este último monto, el resultado obtenido es que las reservas internacionales propias del BCRA de libre disponibilidad, apenas alcanzan los u$s 2.500 millones.

[2] Exportaciones acumuladas a julio de 2020 = u$s 32.291 millones; importaciones acumuladas a julio de 2020 = u$s 22.718 millones.

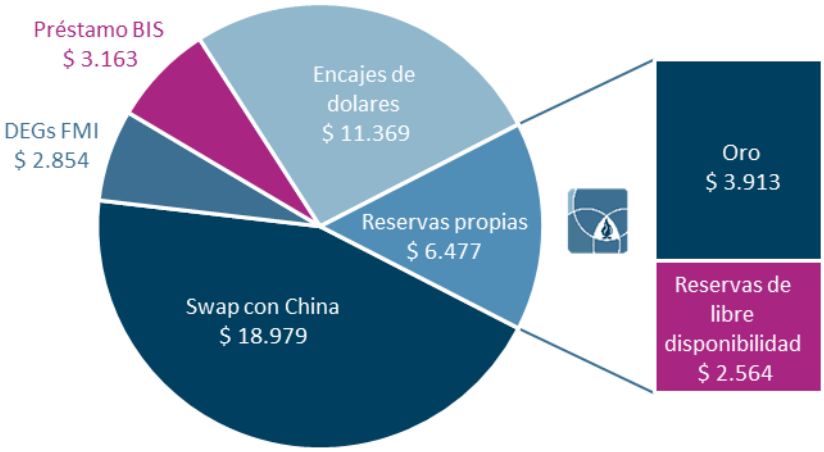
El ejercicio anterior queda más claro en la Tabla 2, donde se presentan las reservas brutas, y las reservas propias de libre disponibilidad. Sin embargo, si a ello se incorpora el oro, se obtienen las reservas que son propias del BCRA. Se podría agregar las participaciones del en los organismos internacionales, y por ende contar con los DEGs del FMI. Por último, si se activan las líneas de créditos, las reservas podrían alcanzar los u$s 31.473 millones.

Tabla 2 | Composición de las reservas internacionales del BCRA.
En millones de dólares al 31 de agosto del 2020

| | 31-ago | |
|---|---|---|
| **Reservas brutas** | $ | 42.842 |
| Swap con China (1) | $ | 18.979 |
| DEGs FMI (2) | $ | 2.854 |
| Préstamo BIS (3) | $ | 3.163 |
| Encaje en u$s (4) | $ | 11.369 |
| Oro (5) | $ | 3.913 |
| **Reservas propias de libre disponibilidad** (6) | $ | 2.564 |
| **Reservas propias** (6+5) | $ | 6.477 |
| **Reservas propias y participaciones**(6+5+2) | $ | 9.331 |
| **Reservas totales** (6+5+2+3+1) | $ | 31.473 |

**Fuente:** Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

Gráfico 11 | Composición de las reservas internaciones del BCRA.
En millones de dólares al 31 de agosto de 2020.




**Fuente:** Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

Con una demanda minorista por el cupo "solidario" de u$s 200 mensuales que aumenta mes a mes, la presión sobre el tipo de cambio es cada vez mayor. La cifra de dicha demanda para el mes agosto alcanzo los u$s 1.279 millones y viene creciendo. De continuar esta dinámica, el BCRA quedará podría quedar con reservas netas negativas. A fines del 2015, las reservas estuvieron en negativo, teniendo que acudir a reservas que ya no eran propias.

## 4.5. Tipo de cambio

Lo que se conoce como tipo de cambio, o más concretamente tipo de cambio nominal, es la tasa a la que puede intercambiarse moneda local por moneda extranjera. En Argentina es sinónimo de cuántos pesos se necesitan para comprar un dólar, ya que esta moneda extranjera es utilizada por los argentinos como reserva de valor y para realizar transacciones de inmuebles.

El mercado cambiario (también conocido como mercado de divisas) es aquel en el que se da el intercambio de moneda extranjera. La cotización o tipo de cambio se determina por la relación entre la oferta y la demanda de divisas. La oferta de dólares la constituyen:

- Exportaciones.
- Gasto de turismo extranjero en el país.
- Entradas de capitales, ya sean inversiones extranjeras directas en el territorio nacional o préstamos del extranjero tanto al sector público como al sector privado.
- Venta de Reservas Internacionales del BCRA.

Por su parte, la demanda de dólares está compuesta por:

- Importaciones.
- Gasto de turistas argentinos en el extranjero.
- Salida de capitales, demanda de dólares de las personas y empresas que desean comprar activos financieros foráneos, aunque sólo sea para mantener riqueza en billete estadounidense. Como se señaló anteriormente, la moneda elegida por los argentinos para ahorrar y para realizar transacciones inmobiliarias es el dólar estadounidense.
- Compra de dólares por parte del BCRA.

De lo anterior se deduce que un gran operador en el mercado cambiario es la autoridad monetaria. La intervención del Banco Central en el mercado de divisas define la política cambiaria. La política cambiaria determina el sistema cambiario que utiliza el país, y por sistema cambiario se entiende a cómo se establece el precio de la divisa extranjera. Los dos extremos en el abanico de posibilidades de política cambiaria serían: o bien mantener el tipo de cambio quieto (fijo) e intervenir cada vez que sea necesario en el mercado cambiario; o bien dejar completamente libre la moneda y que el tipo de cambio sea determinado por las fuerzas de oferta y demanda de divisas sin la intervención del banco central (flotante). Los regímenes cambiarios más utilizados en el mundo hoy en día son

"grises", son regímenes de tipos de cambio flexible (o flotante) pero controlados, generalmente entre bandas (flotación sucia). Sin embargo, el régimen más utilizado en el mundo durante el siglo pasado fue el sistema de tipo de cambio fijo[3].

Cuando la autoridad monetaria prohíbe el libre intercambio de capitales (divisas y demás activos financieros) se dice que establece un sistema de control de cambios. Muchos países, sobre todo los menos desarrollados, prohíben a sus residentes comprar activos extranjeros, como bonos, acciones y propiedades inmuebles, así como mantener dinero en cuentas bancarias en el exterior. También existen límites a la entrada de capitales. Estos controles se utilizan generalmente para evitar que, los rápidos movimientos en los flujos de capitales generen grandes desestabilizaciones financieras y profundicen períodos de crisis económica.

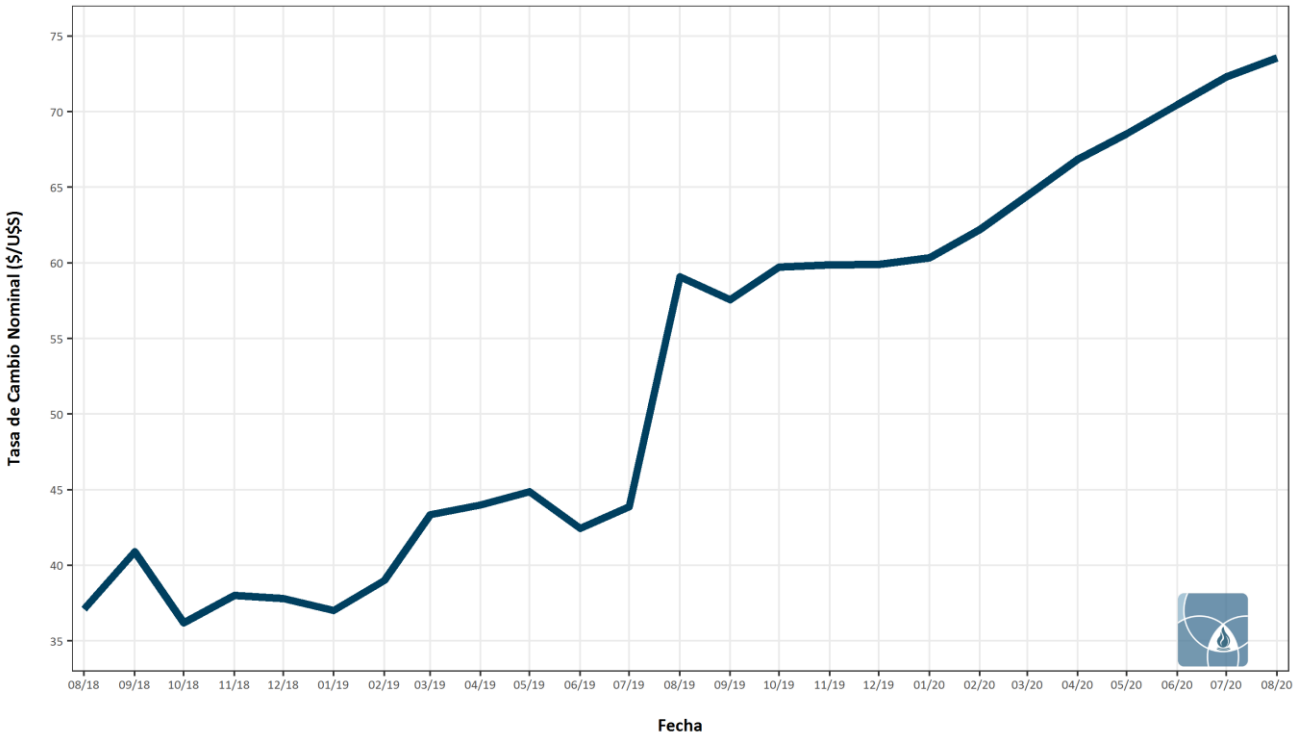
En particular, en Argentina, los controles de cambio se utilizan para evitar las famosas y reiteradas crisis de Balanza de Pagos. Los problemas crónicos inflacionarios empujan a una constante devaluación de la moneda para poder mantener cierta competitividad internacional. Esta devaluación constante de la moneda impulsa a los agentes económicos a demandar activos externos para preservar el valor de sus ahorros. Y esta demanda constante de divisa extranjera genera un drenaje permanente en las Reservas internacionales del BCRA. Cuando los agentes económicos ya no confían en las garantías que dispone el Banco Central, se incrementa la velocidad del flujo de salida de divisas hasta que se llega a un punto crítico en el que la moneda nacional se declara inconvertible al valor que venía siendo intercambiada. Allí el tipo de cambio tiene que necesariamente pegar un salto y es menester del BCRA restablecer las garantías para que el pueblo vuelva a confiar en la moneda nacional.

Por lo tanto, en Argentina se utilizan los controles de cambio para frenar la velocidad de salida de capitales. Sin embargo, en un mundo donde los avances tecnológicos marcan un ritmo de crecimiento exponencial, y donde las posibilidades son cada vez más globales y accesibles a todos, los controles deben ser cada vez mayores y más estrictos para poder ser efectivos.

En palabras de Sachs y Larraín (2002)[4]: "Si no se permite la compra legal de moneda extranjera para ciertos fines, o si el banco central raciona el tipo de cambio, tenderán a surgir mercados informales donde se intercambie moneda extranjera. Si el tipo de cambio del mercado negro está muy depreciado con relación al oficial, probablemente sea un indicativo de que el banco central no esté ofreciendo la suficiente cantidad de moneda extranjera al precio oficial. Y esto, a su vez, es una clara señal de que la moneda no es realmente convertible". Ese diferencial entre el valor oficial de la moneda extranjera y el valor de la misma en el mercado informal se conoce como brecha cambiaria. En el Gráfico 12, se aprecia la evolución del tipo de nominal de referencia.

[3] En la primera mitad del siglo pasado, las monedas más fuertes a nivel internacional mantenían una tasa de cambio fija que las hacía convertibles a oro. En la segunda mitad del siglo pasado, muchas monedas mantuvieron sistemas de tipo de cambio fijo convertibles a otras monedas que eran utilizadas como reservas en los distintos bancos centrales.
[4] J. Sachs & F. Larraín (2002):" La Macroeconomía en la economía global". 2da edición. Pearson Prentice Hall ed.

Gráfico 12 | Evolución del tipo de cambio de referencia, mayorista. Período agosto 2018 - agosto 2020




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al Ministerio de Economía y el BCRA

Además, como las posibilidades de intercambios financieros son cada vez mayores y se deben establecer controles para las distintas posibilidades, en Argentina conviven diferentes valores de tipos de cambio derivados. A su vez, cuando se imponen restricciones arancelarias al comercio internacional (bienes y servicios), lo que se hace es establecer un sistema de tipos de cambio diferenciados o múltiples.

Para consultar sobre las restricciones arancelarias en Argentina, puede consultar el artículo: La importancia de la agricultura en el desarrollo socio-económico

El problema no constituye una novedad para la economía argentina. Según Diamand (1983), los impuestos al comercio exterior y el establecimiento de tipos de cambio múltiples es una manera práctica de resolver los problemas de una estructura productiva desequilibrada del país donde el sector agropecuario es mucho más competitivo a nivel internacional que los sectores, industrial y de servicios. Por lo tanto, un sistema de tipos de cambio diferenciados genera una transferencia constante de capital desde los sectores agroexportadores a los sectores sustitutivos de importaciones. Desde una perspectiva global, podría pensarse que la competitividad del sector agroexportador financia el sostenimiento de unos sectores sustitutivos de importaciones que son incompetentes a nivel internacional.

En Argentina, actualmente coexisten un sistema de tipos de cambio diferenciados comercial y un sistema de control de cambios financiero, y en conjunto generan una diversidad de más de 15 valores de tipo de cambio diferentes según la transacción que se realice para comprar o vender la divisa extranjera.

El más usual es el tipo de cambio minorista, que es la cotización del dólar de referencia para los pequeños inversores o inversores minoristas; en las sucursales o entidades habilitadas y también a través del Home Banking. A este valor se lo conoce como dólar fantasma, ya que solo es posible verlo en las pizarras de cotizaciones, pero no es posible comprar dólar a ese valor.

Para poder comprarlo, al precio minorista se le debe sumar el 30% del impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS) y con las nuevas medidas tomadas por el banco central, también tributarán un 35% de ganancias quienes quieran comprar divisa extranjera de esta manera. Existe además un cupo mensual de compra de U$D 200 por persona (cepo cambiario establecido en octubre del año pasado luego de las elecciones presidenciales). Estas restricciones se aplican tanto sobre las compras realizadas con tarjeta en moneda extranjera, como sobre la adquisición de divisas para atesoramiento dentro del circuito oficial. Una vez calculados estos impuestos, surge otro valor que se conoce como dólar ahorro/turista.

En el mundo financiero se utilizan otras cotizaciones alternativas: el dólar MEP, para hacerse de divisas dentro del sistema financiero local a través de la compraventa de activos. Mediante una operación en la Bolsa o en el Mercado Electrónico de Pagos. Se compra un bono en pesos (AY24) y se vende posteriormente en dólares (AY24D). También está el dólar contado con liquidación (CCL), que por la misma vía habilita a acceder a dólares depositados en el exterior. Funciona igual que el dólar MEP, pero la diferencia es que en esta operación se utilizan bonos que cotizan en el extranjero y los dólares, por lo tanto, quedan en el extranjero. Por eso también se lo llama dólar fuga.

Como señalamos previamente en el informe, la existencia de controles de cambio financieros determina la creación de un mercado paralelo ilegal de la divisa extranjera. A la cotización del dólar en el mercado informal se la denomina dólar blue. Es una cotización de referencia porque representa el valor de la moneda extranjera sin restricciones (libre).

Sumadas a estas cotizaciones financieras, también se pueden tomar coberturas de dólar a futuro: Las cotizaciones de dólar futuro surgen de la percepción que tienen los diversos agentes del mercado de lo que valdrá el peso argentino en el corto y mediano plazo. Actualmente se transa en ROFEX, donde se pueden encontrar las cotizaciones de la divisa hasta dentro de un año.

Tras la aprobación de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública (N° 27.541), el sistema de tipos de cambio diferenciados diagramado por los distintos impuestos al comercio exterior define una gran variedad de valores para la moneda extranjera:

- Tipo de cambio mayorista: Requiere una operación mínima es de 1 millón de dólares. Es la cotización que el BCRA utiliza para cobrarle a los bancos privados, sólo se utiliza para operaciones entre bancos, empresas y el comercio exterior. Por su volumen es muy significativo para la economía, sólo pueden acceder los importadores y el propio BCRA. Es al tipo de cambio mayorista al que se le aplican las distintas retenciones para generar el sistema de tipos de cambio múltiples antes mencionado.
- Dólar soja: Para los productores del complejo oleaginoso, desde el grano a los derivados industriales, como aceites, harinas y residuos, la normativa prevé una retención de 33%.

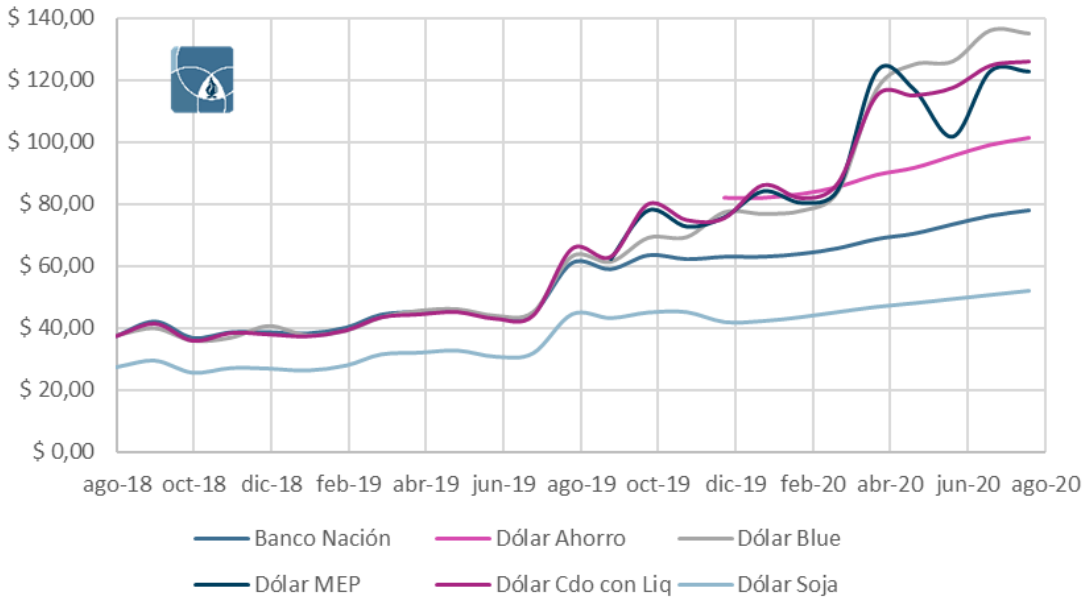
- Dólar cereal: Para otros cultivos relevantes, como trigo, girasol y maíz, el derecho de exportación es del 12%.
- Dólar carne/leche: Se aplica una retención de 9%. Esta percepción abarca a todos los cortes de carne, animales vivos, pescados, productos lácteos, cabellos, cerdas y tripas, plumas, otros subproductos animales, harinas y sémola, grasas, maní, leña y carbón, madera, lana y algodón.
- Dólar Vaca Muerta: En esta área se decidió bajar las retenciones a las exportaciones de petróleo, de 12 al 8%. También incluye a exportaciones mineras.
- Dólar servicios: Cada dólar exportado por servicios y manufacturas industriales tributa un 6,7%.
- Dólar de economía regionales o dólar cereza: La alícuota para los productos agroindustriales de las economías regionales no podrá superar el 5%, según la nueva ley.
- Dólar Netflix: Es el dólar que se paga por servicios de *streaming*. Para estos servicios digitales en moneda extranjera la alícuota será del de 8%. Esto aplica a las plataformas de música y series, como Netflix y Spotify, o de alquileres, como Airbnb.

En el marco de la pandemia mundial COVID-19, con una caída estrepitosa de la producción y el ingreso, el incremento de emisión monetaria y el drenaje constante de reservas internacionales, originan mayores expectativas de devaluación del peso.

En el contexto actual, en el que la brecha entre el dólar oficial y el dólar libre se hace cada vez más grande, es indefectible pensar que la situación concluye en un salto del tipo de cambio oficial. En todo caso, la pregunta verdaderamente relevante es cuándo sucederá eso. El problema es que ese salto implicará una aceleración de la inflación. Además, el otro riesgo de sostener una brecha cambiaria superior al 100% es el de una caída libre de la demanda de dinero. Ya el peso no se demanda para ahorrar, pero si dejara de utilizarse también para las transacciones el resultado sería uno conocido por todos los argentinos, la hiperinflación.

En el Gráfico 13 se presentan los principales tipos de cambio, hasta el 31 de agosto del 2020 inclusive. Por otra parte, en la última sección de este informe se evalúa el comportamiento más actual con las nuevas restricciones implementadas por la autoridad monetaria. En dicho gráfico se cómo impactan las diferentes medidas que se fueron tomando, en primer instancia septiembre de 2019 con el límite de compra de u$s 10.000 donde empieza a ser relevante la cotización del dólar MEP. Luego en octubre el límite de compra se reduce a u$s 200, lo que provoca un salto en los dólares alternativos. Y el surgimiento a partir de diciembre del dólar “solidario” con la implementación del impuesto PAIS.

Gráfico 13 | Evolución de los tipos de cambio más representativos. Período agosto 2018 - agosto 2020.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al BCRA

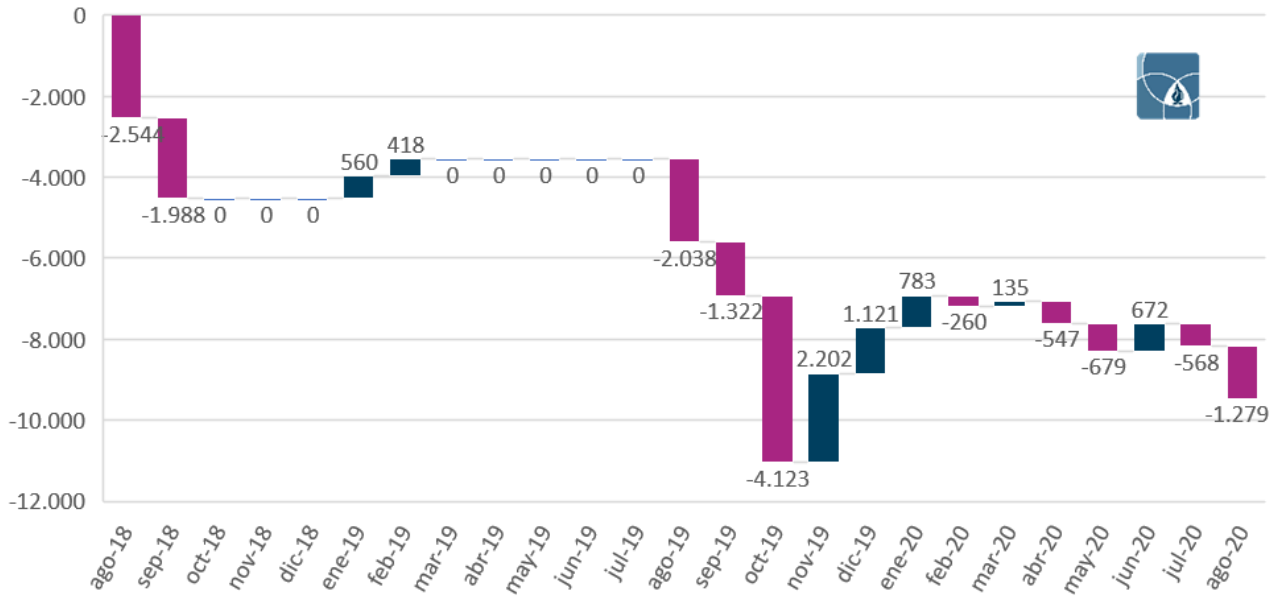
## 4.6. Demanda de dólares

La demanda de dólares, se encuentra en un punto, que ni el saldo positivo de la balanza comercial llega a cubrirlo. El saldo neto negativo se acumula, en lo que va del año, por compra de divisas este alcanzo a los u$s 1.742 millones, pero que solo en julio y agosto presento un saldo negativo por u$s 1.847 millones.

El Gráfico 14 se presenta todo el período de análisis considerado en este informe, tomando como inicio (cero) agosto de 2018, cuando las Reservas Internacionales alcanzaban los u$s 57.828 millones; hasta agosto de 2020, donde las mismas disminuyeron al nivel de u$s 15.154, siendo que el 62% de esa caída lo explica las ventas de divisas.

Aquí también se pueden apreciar las causas y consecuencias de las medidas tomadas para el control del tipo de cambio, en septiembre, octubre y diciembre de 2019. Si bien el mes de agosto implico la mayor caída de reservas por compras de divisas en lo que va del 2020, no alcanza a los niveles mensuales de demanda después de las PASO. Sin embargo, cuando se aprecia la trayectoria post-PASO, a pesar de todas estas restricciones aplicadas, la cantidad de dólares que compra el sector privado no financiero fue creciendo en lo que va del año. De hecho, el acuerdo con los acreedores por la renegociación de la deuda, no parece haber tenido efecto al menos en este aspecto.

Gráfico 14 | Saldo neto mensual de compra/venta de divisas por parte del BCRA. Período agosto 2018 - agosto 2020, los aumentos/disminuciones son acumuladas desde agosto de 2018.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al BCRA

# 5. Sector privado

En cuanto al sector privado se examinará el nivel y la evolución de los préstamos y depósitos del mismo, como así también el nivel y evolución de las tasas de interés. Para ello es importante contar con algunos conceptos previos.

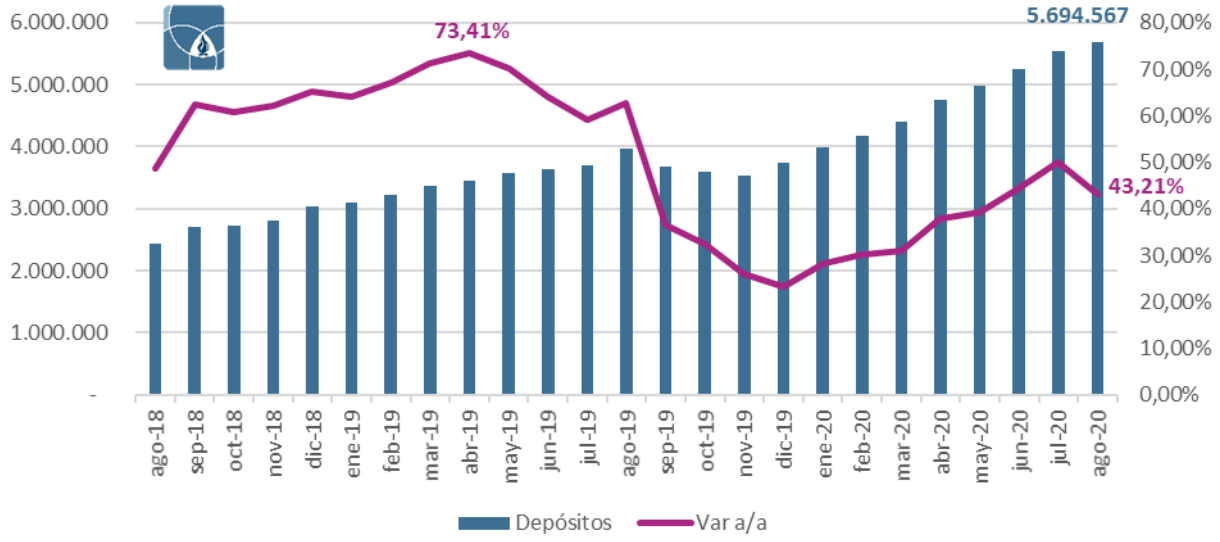
- Los depósitos a plazo fijo son operaciones financieras comúnmente utilizadas por el público en general, dado su bajo nivel de complejidad y acceso a este tipo de inversión. Consisten en inmovilizar recursos monetarios por un cierto período en un banco, el cual hará uso de los mismos para posteriores 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.
- La tasa BADLAR es la tasa promedio pagada por depósitos a plazo fijo de más de $1.000.000 o dólares estadounidenses que publica diariamente el Banco Central de la República Argentina (BCRA) concertadas a 30-35 días de plazo.
- La tasa de política monetaria, es la tasa de referencia que utiliza la autoridad monetaria para indicar su sesgo de política con el fin de alcanzar sus metas de inflación, actualmente es la tasa de las LELIQ.

## 5.1. Préstamos y depósitos del sector privado

Los préstamos al sector privado están crecimiento en los últimos 2 años, aunque el nivel se ubica por debajo del crecimiento de los depósitos del mismo sector en el sistema financiero.

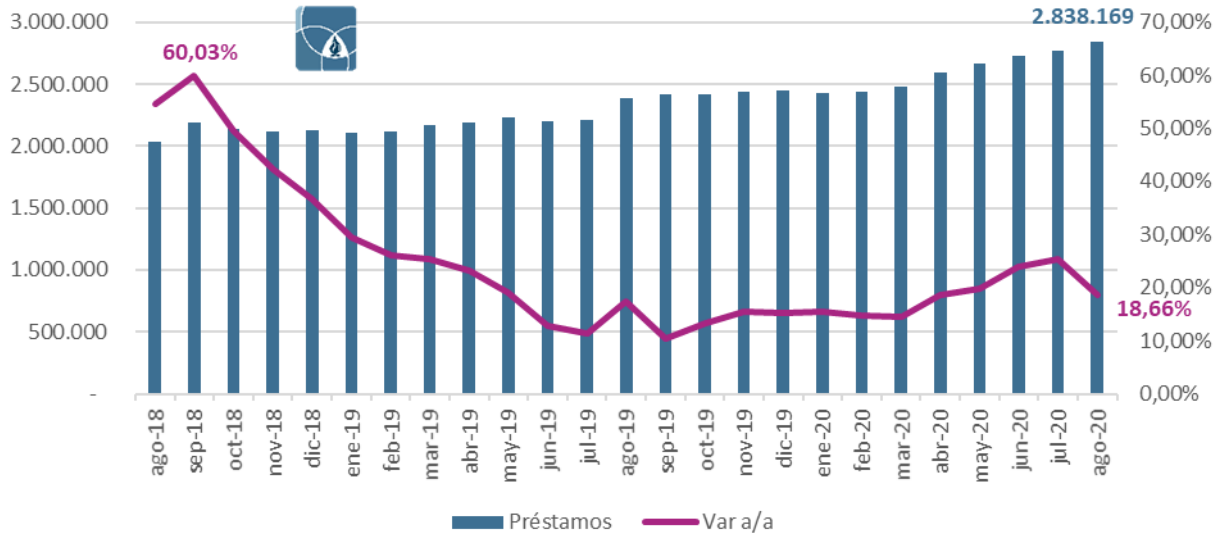
La brecha entre depósitos y préstamos viene creciendo y en forma más sostenía desde la asunción de las actuales autoridades nacionales El único momento donde se achica se da entre las PASO de agosto de 2019 y diciembre de 2019. La disminución de la brecha no es producto de un incremento en los préstamos, sino que se explica por la caída de depósitos de los ahorristas que decidieron sacar sus activos del sistema financiero ante la incertidumbre que provocaba un cambio de gobierno. Al respecto, El Gráfico 12 muestra el comportamiento de los depósitos, en tanto el Gráfico 16 detalla la evolución de los préstamos.

Gráfico 15 | Depósitos del sector privado y variación interanual. Período agosto 2018 - agosto 2020. En millones de pesos.




**Fuente:** Observatorio Económico Social | UNR en base al BCRA

Gráfico 16 | Préstamos al sector privado y variación interanual. Período agosto 2018 - agosto 2020. En millones de pesos.




**Fuente:** Observatorio Económico Social | UNR en base al BCRA

En la actualidad. el aumento de los depósitos se explica por el impacto positivo que tuvo el incremento de la tasa de los plazos fijos y por la dificultad de comprar moneda extranjera de parte de los ahorristas. Por el lado de los préstamos, su variación interanual es positiva: comenzaron a crecer desde el punto más bajo, que fue en agosto de

2019, cuando la coyuntura electoral provoco incertidumbre principalmente por las medidas económicas que el próximo gobierno podría implementar.

## 5.2. Tasas de interés

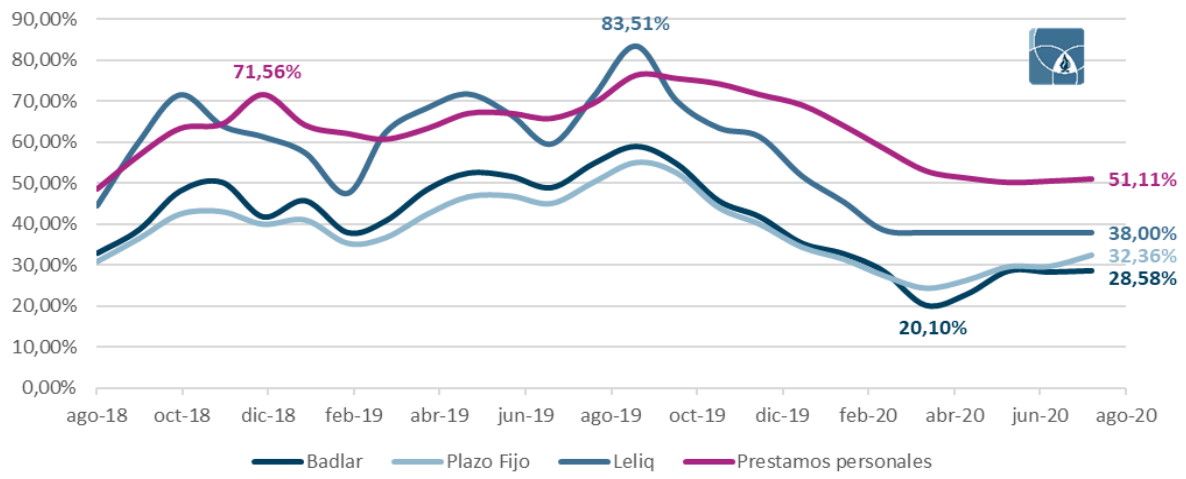
El Gráfico 17 permite observar el comportamiento de las principales tasas de interés. Hasta el 8 de agosto de 2018 la tasa de política monetaria corresponde al centro del corredor de tasas de interés de los pases a 7 días de plazo. A partir del 8 de agosto de 2018, la tasa de referencia de la política monetaria pasa a ser la de Letras de Liquidez (LELIQ). Finalmente, a partir del 1° de octubre de 2018, la tasa de política monetaria queda definida como la tasa promedio resultante de las operaciones diarias de LELIQ con las entidades financieras.

Como puede observarse, en octubre de 2018la tasa de LELIQ trepa hasta más de 70%, con origen en la falta de confianza en el periodo pre-electoral que elevo la inestabilidad de los mercados. Lo anterior, se ve reflejado en la tasa de LELIQ, que exhibe un pico de 85% en septiembre de 2019, una vez que se dio a conocer el resultado electoral.

Desde el 10 de marzo la tasa de referencia se encuentra fija en 38% anual. En tanto que la tasa de plazos fijos viene registrando un aumento, debido a la intervención del Banco Central, que a partir del 1° de junio elevo la tasa mínima para remunerar a las imposiciones en plazos fijos al equivalente a 79% de la tasa de política monetaria LELIQ, (téngase en cuenta que antes de la intervención, la ratio era de 70%). El punto de esta medida, es disminuir la presión sobre la divisa estadounidense, tal como se mostró en el apartado anterior.

En conjunto, se observa una marcada estabilidad entre las cuatro tasas de interés seleccionadas en los últimos meses del 2020. Si se tiene en cuenta el nivel de aumento generalizado de precios que, por ejemplo, registró un aumento mensual del 1,9% en julio; y se calcula la tasa neta mensual de cada serie, se estaría en presencia de tasas positivas en todos los casos. Por ejemplo, la TEM de julio para plazo fijo alcanzo 2,19%. Que la tasa sea positiva, implica que en realidad no solo se está manteniendo el poder adquisitivo de la moneda, sino que también se está obteniendo un beneficio. En este caso, de 0,28% mensual.

Gráfico 17 | Evolución de tasas de interés seleccionadas. Período agosto 2018 - agosto 2020.
En porcentaje.



**Fuente:** Observatorio Económico Social | UNR en base al BCRA

# 6. Nuevas medidas

El 15 de septiembre de 2020 se producen dos hechos muy importantes que van a ser determinantes en el futuro económico argentino. Por un lado, se presentó el proyecto de presupuesto público nacional para 2021 y por otro las autoridades del banco central anunciaron nuevas de restricción al mercado cambiario lo que rápidamente se empezó a conocer como: súper cepo o cepo reforzado.

Por el lado del Proyecto de Presupuesto que el congreso debatirá los principales puntos son:

- Inflación de 29%,
- Dólar de $ 102,40 a fin de año,
- Crecimiento de 5,5% del PBI
- Déficit fiscal en torno al 4,5%.
- Superávit de la Balanza Comercial por u$s 15.087 millones

Bajo este contexto, y con un ritmo de devaluación del 25%, por debajo de la inflación y de las presiones que vienen sufriendo las Reservas Internacionales; se establecieron nuevos controles sobre el tipo de cambio, que ajustan por cantidad y por precio, este último por vía impositiva. A continuación, un breve resumen de las medidas:

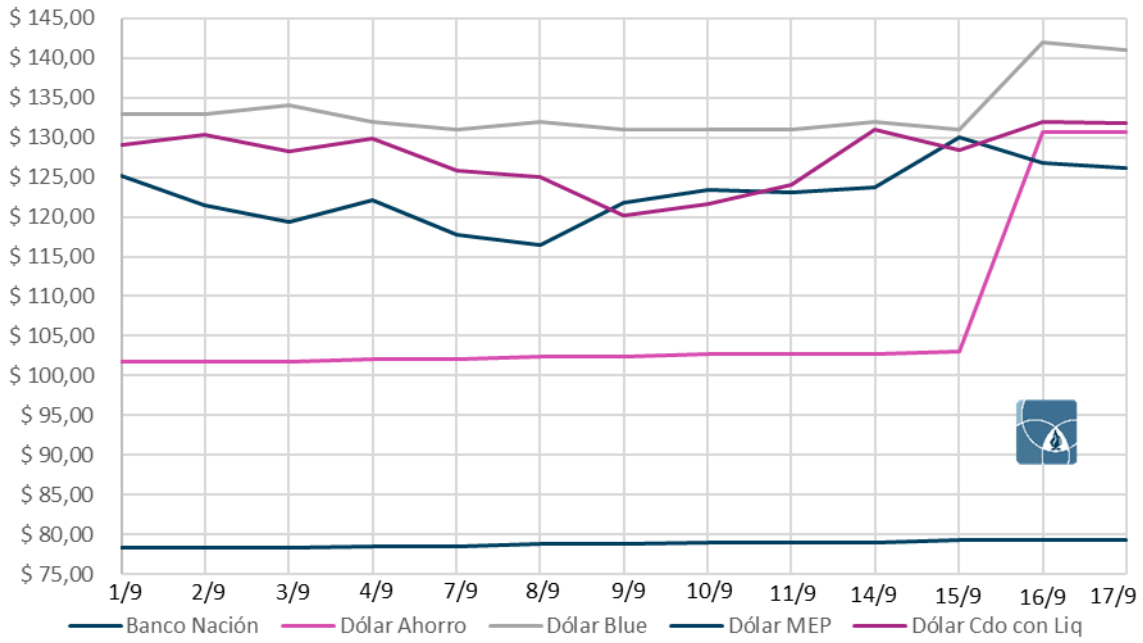
- Retención del 35% a cuenta del impuesto a las ganancias y bienes personales. Esto implica que cuando una persona compre dólares, además del pago del impuesto PAIS, se tendrá en cuenta dicha retención, por lo tanto, ubica al dólar en los $130 (79,25*1,65), tomando como referencia la cotización del día 17/9/2020.
- Consumos con tarjeta de crédito y débito se deducirán del tope de los u$s 200. Si bien no habrá un nuevo cupo sobre los gastos en tarjeta (actualmente son u$s 3.000 para individuos por mes), esos consumos disminuirán el monto de dólares que se podrán adquirir. En caso de que el consumo en tarjeta supere los u$s 200 se tomará a cuenta del cupo de los meses siguientes.
- Prohibición de compra de dólares a quienes son beneficiarios de planes sociales y quienes no tengan ingresos declarados.
- Limite al acceso de dólares para el pago de deudas corporativas. El Banco Central dará acceso hasta el 40% de dólares de deudas que se venzan y las compañías deberán refinanciar el resto como mínimo dos años, o pagando con dólares en el activo de la compañía o comprando dólares financieros.
- Eliminación del "parking". Las personas físicas no deberán mantener un tiempo determinado los bonos necesarios para vender dólares en la bolsa.

Este conjunto de medidas [link] vienen a intentar ajustar el mercado cambiario por precio (no con un elevado ritmo de devaluación) y por cantidad, demostrando que las reservas disponibles por el Central, son escasas para seguir haciendo frente a la demanda de las personas. La dinámica cambiaria, tal y como se abordó en el informe, era

insostenible en el largo plazo. A mediados de septiembre el saldo negativo de compra de divisas alcanza los u$s 979 millones.

En Gráfico 18 se recopilan las cotizaciones de los diferentes tipos de cabio, desde el primer de septiembre. Se puede detectar una leve tendencia bajista dada por el canje exitoso de la deuda, y se extiende hasta la cotización de los nuevos bonos que comenzó el 10/9. Y por otro lado el efecto de las medidas tomadas el 15/9, que tuvieron un impacto inmediato en el dólar blue.

Gráfico 18 | Evolución de los principales tipos de cambio. Período desde el 1/9/2020 al 17/9/2020.




Fuente: Observatorio Económico Social | UNR en base al BCRA

Si bien la recesión que provoca el coronavirus es generalizada, Argentina venia en una tendencia recesiva, con un déficit fiscal pronunciado, y con una presión sobre el tipo de cambio muy alta, que están generando condiciones muy adversas para enfrentar la coyuntura. El tiempo dictaminará si este conjunto de medidas fueron las adecuadas, si sirvieron para ganar tiempo en la generación de confianza, o si solo fueron un intento inocuo por impedir una devaluación antes de los últimos meses del año. El comportamiento del saldo comercial será fundamental para el sostenimiento del nivel de tipo de cambio.