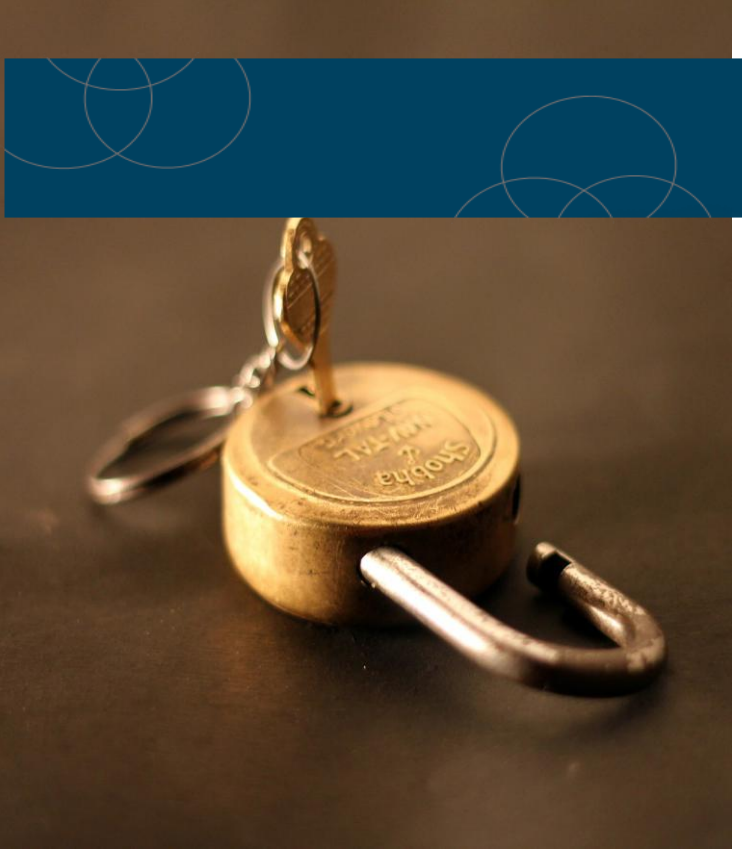


Informe Mensual de Política Monetaria

Julio 2015

OBSERVATORIO
ECONÓMICO SOCIAL UNR

Título: Informe de Política Monetaria | Julio 2015
Informes del Observatorio UNR. N° 18
Informe de coyuntura N°9 – diciembre de 2015

Autor:
- 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: Inflación, Déficit, Elecciones
- Clasificación JEL: E58, F31

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

Universidad Nacional de Rosario (UNR)
- Rector: Héctor Floriani
- Vicerrector: Fabián Bicciré

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

OBSERVATORIO
ECONÓMICO SOCIAL UNR

Cómo citar

Tessmer, G. A. (2015). Informe Mensual de Política Monetaria | Julio 2015 (Informes del Observatorio UNR N.º 18; Serie Informes de Coyuntura N.º 9). Observatorio Económico Social, Universidad Nacional de Rosario. https://hdl.handle.net/2133/17512

Nota sobre esta versión

Esta es una versión revisada del informe publicado originalmente en diciembre de 2015. 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 actualizaron los enlaces que apuntaban al sitio anterior del Observatorio; se agregó el bloque «Cómo citar» con la referencia normalizada y el enlace permanente; se explicitaron las autoridades de la Universidad correspondientes a la fecha del informe; se reordenaron los logotipos institucionales de la diapositiva de datos; y se incorporó la página personal del autor en la línea de autoría.

Revisión del 21 de septiembre de 2026, a cargo del 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

- Tras la desaceleración que se venía registrando en los dos últimos años, la expansión de **base monetaria** parece estar acelerándose nuevamente. En lo que va del año, se registra un aumento anual promedio del 31,74%, muy por arriba del registrado en el año pasado, situado en torno al 20,14%.
- Debe tenerse en cuenta que durante todo 2014, los mayores crecimientos interanuales del agregado ocurrieron en los meses correspondiente al segundo semestre del año pasado. Con un **déficit fiscal** en sincero auge, una **inflación** que opera por arriba del 25% anual, y un contexto de **año electoral** que presiona por mayor gasto público, no resulta probable que esta tendencia se revierta en los meses siguientes.

- En el informe monetario anterior, surgían dudas sobre el comportamiento de la máxima autoridad monetaria con respecto a la esterilización de los saldos sobrantes de dinero, que pujan por una mayor alza en el nivel generalizado de los precios. En el mes de julio, no solo se consolida un salto considerable de la base monetaria (un crecimiento del 39,95% interanual, sino que parte de este saldo se explica por la compra de **letras** por parte del central y las **operaciones de redescuentos**. Así, el stock de letras de este mes se ubica en los $355.880M; con la tasa de crecimiento interanual mas baja del año, un ratio del 57,80%

- A fines de julio, el **swap firmado con China** ya alcanza un 75% de su ejecución, Traducido a números, a principio de mes u$s 8.247M de reservas corresponden a los saldos obtenidos por ese instrumento. Es decir, una proporción del 24,36% del total de las mismas.

- Con respecto al crecimiento de los préstamos al sector privado, es de esperar que éstos se vayan acelerando al aproximarse las elecciones. Ya sea por una expectativa de desvaluación (que a la fecha ya sabemos que ocurrió) o por una mayor tasa de inflación, resulta lógico que los agentes tomen préstamos como mínimo, como medida precautoria. En este mes se han creado $12.892M por este rubro.

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 ($\mathbf{M_0}$).
- Las reservas que los bancos privados mantienen en el banco central (R).

Analíticamente:

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

Los restantes agregados monetarios se definen por su nivel de liquidez, es decir, por la facilidad en que pueden convertidos en $\mathbf{M_0}$. De esta forma, se tiene que:

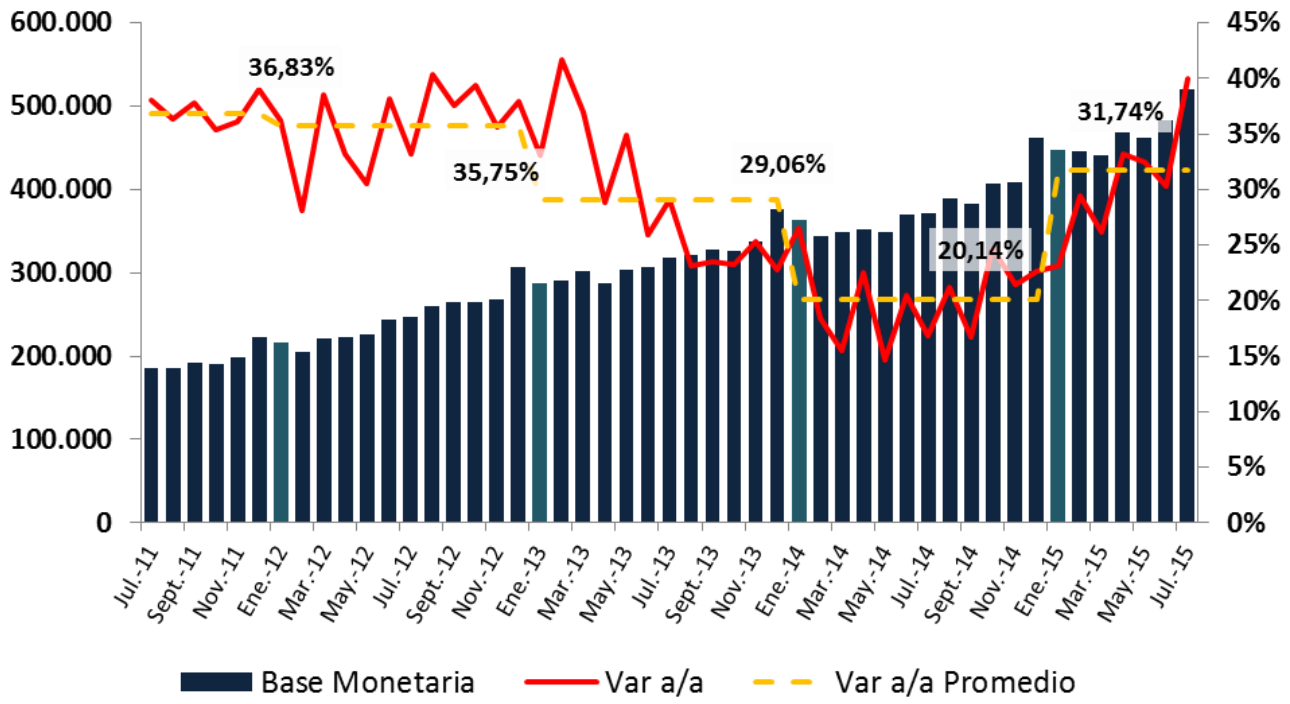
- $\mathbf{M_1}$ se constituye por la suma de los depósitos corrientes de los ciudadanos y $\mathbf{M_0}$.
- $\mathbf{M_2}$, adiciona a $\mathbf{M_1}$ la suma de los depósitos a corto plazo -generalmente a un año- que los ciudadanos tienen en el sist. financiero.
- $\mathbf{M_3}$, adiciona a $\mathbf{M_2}$ los depósitos a más largo plazo.

El multiplicador monetario ($\boldsymbol{\phi}$) 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: $\boldsymbol{\phi} = \frac{\mathbf{M_1}}{\boldsymbol{MB}}$

[1] Al imputarse los valores de julio, el promedio anual de crecimiento de la base monetaria se expande con respecto al mes anterior en un 1,08%; situándose en un ratio del 31,74%

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



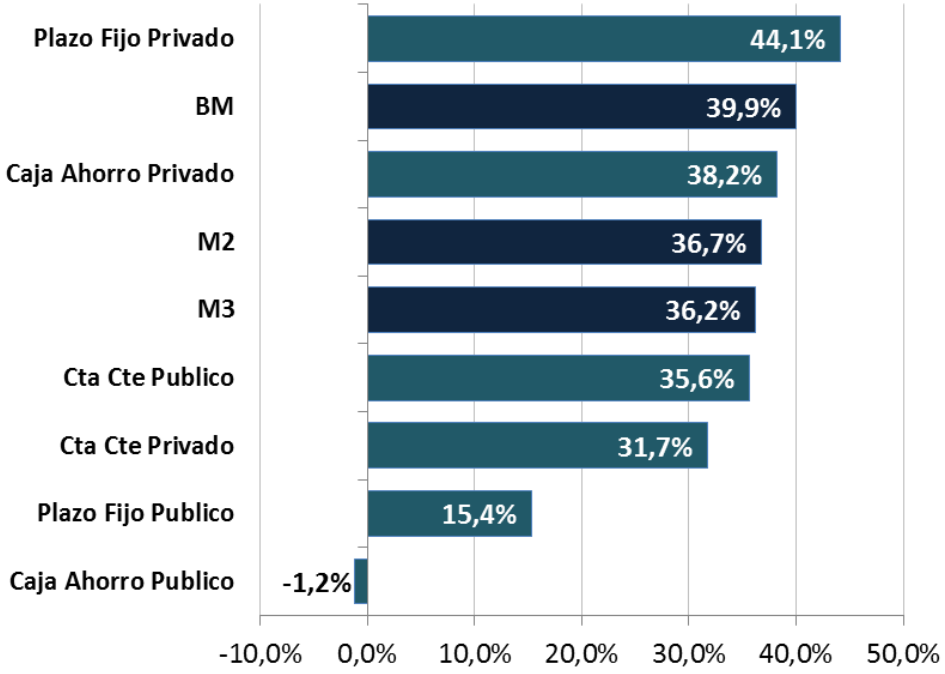
- Al finalizar el mes de julio, la **base monetaria** se sitúa en torno a los $520.170M. Como puede observarse en el gráfico, el crecimiento puntual de este mes ha sido uno de los mas altos de la serie, mostrando un aumento interanual del 39,95%, situado muy por arriba de la tasa de crecimiento anual. De hecho, la tasa de crecimiento semanal promedio de la **circulación monetaria** ha sido del 1,15%. Esto quiere decir que –en promedio- por cada $100 pesos que circulan en la economía, se han acuñado (impreso) $1,15 adicionales por semana, en el transcurso del mes de julio.

- 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 LEBACs), 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**.

- Las mediciones privadas que capta el **IPC Congreso,** muestran a julio de este año un aumento interanual del 27,15%. En otras palabras, tras la fuerte devaluación de fines de enero de 2014 y su consecuente traslado a precios, la tasa de inflación vuelve a situarse en el piso histórico obtenido previo a la medida cambiaria.

[1] El aumento de la base monetaria no tiene su correlato en los depósitos de mayor plazo.

Principales agregados monetarios.
Var interanual a Julio de 2015.



- Por definición, el aumento de la **base monetaria**, impulsa el piso de crecimiento de los restantes agregados monetarios. Sin embargo, ni **M2** ni **M3** han aumentado en la misma proporción. En otras palabras: en conjunto, al aumento de los saldos de dinero no le ha seguido proporcionalmente un aumento en las colocaciones de depósitos de plazos más largo plazo. En conjunto, este comportamiento se explica por el desempeño del sector público.

- Desde el punto de vista del **sector privado**, el boom de los plazos fijos, que se viene observando fuertemente desde abril de éste año, se sigue manteniendo. Junto a este fenómeno, a fines de julio la autoridad monetaria aumentó en un punto porcentual la tasa para operaciones de plazo fijo con plazos menores a los 90 días y más allá de ese nivel para plazos mas largos. De esta forma, se ha registrado un fuerte aumento de los **depósitos a plazo fijo**, los que se sitúan en los $ 382.233M, exhibiendo un crecimiento interanual del 44,1%

- Considerando ahora las colocaciones del sector público, los **depósitos en caja de ahorro** son el único rubro que exhibe una tasa de crecimiento interanual negativa, del 1,2%. Tras la abrupta caída registrada a principios de año, y la posterior recuperación a lo largo del primer semestre, el monto de los depósitos volvió a declinar hasta situarse en los $17.042M. Caso contrario, los **depósitos a plazo fijo** venían declinando desde el mes de febrero mes a mes, pero en julio obtuvieron una mejora que los situaron en un nivel de $86.069M, con un crecimiento interanual del 15,4%.

2. Factores de expansión

Conceptos y Referencias

- **Adelantos Transitorios** Mecanismo de financiamiento por el que el BCRA puede otorgar adelantos al tesoro hasta una cantidad equivalente al 12 % de la base monetaria. Asimismo, se puede otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el 10 % de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional haya obtenido en los últimos doce meses. Los mencionadas adelantos deberán ser reembolsados dentro de los 12 meses de efectuados. En caso de incumplimiento se anula el mecanismo hasta que se efectúe el reintegro.

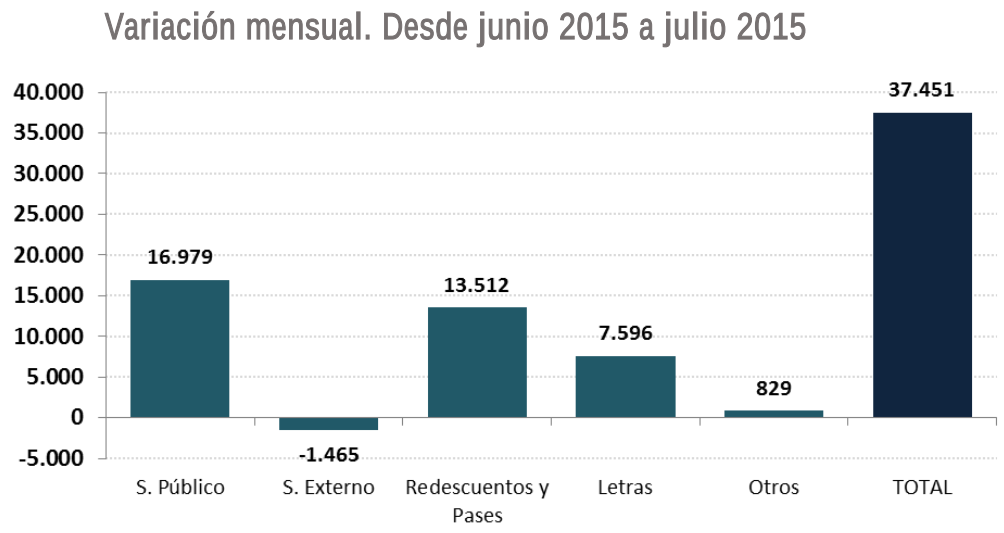
- También se contempla un **mecanismo con carácter excepcional**, donde podrán otorgarse adelantos transitorios por una suma adicional equivalente a, como máximo, el 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos 12 meses. Esta facultad excepcional podrá ejercerse durante un plazo máximo de 18 meses. Cumplido ese plazo el Banco Central de la República Argentina no podrá otorgar al Gobierno nacional adelantos que incrementen este último concepto.

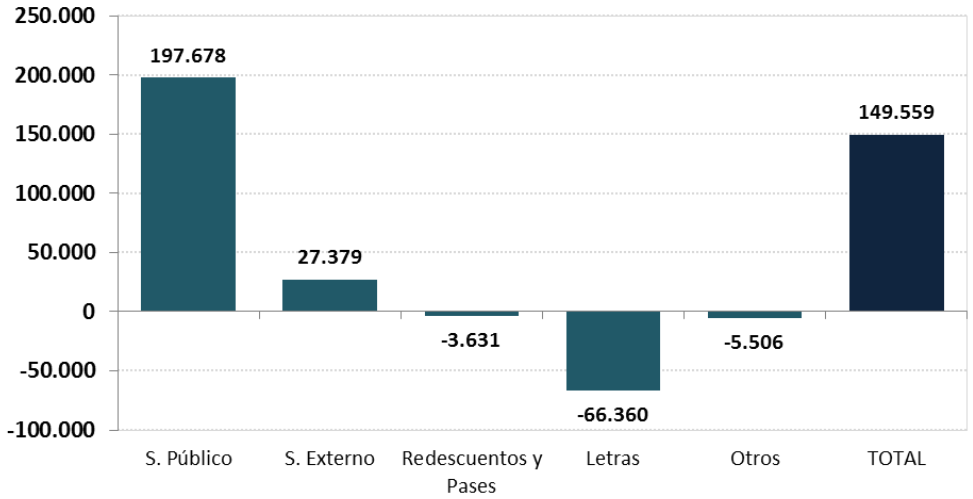
- **Transferencias de las utilidades del BCRA**. Cuando la entidad monetaria obtiene un resultado económico positivo, por lo general debido a la revalorización de los activos en dólares del BCRA, estas son transferidas al SPNF. Un dato importante a tener en cuenta es que la ley indica que cada año el gobierno nacional solo puede disponer de las utilidades acumuladas por el BCRA correspondientes al año anterior.

- Las **Letras del Banco Central (LEBAC)**, son títulos de corto plazo que licita la autoridad monetaria los martes de cada semana. Se emiten con descuento: al adquirirse tienen descontados los intereses del valor de la emisión, amortizando la totalidad del capital al vencimiento y por ende, sin realizar pagos de interés.

[2] En este mes, la política monetaria se ha mostrado netamente expansiva

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





- Tal como venimos mostrando en informes anteriores, el financiamiento al **sector público** continúa siendo el principal factor que explica la expansión de la **base monetaria**. Durante 2015 se ha emitido por este rubro un total de $61.001M para financiar al gobierno nacional, de los cuales aproximadamente el 28% corresponden exclusivamente al mes de julio. Es decir, una cifra de $16.979M.

- 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 julio, el total emitido por este ítem fue de $28.702M. Sin embargo, el comportamiento puntual de este mes no ha buscado esterilizar el sobrante de shock sino que, por el contrario, el central ha absorbido títulos públicos por un total de $7.596M. Lo mismo ocurrió fundamentalmente en materia de **pases**, mecanismo por que se inyectó $13.491M a la base monetaria.

2. Préstamos al Sector Público

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

Año	Déficit global sin BCRA	Transf. Utilidades	Adelantos Transitorios		Letras Intrasferibles	
			Stock al 31/12	Incremento Anual	Stock al 31/12	Incremento Anual
2012	-63.791	8.227	127.730	60.650	164.703	53.155
2013	-99.359	34.881	182.600	54.820	0	-166.648
2014	-189.560	79.840	251.450	68.800	460.498	116.461
7M 2015	-143.801	36.070	282.350	30.900	512.668	52.170

Nota: La última fila muestra valores acumulados durante el año. En este caso 7M indica el acumulado de siete meses. Para los stocks de esta fila se toma como referencia el último día del último mes en el acumulado, en este caso julio.

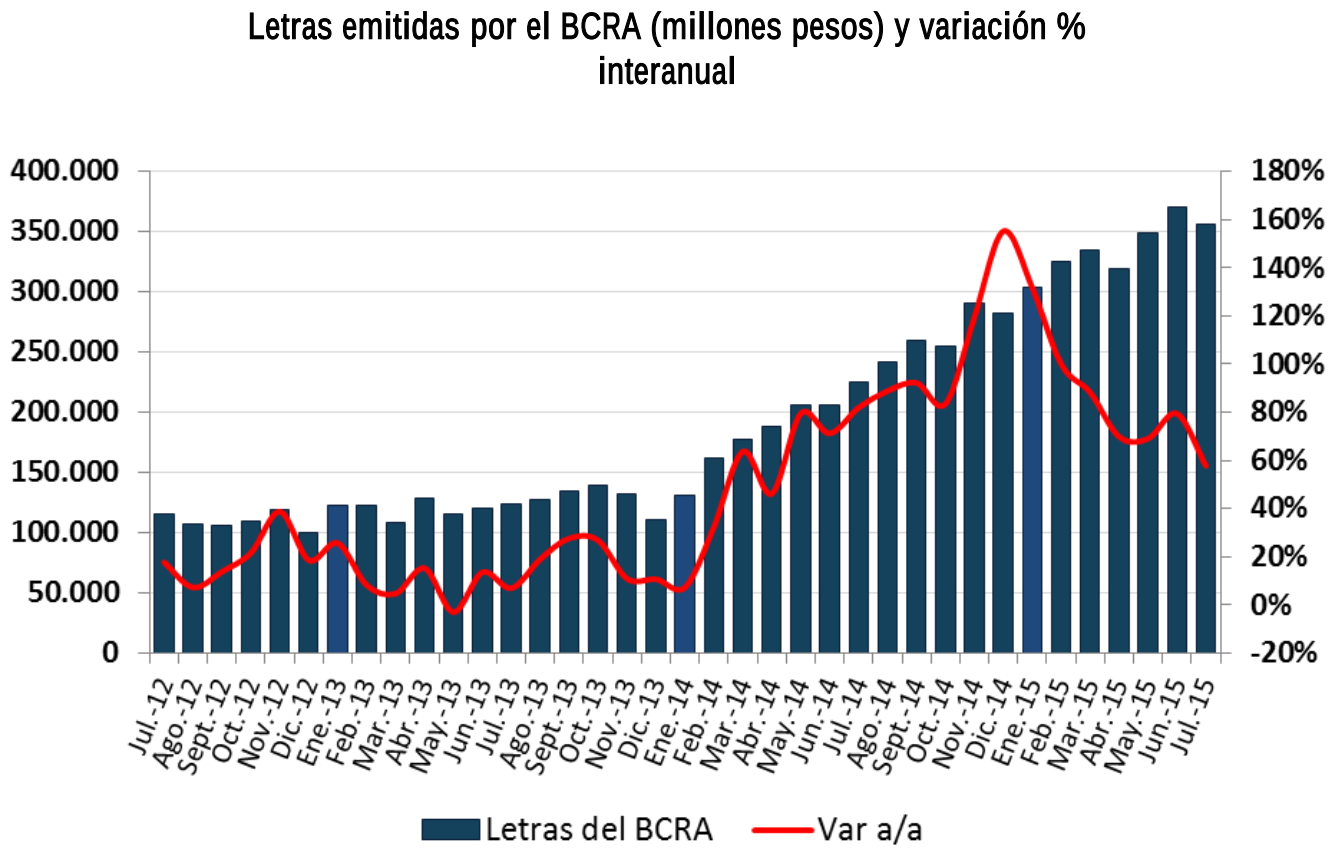
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon y BCRA

- 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 SPNF asciende a los $143.802M, un 75% de lo alcanzado el año pasado. El dato es preocupante, porque es en el mes de diciembre de cada año donde el sector público ve aumentar fuertemente su déficit. Por ejemplo, la proporción del déficit de diciembre de 2014 con respecto al total del año fue del 16,84%; en tanto que para 2013 fue del 29,73%

- Como ya habíamos adelantado en nuestro informe anterior, el **mecanismo de trasferencias de utilidades** se activó fuertemente a partir del mes de mayo, cuando dio un salto brusco del 1036% con respecto al acumulado del año anterior. Si bien el nivel de transferencias por $36.070M es bajo en proporción al total del año anterior, nada parece indicar que no se vuelva a agotar el mecanismo como los años anteriores.

- Menos volátil que el anterior, los **adelantos transitorios al gobierno nacional** y las **colocaciones de letras** en lo que va del año vienen mostrando un crecimiento interanual promedio situado alrededor del 41%. De esta forma, el primer rubro acumula en lo que va del año $282.450M; en tanto que las letras intransferibles suman $512.668M.

[2] El stock de letras en la economía se retrotrae con respecto al mes anterior.



- Tal como habíamos adelantado en nuestro informe anterior, a la luz de la información disponible resultaba prematuro hablar de un quiebre de tendencia en la variación interanual de las **letras**. Si bien estas siguen operando a un nivel alto, debido a la absorción ya sea de liquidez nueva o de saldos cancelados de letras de corto plazo que vuelven a entrar en el mercado; a fines de julio la tasa de crecimiento interanual es la mas baja del año con un ratio del 57,80%

- De esta forma, y en sintonía a los factores que explican la expansión de la base monetaria, el **stock de letras** se ubica en los $355.880M.

3. Balance del BCRA

Conceptos y Referencias

- Las **reservas internacionales** son los recursos financieros en divisas con los cuales cuenta un país para garantizar los pagos de los bienes que importa y el servicio de la deuda, así como para estabilizar la moneda. Una sólida posición en reservas internacionales fortalece la capacidad de pagos externos y disminuye el riesgo soberano.

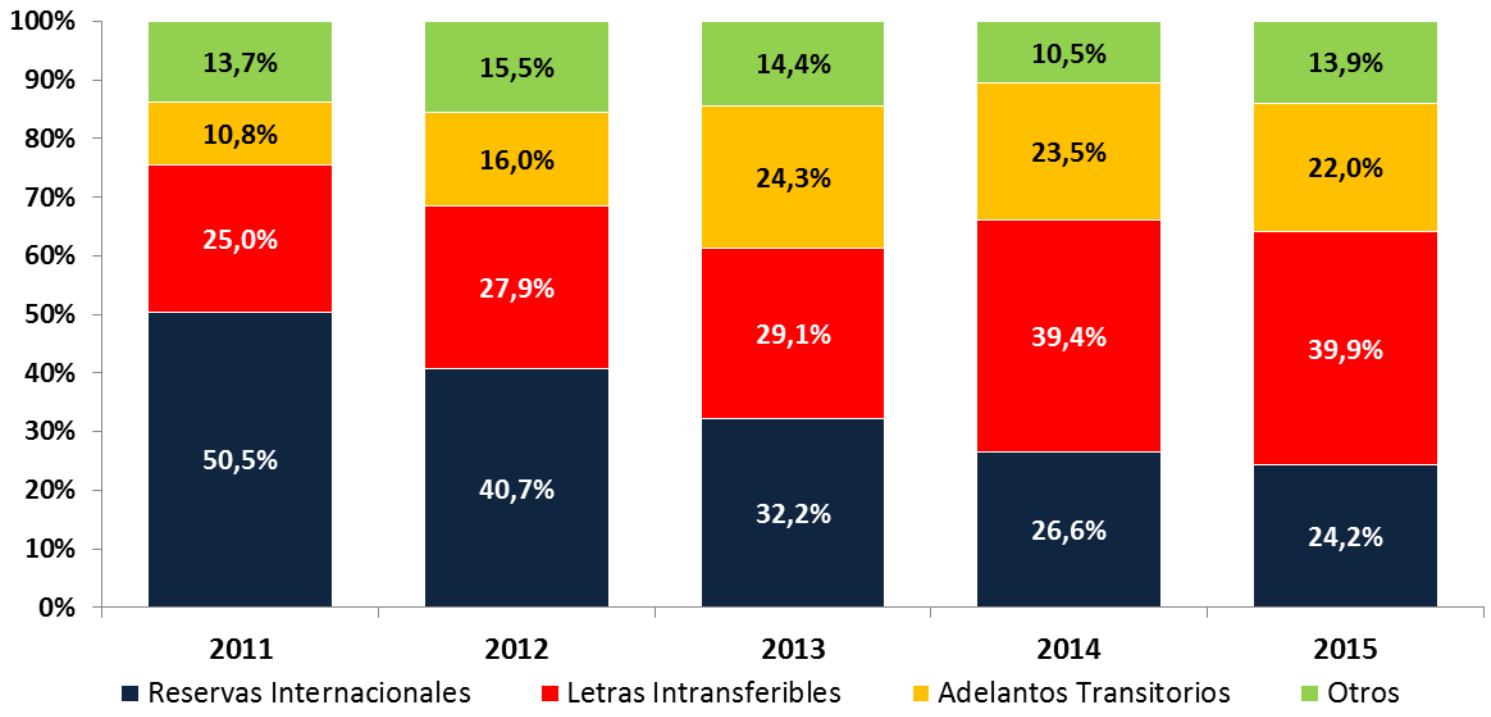
- No toda moneda extranjera tiene la capacidad de poder cumplir con la función de ser **medio de pago internacional**, es decir, de ser comúnmente aceptada para el intercambio de bienes y servicios entre distintos países. Otra función que cumplen este tipo de monedas, es la de poder ser utilizada como **reserva de valor** por parte de los distintos bancos centrales del mundo. Según el FMI, pueden computarse como de **reservas** las siguientes divisas: el dólar estaunidense, el euro, la libra esterlina, el franco suizo (sobre todo como moneda fuerte) y el yen.

- Un **swap** es un tipo de instrumento financiero derivado, en donde se establece un contrato entre dos partes, las que se comprometen a intercambios futuros de una serie de cantidades de dinero a fecha futura, las que generalmente se denominan como **tramos**. El intercambio de estos montos tiene un costo, de manera que los contratos se encuentran referenciados generalmente a un tipo de interés, pero podrían estar referenciados a cualquier otra variable observable.

- En el caso del **swap Argentina-China**, las partes son los bancos centrales de cada país, y el intercambio de préstamos se encuentra denominado en ambas monedas nacionales. El tope del monto del acuerdo es de ¥ 70.000M. Por lo anterior, debe tenerse en cuenta que para poder ser utilizados como reserva, los yuanes primero deben ser convertidos a alguna divisa que cumpla esa función.

[3] Las reservas internacionales siguen ubicándose en torno al 24% del activo

Composición del activo del BCRA. A Julio de cada año.

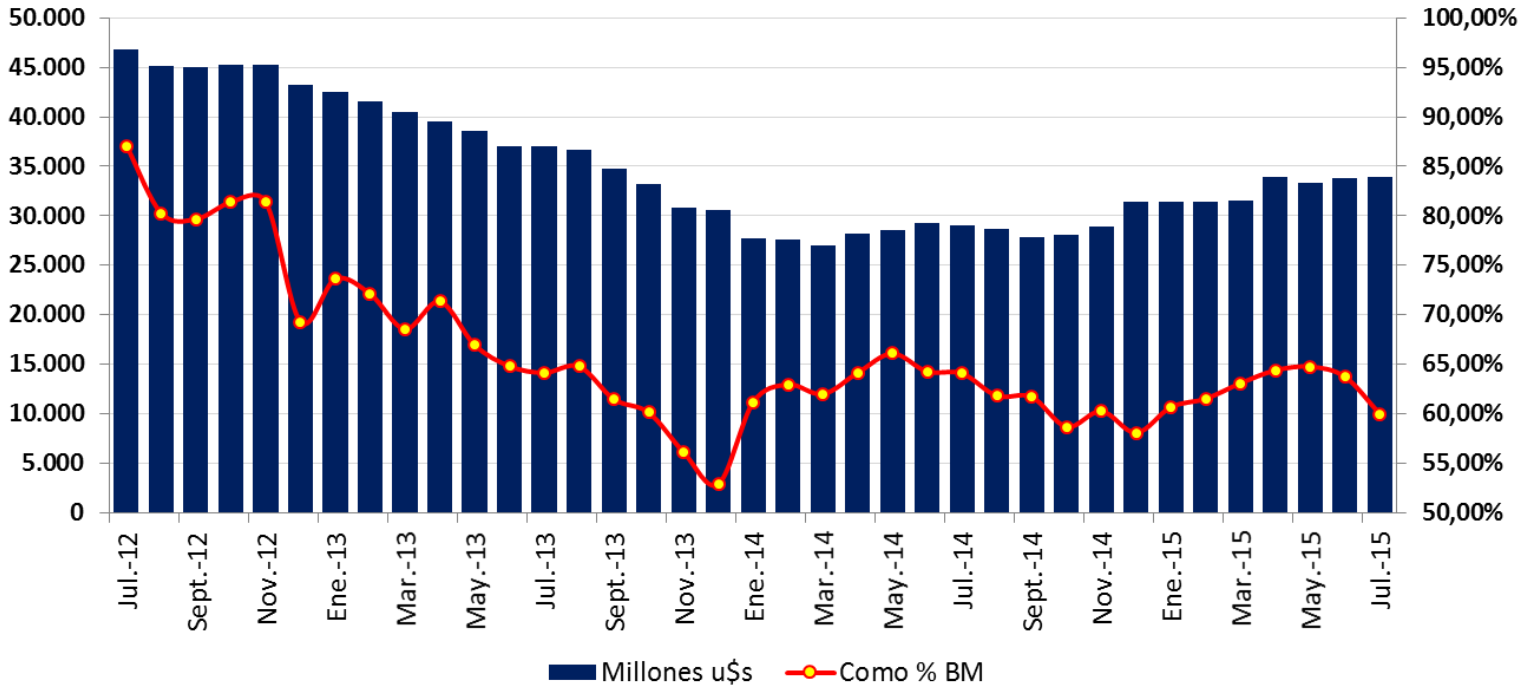


- El ingreso de **reservas** vía sector externo, por un valor equivalente a los $1.465M ayuda a moderar la expansión de la base monetaria, y hace repuntar levemente la participación de las reservas en la composición total del activo del BCRA, la que se ubican en el orden del 24,2% (en junio la participación fue del 24%).

- En la proyección de este informe, la situación latente con respecto al stock de reservas de las que dispone la autoridad monetaria, está referida al pago de los **BODEN 2015** que vence el 5 de octubre del presente año, por una cifra levemente superior a los u$s 6.000M, incluyendo el último cupón de intereses; y que representan aproximadamente un 17,68% de las reservas a julio vencido.

[3] La estabilidad del nivel de reservas mostrado en el primer semestre del año, empieza a debilitarse

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

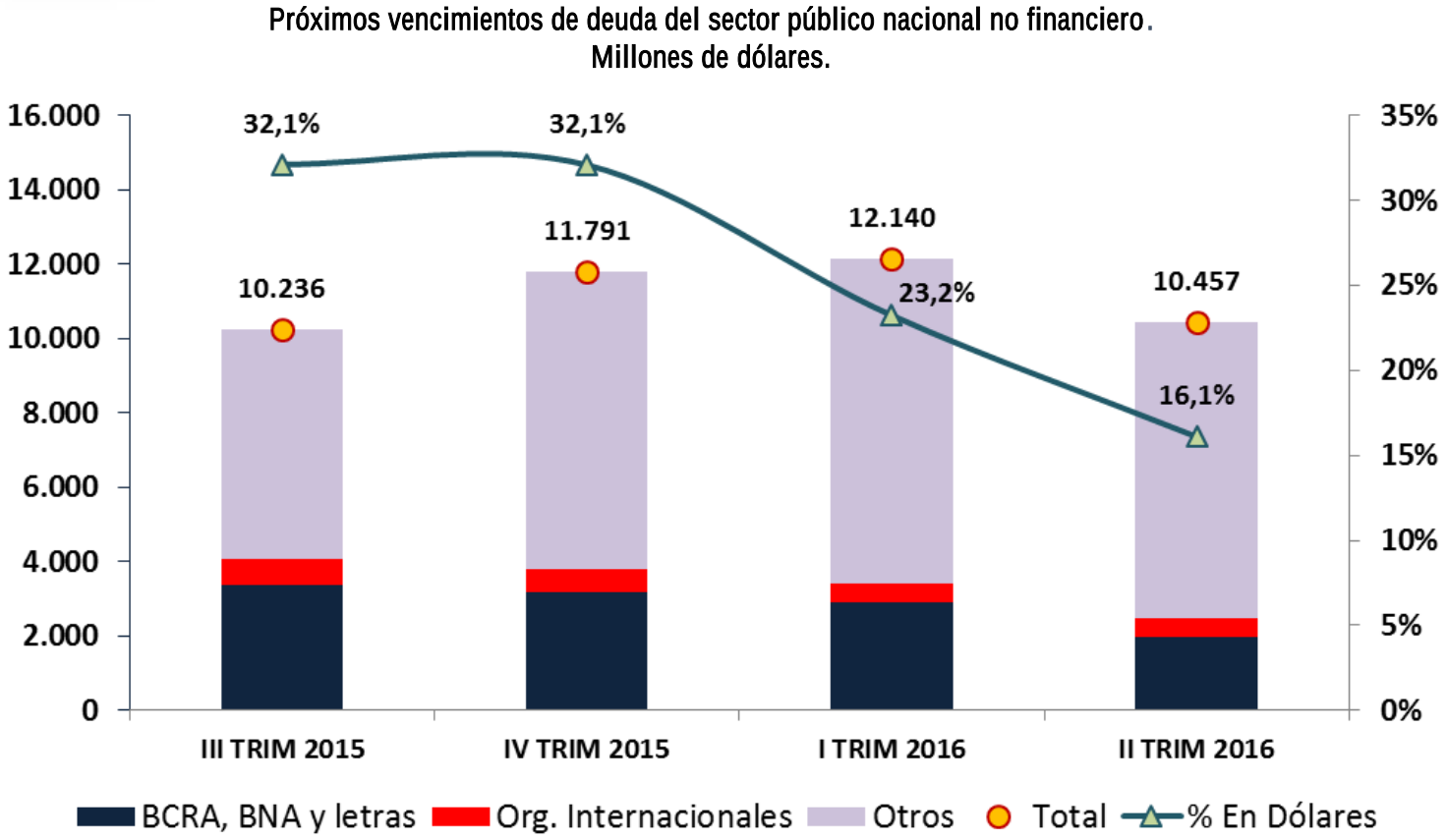


- Durante todo el año el swap con China ha sido el pilar fundamental del nivel de **reservas** del BCRA. Según las estimaciones que se pueden deducir de nuestro informe especial sobre la evolución del swap, a fines de julio el porcentaje ejecutado del mismo –es decir, el ingreso de divisas al activo del central a través de éste instrumento- representa aproximadamente un 25% del total de reservas.

- De esta forma, la estabilidad obtenida a la lo largo del año alrededor de los u$s 32.000M requiere -como mínimo- una lectura no superficial de la composición de las reservas, de los derechos exigibles contra las mismas, y del margen de negociación del central para obtener divisas.

- En lo que respecta exclusivamente al mes de julio, el **stock de reservas** alcanza los u$s 33.943M, cifra que representa un 59,95% de la **base monetaria** (el mas bajo del año) y que en términos interanuales muestra un crecimiento de aproximadamente el 17,03% con respecto al stock de junio del año pasado.

[3] En lo que queda del año, restan cancelar u$s7.074M de deuda denominada en moneda extranjera



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

- En los dos primeros trimestres del año, habiendo realizado los ajustes de la proyección de deuda por tipo de cambio y CER, del **total de deuda vencida** fue de aproximadamente unos u$S 16.452M, de los cuales u$s 4.900M se hallaban denominados en **moneda extrajera** (un 30% del total).

- Como puede observarse en el gráfico, aún en la proyección sin ajuste cambiario y CER, las obligaciones **por pagos de capital e intereses de deuda**, en lo que resta del año alcanzan los u$s 22.027M, de los cuales un 32% se encuentra denominado en moneda extranjera (u$s 7.074M)

- A diferencia del mes anterior, en **julio** se pagaron vencimientos por concepto de interés en una cuantía baja, u$s 114M. Pero lo mismo no aplica para pagos por concepto de capital, nuestras proyecciones indican que se ejecutaron por este concepto u$s 2.993M, levemente inferior a lo erogado en junio.

Conceptos y Referencias

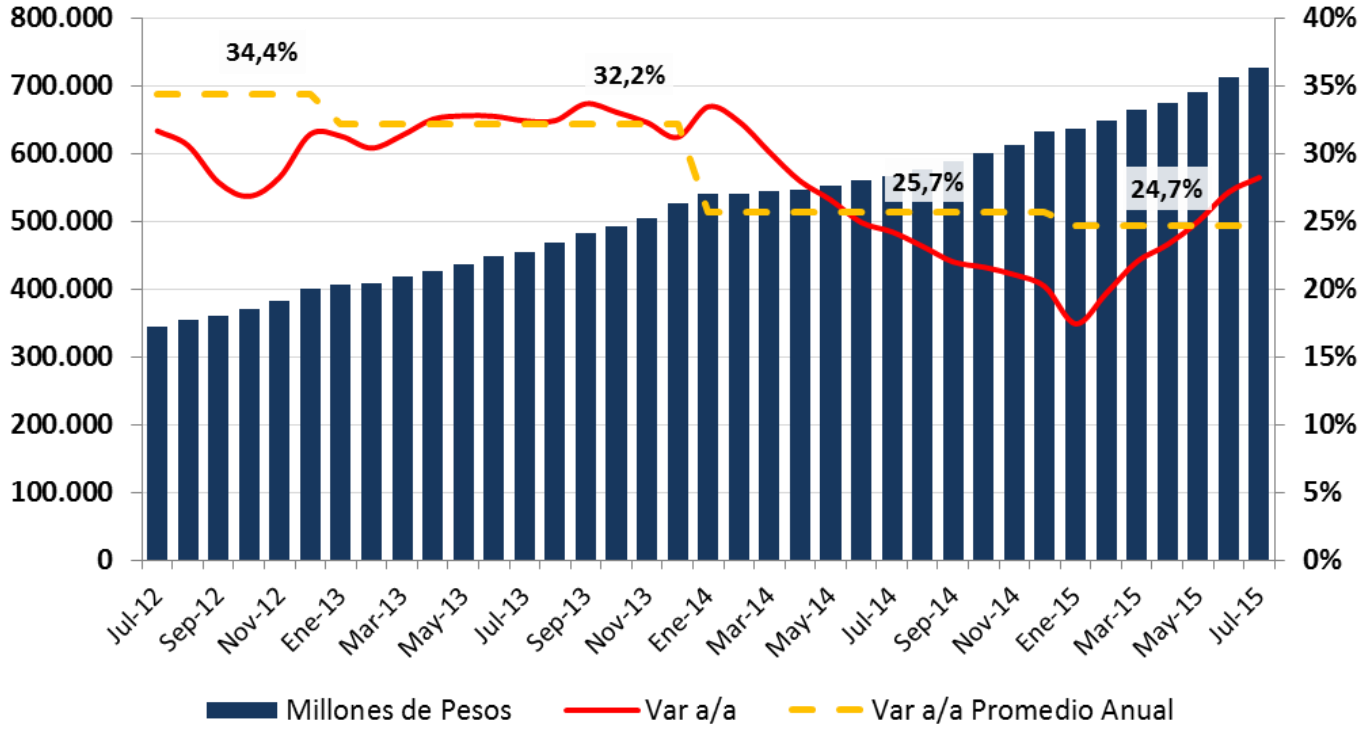
- Las **Notas del Banco Central** (**NOBAC**), son emitidas por el BCRA y representan inversiones de mediano plazo que se extienden a un horizonte de 3 años, y que incluyen con pagos de intereses.

- La tasa **BADLAR** es la tasa promedio pagada por depósitos a plazo fijo de más de $1.000.000 que publica diariamente el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

- Los **depósitos a plazo fijo** son operaciones financieras comúnmente utilizadas por el público en general, dado su bajo nivel de complejidad y acceso a este tipo de inversión. Consisten en inmovilizar recursos monetarios por un cierto período en un banco, el cual hará uso de los mismos para posteriores préstamos o servicios. Una vez finalizado el perído, el banco devuelve el capital al que se le adiciona los pagos por motivos de intereses, atados al uso correspondiente y según lo pactado.

[4] Los préstamos al sector privado siguen crecimiento, aunque el nivel se ubica por debajo de los depósitos del mismo sector en el sistema financiero.

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



- Para ilustrar el punto anterior, los **depósitos** del SPriv acumulan en julio un monto de $ 879.852M. Es decir, $ 153.329M por arriba de los préstamos acumulados.

- El nivel promedio anual de crecimiento de los préstamos al sector privado de este año, se empieza a equiparar al promedio registrado el año pasado, con una diferencia de tan solo un punto porcentual con respecto a 2014.

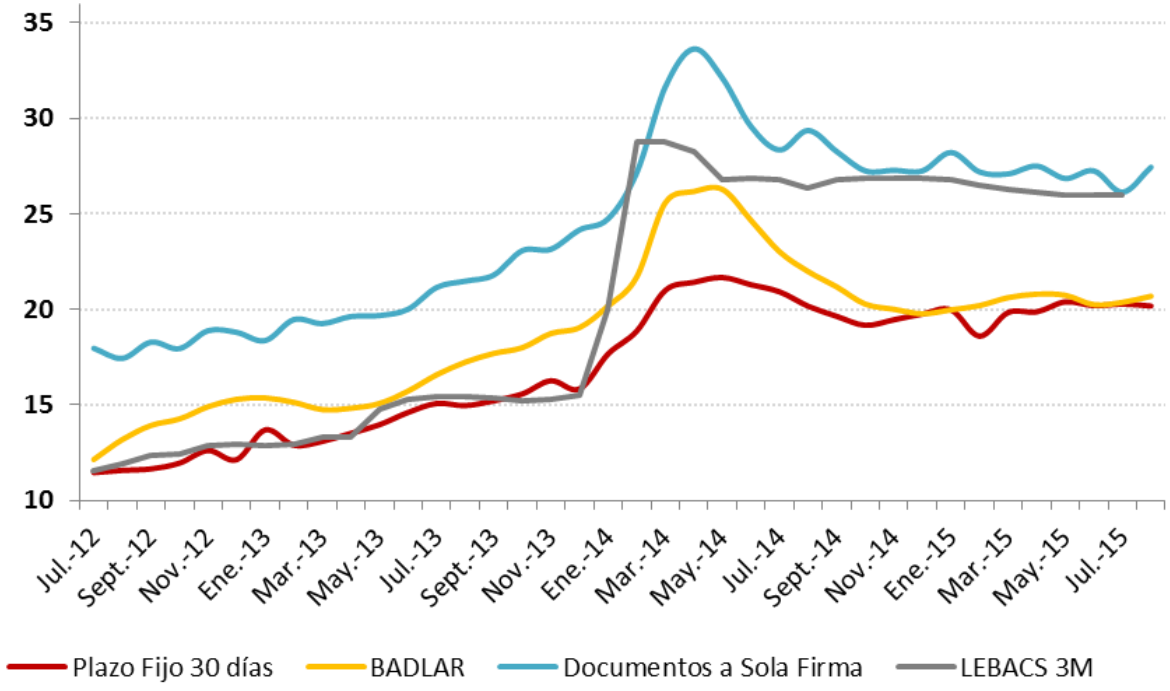
- En lo que respecta a la performance del mes de **julio**, el monto total de préstamos al sector privado alcanza los $726.523M, de los cuales $12.892M se crearon en este último mes. Asimismo, estas cifras representan un aumento del 28,3% con respecto a julio del año pasado.

- Vale aclarar que los depósitos del sector privado no financiero (**Spriv**) –tanto en dólares, como en pesos- son muy superiores a los préstamos a favor del mismo sector, y que además, esa diferencia no se ve compensada por el presencia estatal. En otras palabras, existen condiciones necesarias, pero no suficientes para que los préstamos sigan aumentando en el tiempo.

[4] Las tasas de interés se han mantenido estables durante todo el año.

Nota técnica: La serie de LEBACS a 3 meses son de estimación propia. Se utilizó una ponderación simple mes a mes para construir la serie. Las restantes son estimaciones propias del Central.

Tasas de interés seleccionadas. En porcentaje (anuales)



- En nuestros informes anteriores, veníamos reportando las tasas de las LEBACs a 12 meses. Sin embargo, desde abril en adelante el BCRA ha dejado de licitar letras de con horizontes de plazos mayores a los 11 meses; lo cual es un indicador de los signos de agotamiento por el uso de éste instrumento que venimos postulando al inicio de nuestros informes monetarios. En otras palabras, desde mayo en adelante la autoridad monetaria tienta a la plaza financiera, no solo con altas tasas de interés, sino también con plazos de tiempo mas cortos para sus colocaciones.

- De esta forma, la tasa promedio mensual estimada para las **LEBACs a 3M** fue del orden del 25,98% al finalizar el mes de julio, casi 1,5pp inferior a la **tasa de los documentos a sola firma**, que se ubicó en un ratio de 27,44%