



## **Observatorio de Coyuntura Económica y Financiera**

**Departamento de Economía Política y Sistema Mundial**

# **El primer semestre monetario y financiero**

**(versión borrador preliminar)**

**Informe Nº 2**

**Autores: Estanislao Malic y Marcelo Bruchanski**

**Coordinador: Martín Burgos**

**Julio 2016**

## Resumen Ejecutivo

- El Banco Central ha permitido una permanente apreciación cambiaria a lo largo del período de mayor liquidación de granos (entre marzo y junio), acumulando menos reservas internacionales de las que podría haber obtenido de mantener las cotizaciones cambiarias en el nivel que finalmente alcanzaron (alrededor de 15 pesos por dólar) y compensando esta pérdida de reservas por endeudamiento externo.
- La Política monetaria reviste serias inconsistencias, evidenciadas tanto en los niveles de volatilidad cambiaria como de tasas. Es por eso que la misma ha resultado sumamente deficiente para la estabilización del nivel de precios y para estimular el crédito.
- En los primeros seis meses del año, el crédito en Pesos mostró una brusca caída en términos reales. Tomando a los últimos tres años como referencia, el período iniciado en diciembre último con la asunción del nuevo Presidente es por lejos el de peor desempeño para el crédito en Pesos; el crecimiento interanual (nominal) se desmoronó 13 puntos porcentuales desde 39% a 26% en el período considerado.
- La desregulación del sistema financiero ha tenido principalmente dos impactos:
  - En primer lugar, redundó en un amplio aumento de la brecha entre las tasas que los bancos pagan a los ahorristas, y las que perciben tanto por los créditos que otorgan como por las colocaciones de Lebacs, generando para sí ganancias extraordinarias.
  - Por otro lado, al flexibilizar la compra y el otorgamiento de créditos en moneda extranjera, se observa una creciente dolarización del sistema financiero que suponen una mayor vulnerabilidad. La totalidad del crédito denominado en dólares pasó de representar un 4% a un 10% del total de créditos otorgados en apenas seis meses. Para la financiación con Documentos en particular, ese porcentaje se incrementó de 10% a 26%.

### **Teléfonos de contacto:**

**Estanislao Malic: 156 728 2720**

**Marcelo Bruchanski: 155 993 1022**

**Martin Burgos 155 174 2654**

---

## **Introducción: qué esperar del Banco Central**

Los objetivos de política monetaria presentados al inicio de la gestión del nuevo presidente de la entidad, Federico Sturzenegger, presentan un escenario monetario difícil de dilucidar. En los mismos determina como objetivo primordial de la política monetaria la reducción de la inflación, soslayando la ampliación de los demás objetivos enunciados en la recientemente modificada Carta Orgánica como producción y empleo. Para ello, propone reducir las cantidades de dinero e implementar un modelo de *inflation targeting*, mientras se mantiene un tipo de cambio competitivo. En al menos un sentido, parecería ser una política inconsistente, puesto que una de las características del *inflation targeting* en economías con libre flujo de capitales es la generación de presiones a la apreciación de la moneda.

Las exposiciones de sus funcionarios en distintos ámbitos tampoco ayudan: se apuesta a reducir los niveles inflacionarios a partir de teorías de equilibrio general que suponen el trueque, es decir, economías sin dinero. En ese sentido, un presidente de Banco Central que no considera la propia existencia del dinero dentro de su esquema teórico es sumamente llamativo.

A lo largo del presente informe observaremos y trataremos de analizar la creciente volatilidad en la que ha caído la política monetaria, e intentaremos interpretar los pasos que ha seguido la principal institución monetaria a lo largo del primer semestre.

### **1. Los factores de explicación de la base monetaria**

Los factores de explicación de la base monetaria en el primer semestre presentan varias aristas interesantes. En primer lugar se destaca el alto nivel de emisión de letras (+262% interanual) mientras que, por otro lado, las transferencias al tesoro nacional se han mantenido estables, aunque se han reducido en términos nominales y reales (-10% con respecto al primer

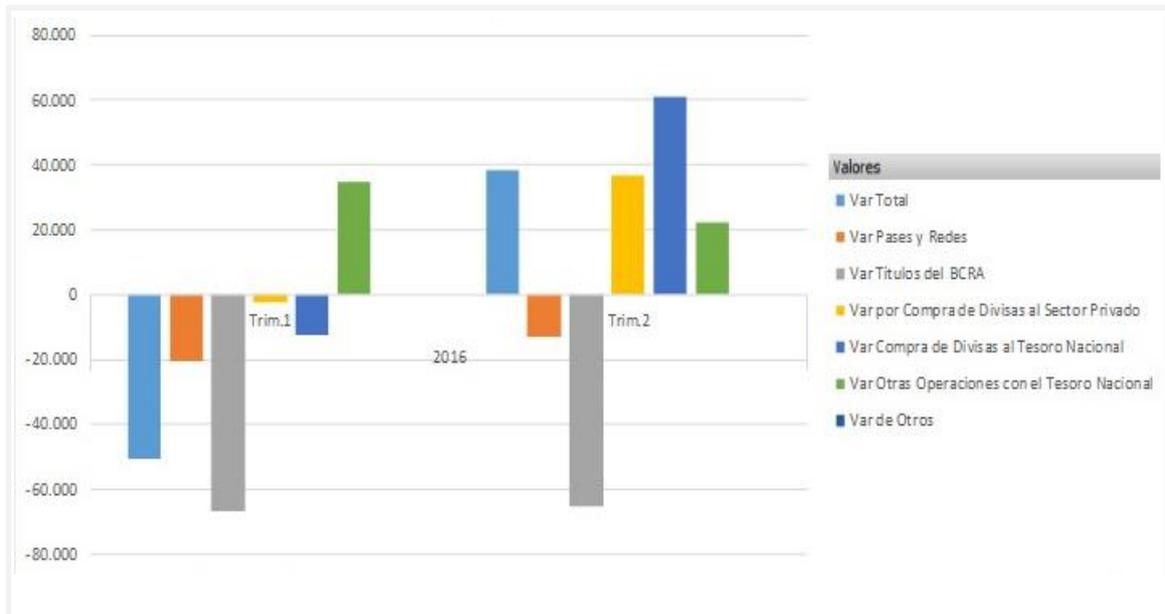
semestre de 2015)<sup>1</sup>. Debemos resaltar, sin embargo, el rol preponderante que ocupa la compra de divisas del Banco Central al Tesoro en el segundo trimestre, siendo el principal factor expansivo: visto en conjunto, la emisión producto de las transacciones con el gobierno nacional aumentó un 134% respecto al primer semestre del año anterior.

La estrategia parece ser la acumulación de reservas internacionales a través de la emisión de deuda en moneda extranjera a fin de financiar el déficit fiscal, estrategia difícil de comprender al analizar el sector público a nivel consolidado, dado que el Banco Central ha permitido una permanente apreciación cambiaria a lo largo del período de alta liquidación de granos. De esta forma, el Banco Central compró divisas provenientes del endeudamiento externo del gobierno nacional y provincial, expandiendo así la base monetaria y obligándose (bajo su concepción) a esterilizar la misma con la emisión de letras. A pesar de ser un movimiento intra-estatal, la Secretaría de Finanzas no se sonrojó al afirmar que el endeudamiento en dólares era producto de las altas tasas de interés en pesos.

Una mejor opción hubiese sido una política coordinada entre las diferentes agencias estatales, donde el BCRA comprara dólares y acumulara reservas al momento de la liquidación de granos, y el Tesoro financiara el déficit con emisión de deuda en pesos, esterilizando así la emisión monetaria inicial. De esta forma, no hubieran existido las presiones a la baja cambiaria (estabilizando la cotización del dólar) y se habría logrado acumulación de reservas internacionales sin emisión de deuda nominada en divisas.

---

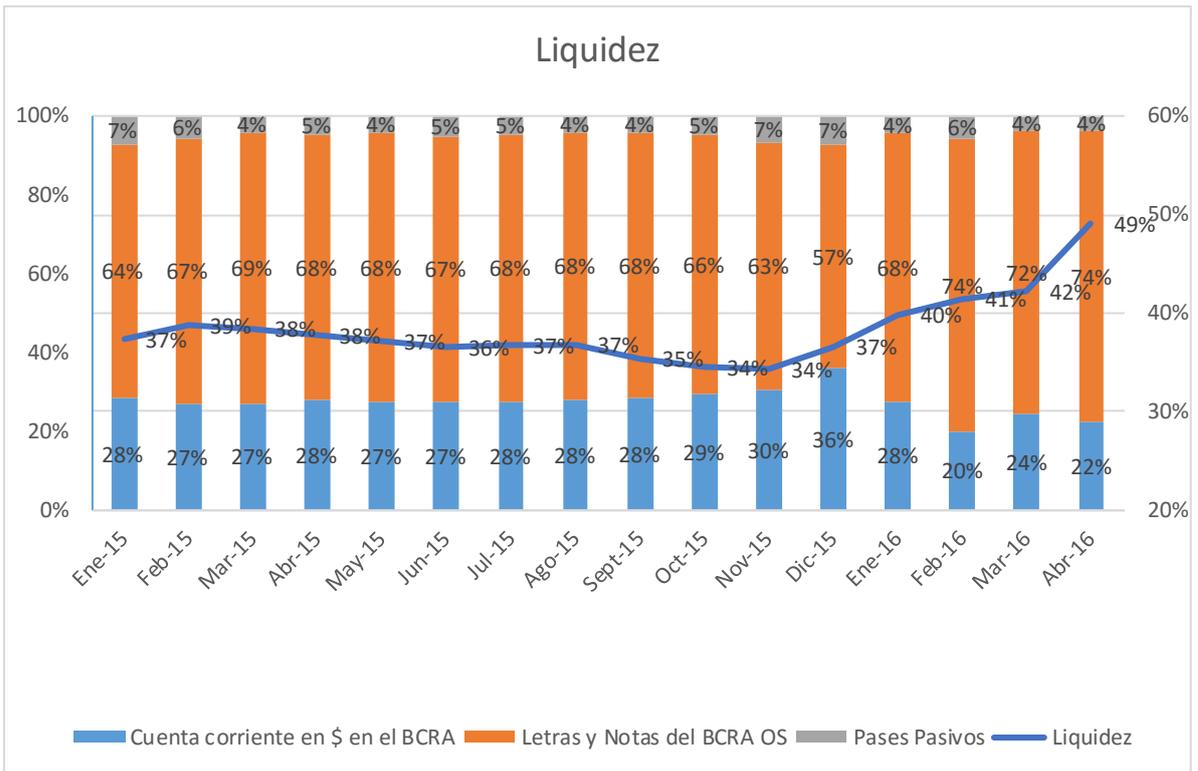
<sup>1</sup> Sin embargo el Banco Central informó que girará 160 mil millones de pesos: 110 mil son producto de sus ganancias y 50 mil prestados bajo la forma de adelantos transitorios, mientras que el resto de sus ganancias (37 mil millones de pesos) serán capitalizados por la institución monetaria. Este anuncio, en términos de teoría económica, implica que las ideas vinculadas al monetarismo de los sesenta dejan lugar a otras, propias de inicios del siglo XX, vinculadas al patrón oro y al origen de los bancos centrales.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

## 2. Liquidez de las entidades financieras

La creciente liquidez y posición en letras del BCRA presentada por las entidades financieras ha sido creciente y en abril alcanzó máximos históricos desde el 2003. Estas modificaciones en los balances no parecerían responder a un exceso de prudencia de las entidades en un escenario de incertidumbre, sino más bien, a los novedosamente altos niveles de tasas otorgados por la principal entidad monetaria, que buscarían una intensa desaceleración del crédito.

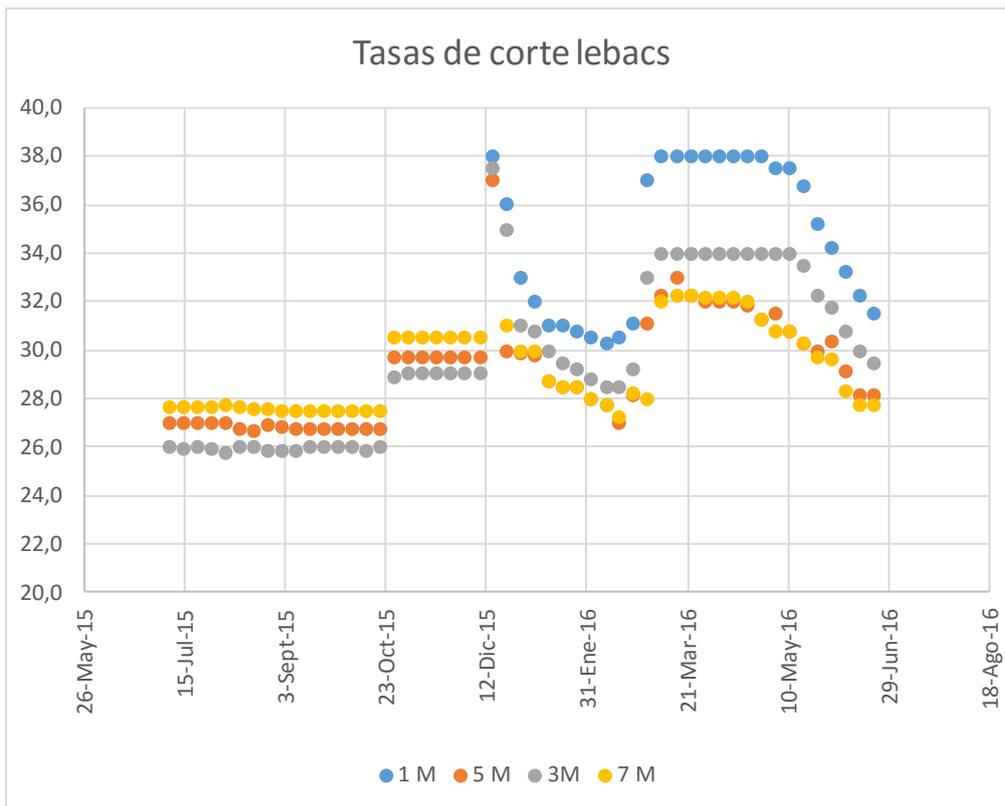


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

## 2.1 Las LEBACs

Las letras del Banco Central (LEBACs) son títulos públicos que emite el BCRA. Por la magnitud de su operatoria y la referencia de tasas de interés que establece al resto del sistema económico, es el principal instrumento de política económica para regular los agregados monetarios.

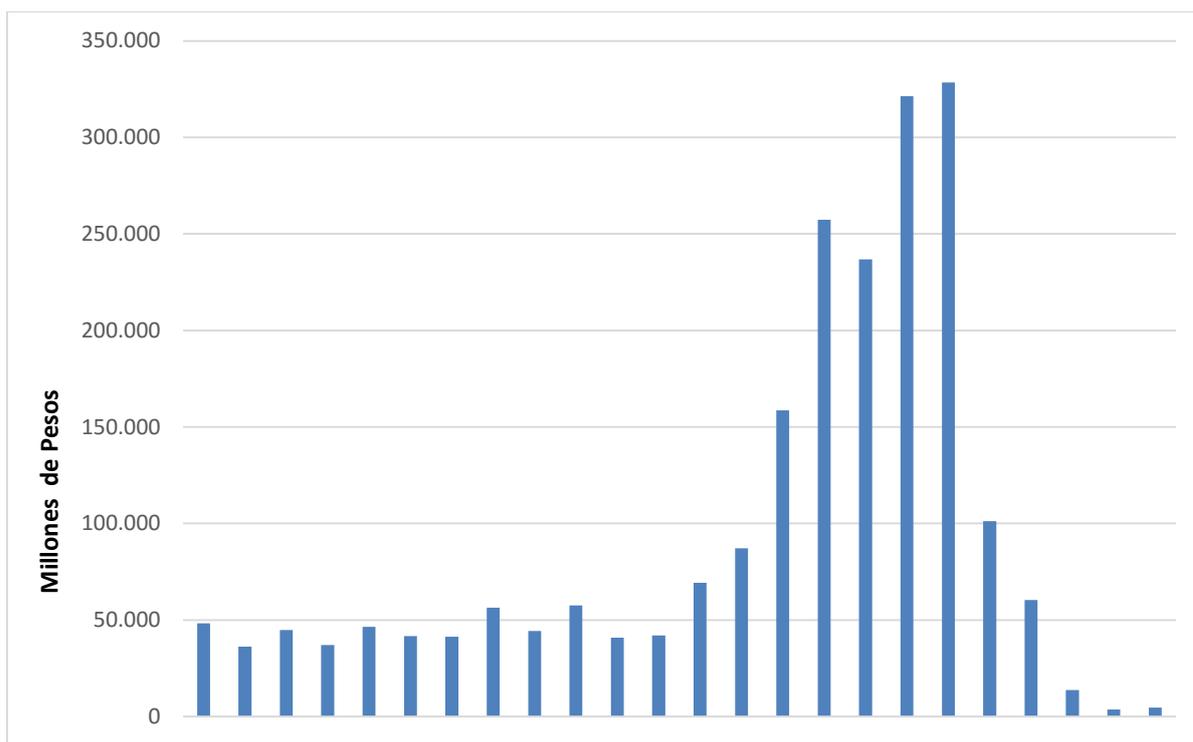
Observando la curva de tasas de LEBAC (invertida) en el gráfico a continuación, encontramos que la política ha inducido a los agentes a concentrar los vencimientos en el corto plazo (gráfico siguiente), llegando incluso a licitar letras a 30 días. El BCRA parece haber optado por reducir la expansión monetaria producto de las altas tasas a mediano plazo a cambio de aumentar la volatilidad de corto, apostando así a una estabilización del mercado que no exigiría tasas tan altas para la renovación de vencimientos. Esto genera una tensa calma en la cual los crecientes niveles de vencimientos podrían, en momentos de incertidumbre, volcarse al mercado cambiario. Para evitarlo, el Banco Central debería mostrar altos niveles de reservas internacionales, política a la cual parece rehusarse el monetarista Federico Sturzenegger.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Como se puede observar en el cuadro anterior, entre las tasas de corte de las licitaciones de LEBAC, se pueden observar dos etapas de política monetaria: una basada en la previsibilidad (hasta diciembre de 2015) y otra de gran volatilidad (desde diciembre de 2015 en adelante). Vale preguntarse si la misma es buscada, o si es una respuesta a fin de estabilizar otras variables. Una explicación posible a este comportamiento podría ser que el BCRA intentó manejar el tipo de cambio a través de esa herramienta, aunque los anuncios se orienten incesantemente sobre el objetivo de reducir la inflación.

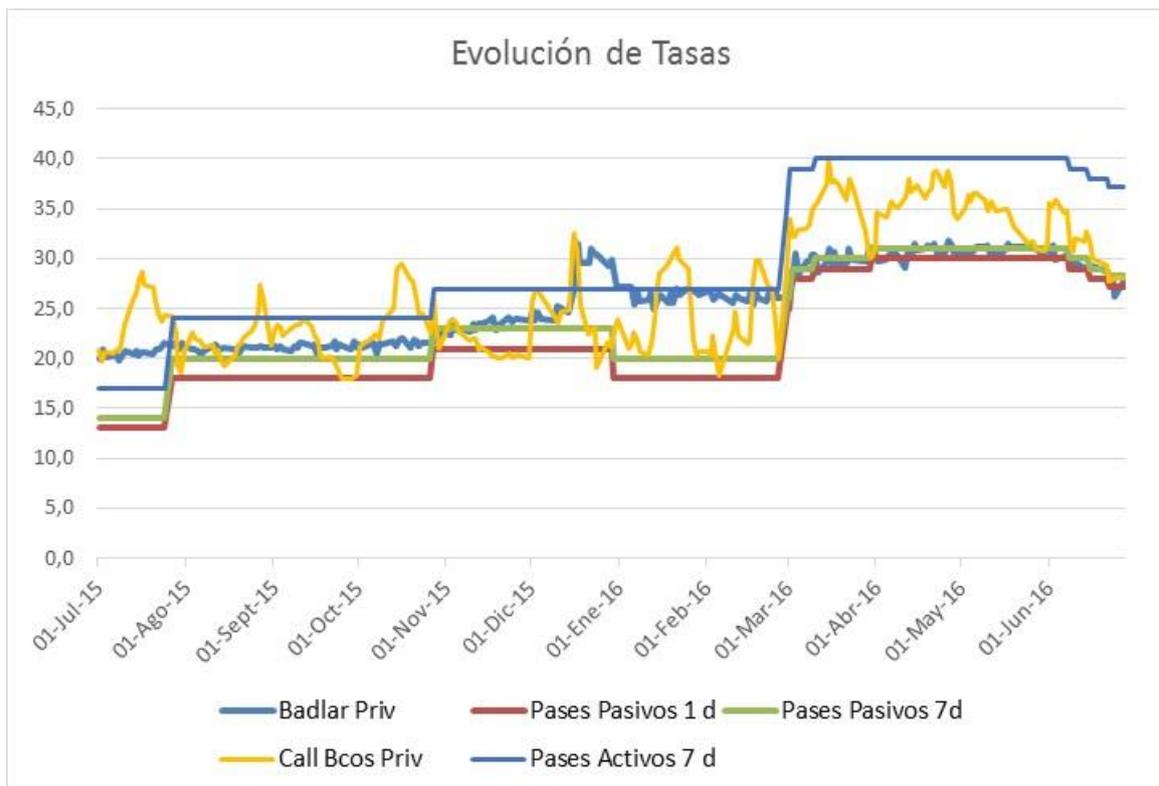
Gráfico 4. Vencimiento de las LEBACs por Monto y plazo.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Desde una visión cuantitavista (basada en el manejo de las cantidades de dinero a fin de contener las alzas de precios), la política monetaria reviste ciertas inconsistencias: si lo que se pretende es reducir las cantidades de dinero, el aumento de tasa presentado parece no cumplir con ello, dado que, a mediano plazo, las cantidades de activos en manos de los privados se irán incrementando a una tasa similar a la inflación. La política lógica, dentro del pensamiento ortodoxo citado, se orientaría más bien a aumentar el nivel de encajes obligatorios requeridos a los bancos.

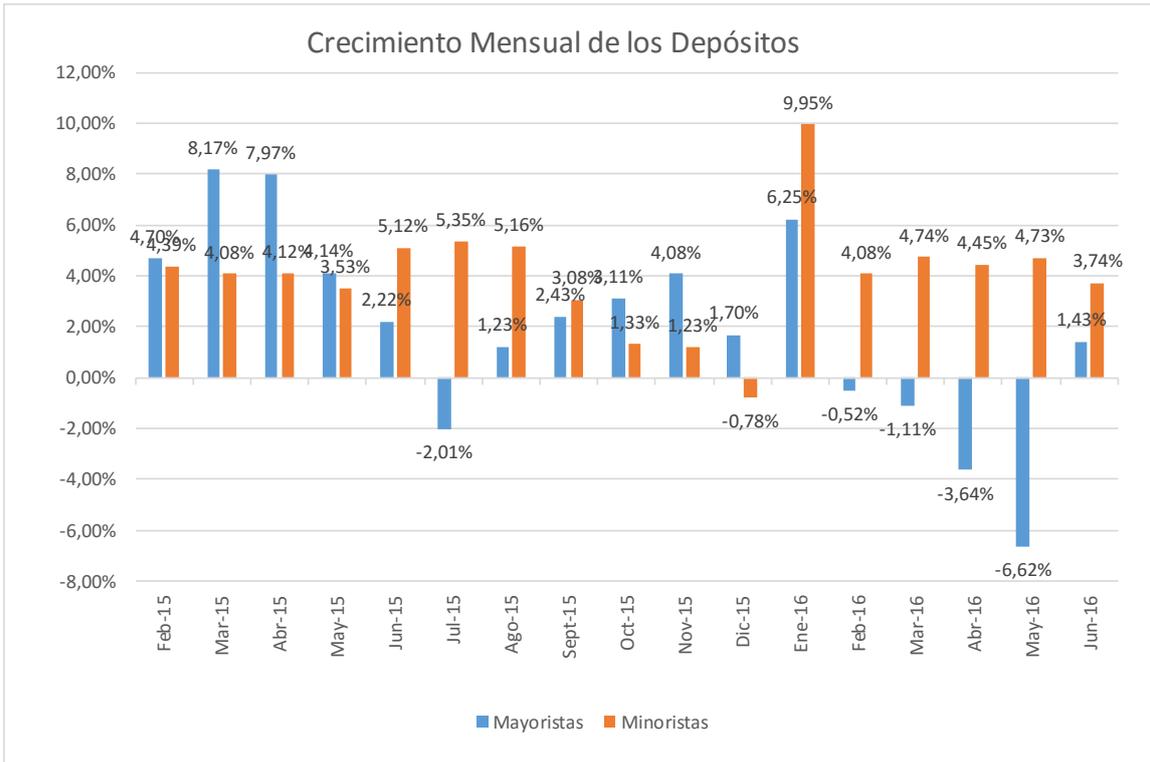
Como es usual en Argentina, las correas de transmisión de la política monetaria de tasa parecen ser bastante débiles y lentas. Mientras que las tasas de Lebac alcanzaron niveles del 38% de forma sostenida, la Badlar privada superó con dificultades niveles del 30%, demostrando así las limitaciones del Banco Central para estimular los depósitos de privados en entidades financieras. En relación a esto último, cabe recordar que la nueva administración removió las regulaciones que instaban a los bancos a pagar tasas mínimas.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

## 2.2 Depósitos a plazo en pesos

Los Depósitos a plazo en Pesos minoristas (hasta un millón de pesos) mantuvieron la misma velocidad de crecimiento que sostuvieron durante 2015, luego de un enero con un crecimiento muy alto que compensó la desconfianza generada por el marco electoral. Es decir, el crecimiento mensual de este tipo de depósitos a plazo es similar en 2015 y 2016 si obviamos el paréntesis entre septiembre de 2015 y enero de 2016.



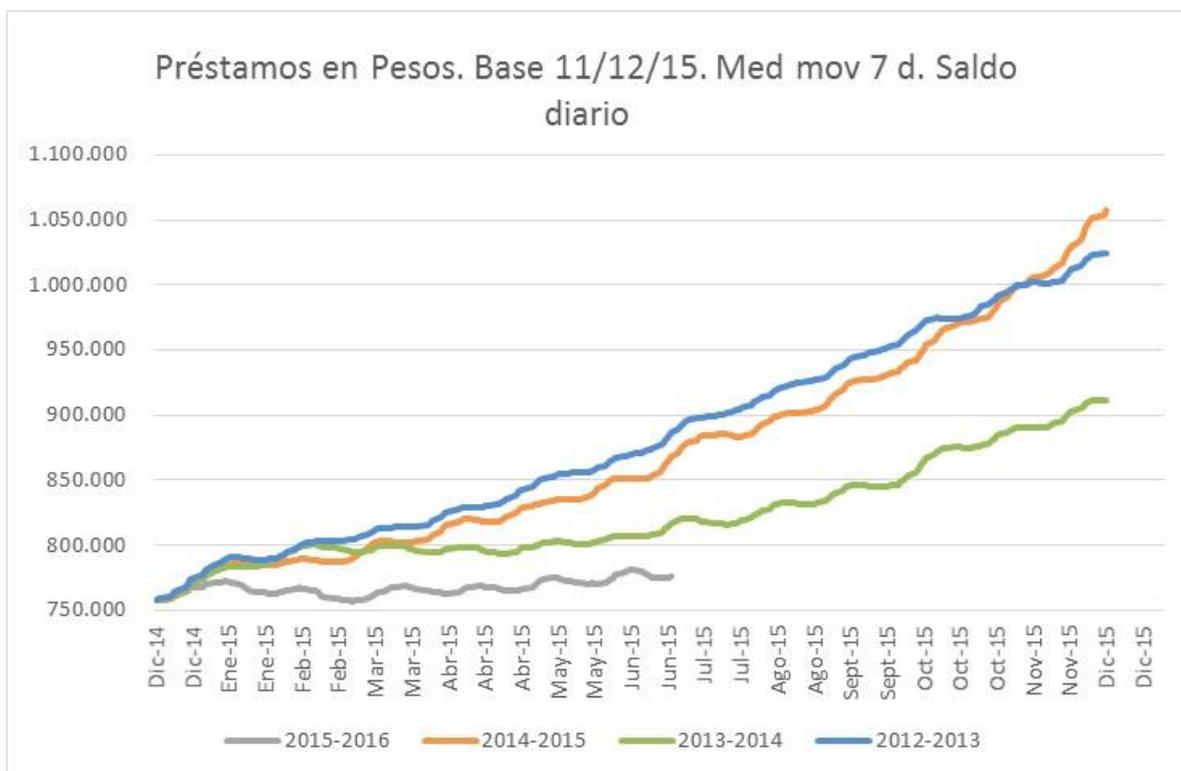
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En cambio, los depósitos a plazo en Pesos mayoristas (mayores al millón) cayeron hasta estancarse en niveles similares a los de septiembre de 2015. La explicación para este comportamiento se encuentra en la brecha de rendimientos entre las LEBACs y la tasa Badlar bancos privados al cual nos referiremos más adelante, pero que implican que las empresas y grandes ahorristas transfirieron los depósitos a plazo hacia otros activos mejor remunerados como los Fondos Comunes de Inversión o las LEBACs, y tal vez a la compra de dólares.

### 3. El Crédito

En los primeros seis meses del año, las líneas en Pesos mostraron un crecimiento nominal exiguo que, considerando la disparada de la inflación, no es otra cosa que una brusca caída en términos reales. Tomando a los últimos tres años como referencia, el período iniciado en diciembre último con la asunción del nuevo Presidente es por lejos el de peor desempeño para el crédito en Pesos; incluso en comparación al período iniciado en diciembre de

2013 cuando la devaluación de enero de 2014 había arrojado también magros resultados.



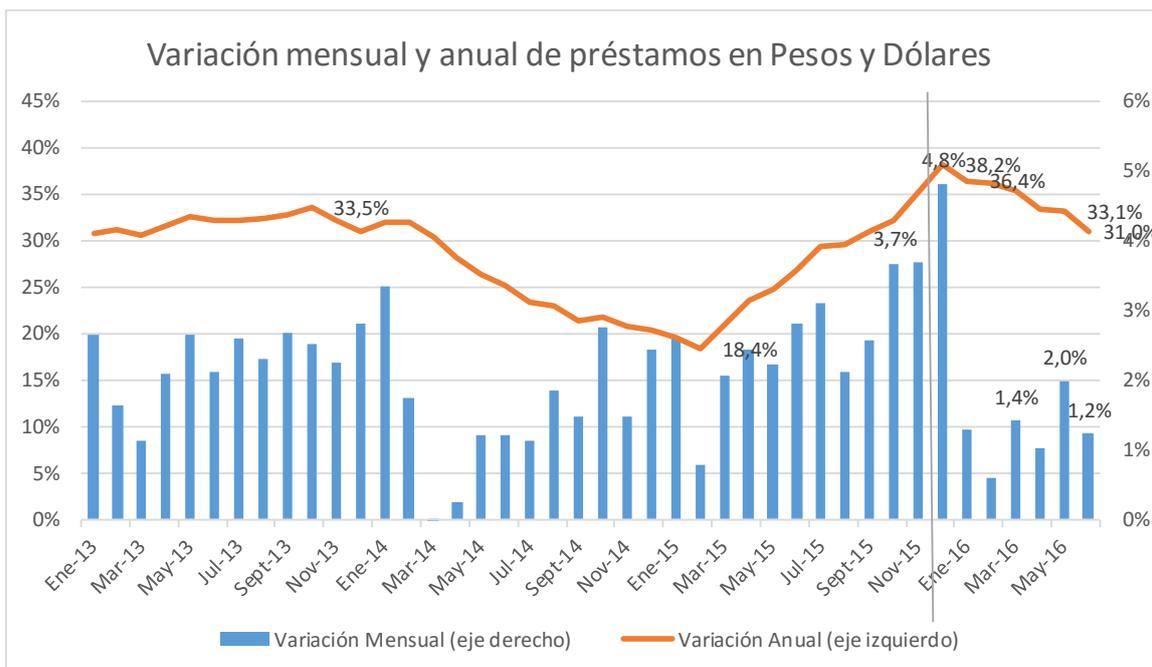
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Si bien durante la mayor parte del año pasado el crecimiento de los préstamos en Pesos se había sostenido por encima de cualquier índice de precios que se considere, a partir de enero de este año el crecimiento real se tornó marcadamente negativo, revelando que el crédito está en caída. Este comportamiento resultó en una desaceleración del crecimiento interanual de 13 puntos porcentuales en este período, desde 39,3% en diciembre pasado a 26,2% en junio de este año.



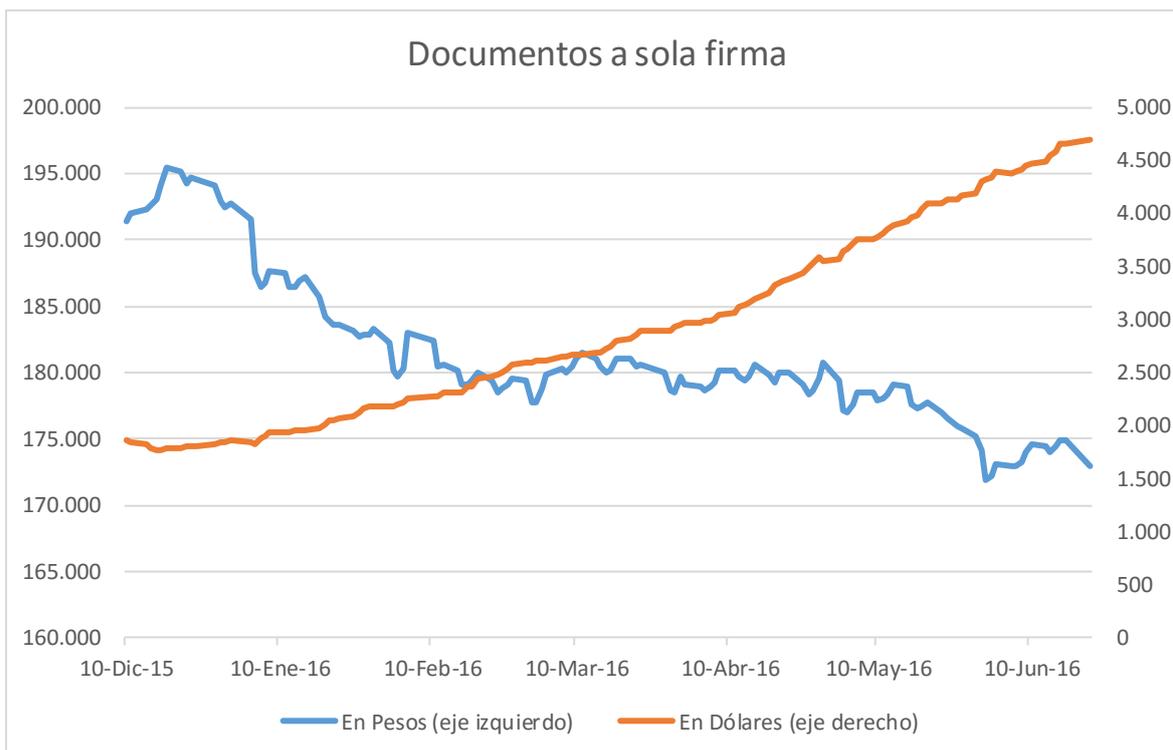
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, IPC CABA e INDEC.

No obstante, la caída del crédito en Pesos fue parcialmente compensada con un incremento de los préstamos en Dólares. La desaceleración del crecimiento interanual de los préstamos en Pesos y Dólares en los seis meses considerados fue de 7 puntos porcentuales, desde 38,2% a 31%. Esta variación, que en términos reales también resulta negativa, es menor a la resultante si se consideran sólo los préstamos otorgados en Pesos. Como se verá más adelante, el crédito en moneda extranjera se dirigió hacia las líneas utilizadas por las grandes empresas.



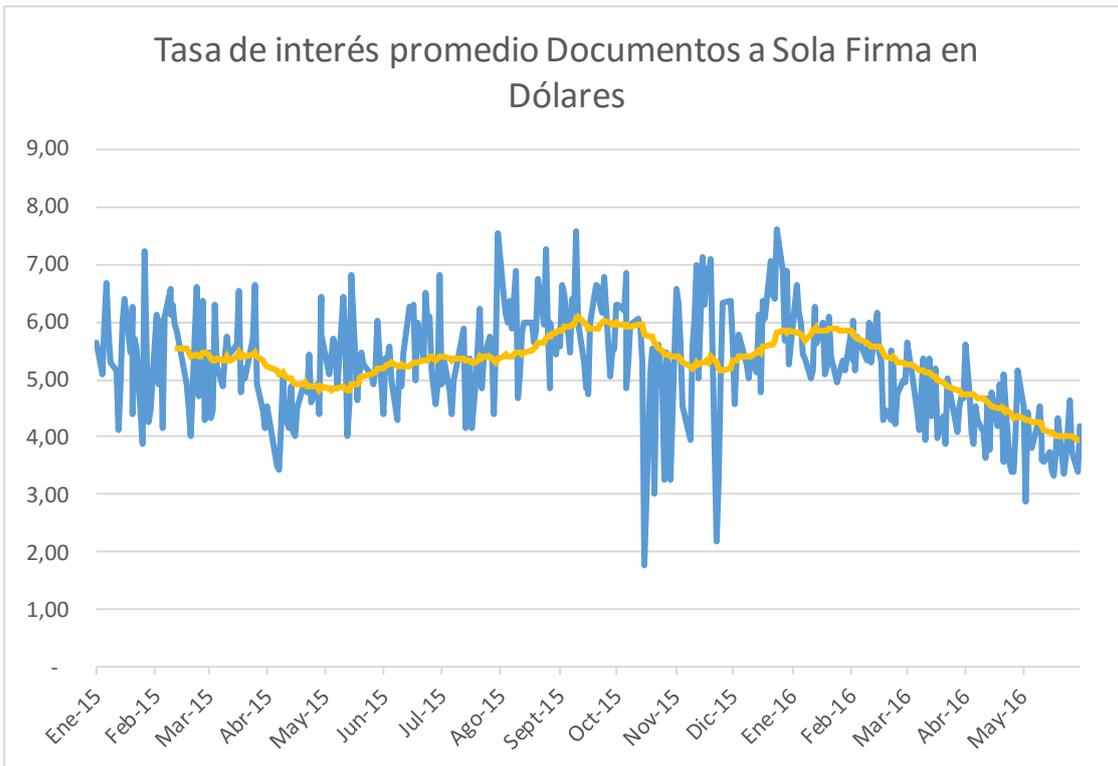
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Dos de las líneas más afectadas por las nuevas políticas económicas fueron los Adelantos y los Documentos en Pesos, utilizados principalmente por las empresas: la tasa de variación interanual de los Adelantos cayó 10 p.p. mientras que los Documentos lo hicieron en alrededor de 24 p.p. en lo que va del año. En ambos casos pero fundamentalmente en el caso de los Documentos, la merma se compensó por un incremento de los Documentos denominados en Dólares. A su turno, de todos los Documentos en dólares, los “Documentos a sola firma” fueron los que explican este aumento. Mientras a diciembre de 2015, sólo el 10% del total de Documentos era otorgado en moneda extranjera, esa cifra asciende a 26% a junio del corriente año. La sustitución entre Documentos a sola firma en Pesos por su equivalente en Dólares se entendería por la decisión del BCRA de *despesificar* el sistema financiero mediante la Comunicación “A” 5905 del 25 de febrero. La misma flexibiliza los requisitos que deben cumplir los destinatarios de crédito en moneda extranjera.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

El aumento del crédito en dólares fue destinado a sectores vinculados al comercio exterior, ya beneficiados por los efectos de la devaluación y la quita de retenciones. Tanto la agricultura y la elaboración de productos alimenticios fueron los rubros más beneficiados por el aumento del crédito en moneda extranjera a través de los Documentos a sola firma. La totalidad del crédito denominado en dólares pasó de representar un 4% a un 10% del total de créditos otorgados en apenas seis meses. Si bien todavía acotado, el aumento del crédito denominado en moneda estadounidense resulta riesgoso porque el Banco Central, el prestamista de última instancia, cuenta con un poder de fuego limitado, más aún en el actual contexto macroeconómico. El crédito en dólares representa una generación secundaria de una moneda que el Banco Central no emite y que por lo tanto no puede ofrecer en caso de que exista una corrida. En tal eventualidad, el Banco Central queda sujeto a las limitadas disponibilidades de reservas. La dolarización de la economía aparece una vez más en la historia argentina como una herramienta que, a costa de aumentar los riesgos financieros y cambiarios, es utilizada para paliar los efectos de la política monetaria contractiva del Banco Central.

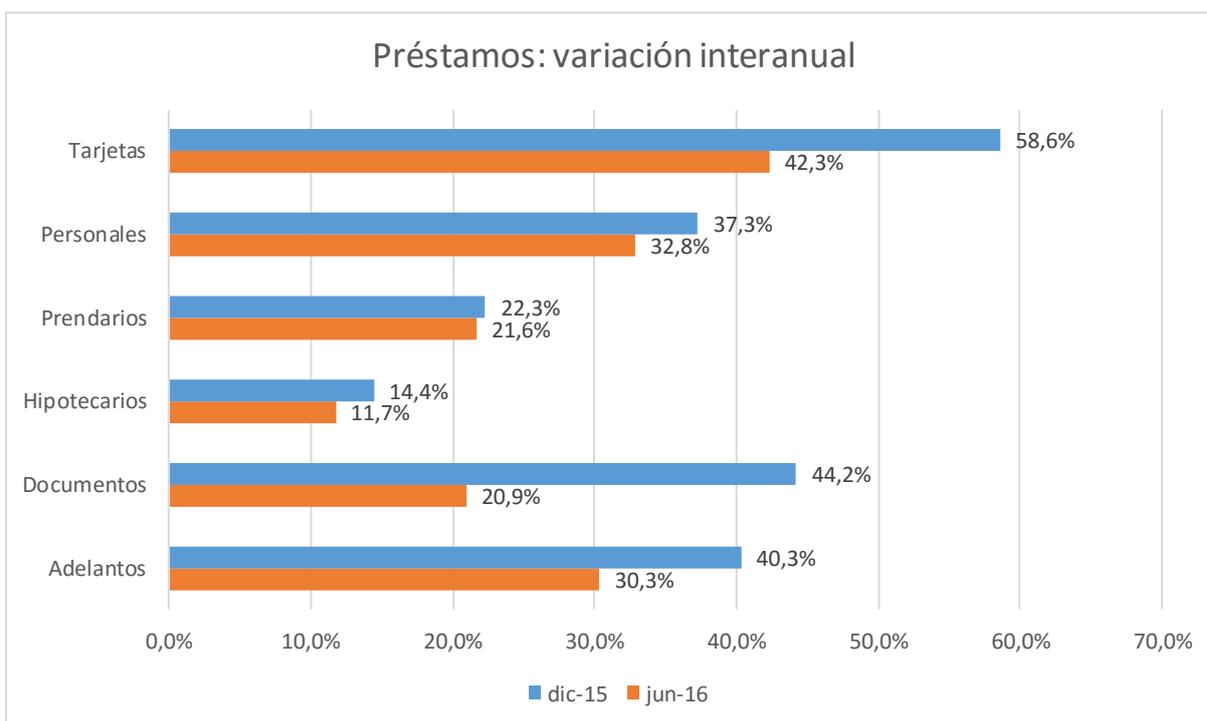


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Una de las herramientas con las que cuenta el Banco Central para orientar el crédito hacia la Inversión Productiva y las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES) es la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP). A partir de 2016 y tras un cambio de nombre, el BCRA ordenó a los bancos destinar el 14% de los depósitos privados a esta línea. Sin embargo, tan sólo en el primer y segundo semestres de 2015 los bancos debieron destinar a esta línea 6,5% y 7,5% de los depósitos, respectivamente. Es decir, con sólo sostener los créditos otorgados en 2015, los bancos ya cumplían con las exigencias de la LCIP. De esta manera, se evitó que tuvieran que hacer cualquier esfuerzo de acercarse a las empresas más distanciadas del sistema financiero formal o financiar inversiones productivas. Sumado a esto, se agregaron múltiples destinos de dudoso vínculo con el sector productivo y/o las PyMES. Por la Comunicación A 5975, el BCRA actualizó recientemente el porcentaje destinado a la línea al 15,5% para el segundo semestre, tal vez como respuesta a la fragilidad del crédito a los segmentos considerados. Con todo, el aumento es muy pequeño y probablemente los bancos ya estén cumpliendo la normativa si mantienen su cartera actual de créditos.

Las líneas destinadas mayormente al Consumo, Créditos Personales y Tarjetas de Crédito, también sufrieron los coletazos de la caída en la actividad y el aumento de las tasas de interés. Entre diciembre del año pasado y junio del corriente, el crecimiento interanual se desaceleró desde 37,3% a 32,8% para los Créditos Personales; mucho mayor fue la desaceleración de las Tarjetas, que se derrumbó de 58,6% a 42,3% en escasos 6 meses.

Por su parte, los préstamos con garantía real, los créditos hipotecarios y prendarios, continúan con un crecimiento nominal exiguo, mucho menor al de los precios. Los hipotecarios continúan estancados a pesar los programas lanzados. Sumado a esto, cuando el Plan Procrear estaba en funcionamiento, el crédito hipotecario bancario se complementaba con este programa financiado a través de un fideicomiso. Por dicho motivo, no era considerado por las estadísticas bancarias. Recientemente el gobierno anunció el relanzamiento de este plan aunque con muchos cambios.



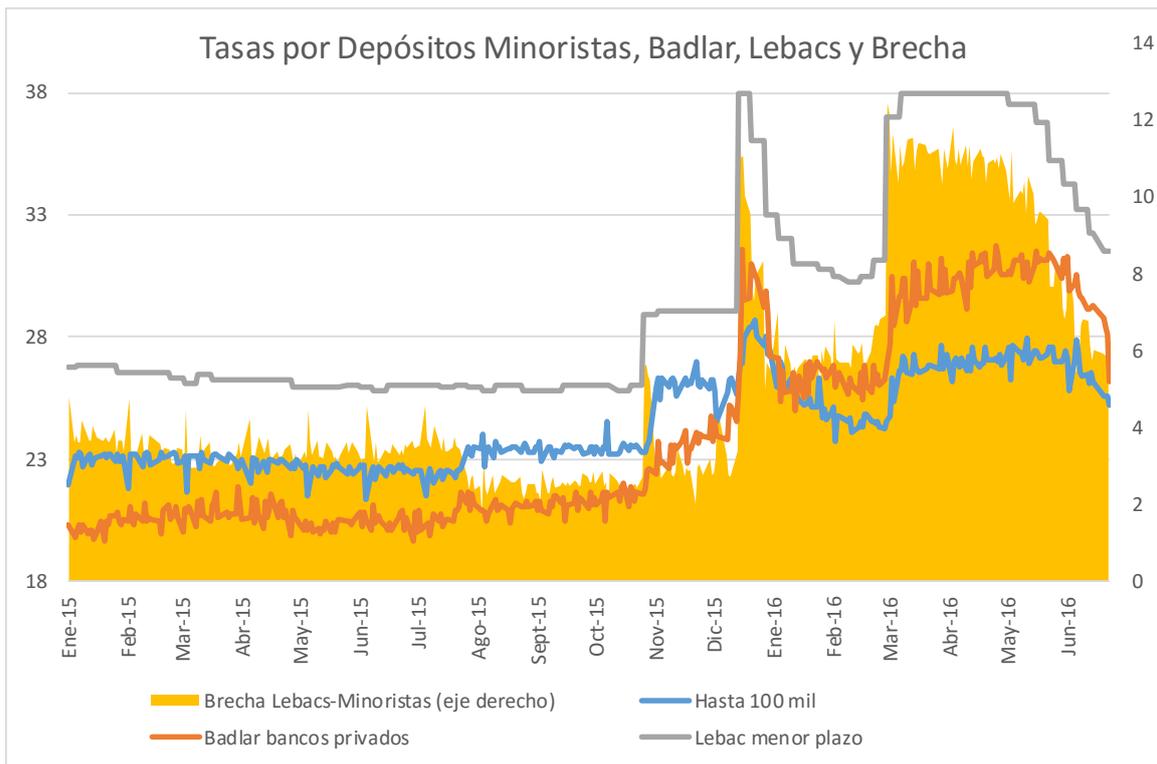
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

## **4. Tasas de Interés Bancarias**

### **4.1 Tasas de interés Pasivas (para depósitos)**

El Banco Central, en su informe monetario mensual de mayo, agrega las LEBACs en manos del sector privado no financiero a los depósitos a plazo a fin de estabilizar la serie de depósitos a plazo mayoristas y describir esta sustitución de activos. La diferencia entre el comportamiento de los depósitos a plazo minoristas y mayoristas, mencionada en el apartado correspondiente, revela que no todos los sectores supieron aprovechar la tasa de las LEBACs de la misma forma. Mientras las empresas y grandes ahorristas sustituyeron depósitos a plazo fijo por LEBACs o Fondos Comunes, los ahorristas minoristas quedaron atrapados en la brecha existente entre las tasas que pagan los bancos y las tasas que los bancos obtienen por esos mismos depósitos cuando los colocan en LEBACs del Banco Central.

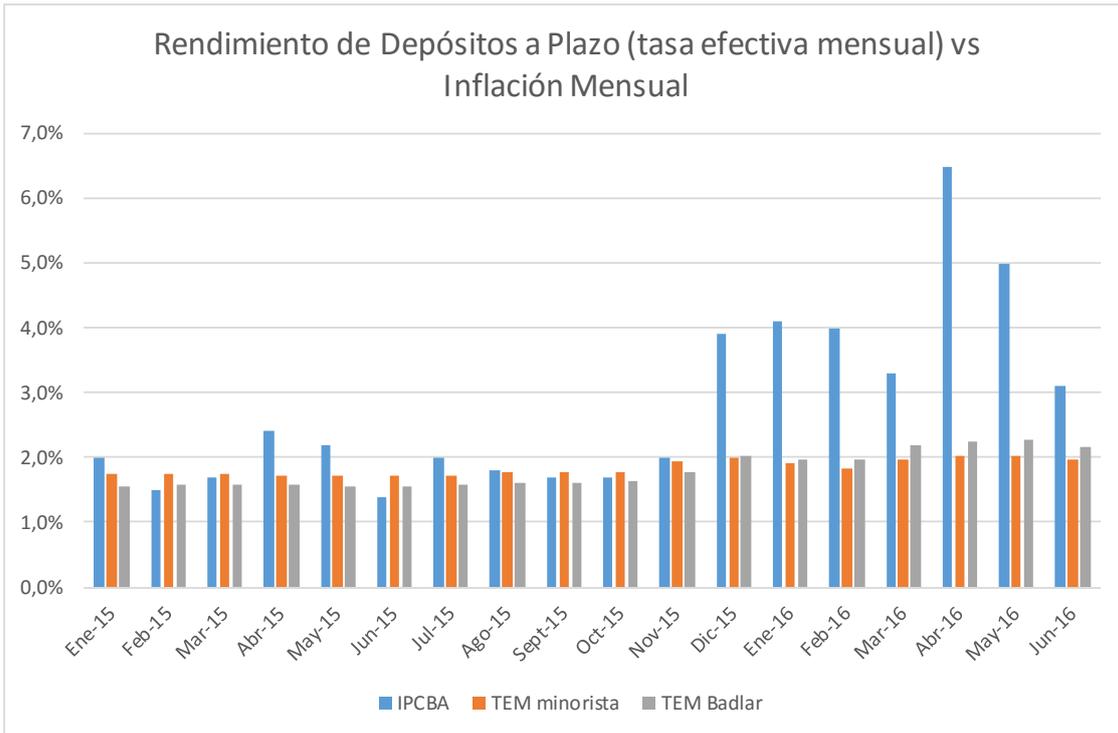
Es decir, los bancos pagan entre un 25% y 30% por depósitos a Plazo Fijo para darse vuelta e invertir esos mismos fondos en LEBACs a una tasa que en su momento llegó a 38%. Vale recordar que las LEBACs son activos financieros libres de riesgo crediticio ya que el Banco Central siempre va a poder pagar sus obligaciones con los pesos que emite. Tampoco hay descalce de plazos ni tasas.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Hasta diciembre de 2015, las tasas de plazo fijo minoristas estaban reguladas para que los bancos paguen a los pequeños ahorristas una tasa similar – descontando el costo del seguro de los depósitos- a la que obtenían por sus inversiones en LEBACs. Con la desregulación de las tasas, los bancos encontraron un negocio libre de riesgo y cómodo: ¿para qué esforzarse en otorgar créditos a PyMES a largo plazo si tienen una inversión libre de riesgo, a 30 días y con una tasa de 38%?

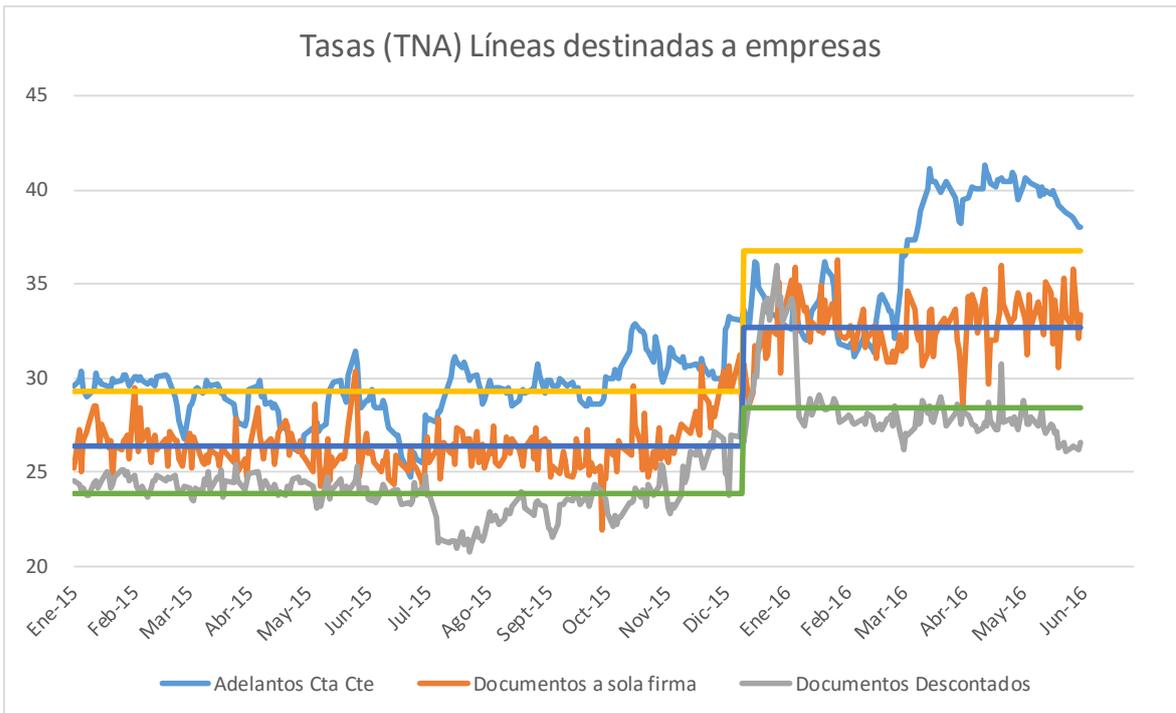
Por otro lado, hasta noviembre de 2015, los depósitos a plazo, sobre todo los minoristas, resultaron ser un buen “refugio” contra la inflación (considerando el IPC de la CABA). Algunos meses los rendimientos (medidos como tasa efectiva mensual) de los depósitos a plazo quedaban arriba y otros por debajo del índice de precios. Desde diciembre de 2015, a pesar de la política de aumento de tasas, la inflación prácticamente duplicó el rendimiento obtenido por los ahorristas. No resultaría extraño que, dada la incertidumbre generada por la volatilidad cambiaria, y que las inversiones en pesos han generado rendimientos fuertemente negativos en términos reales, se intensifique la estructural inclinación por el dólar.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, IPC CABA e INDEC.

#### 4.2 Tasas de interés Activas (tasas de préstamos)

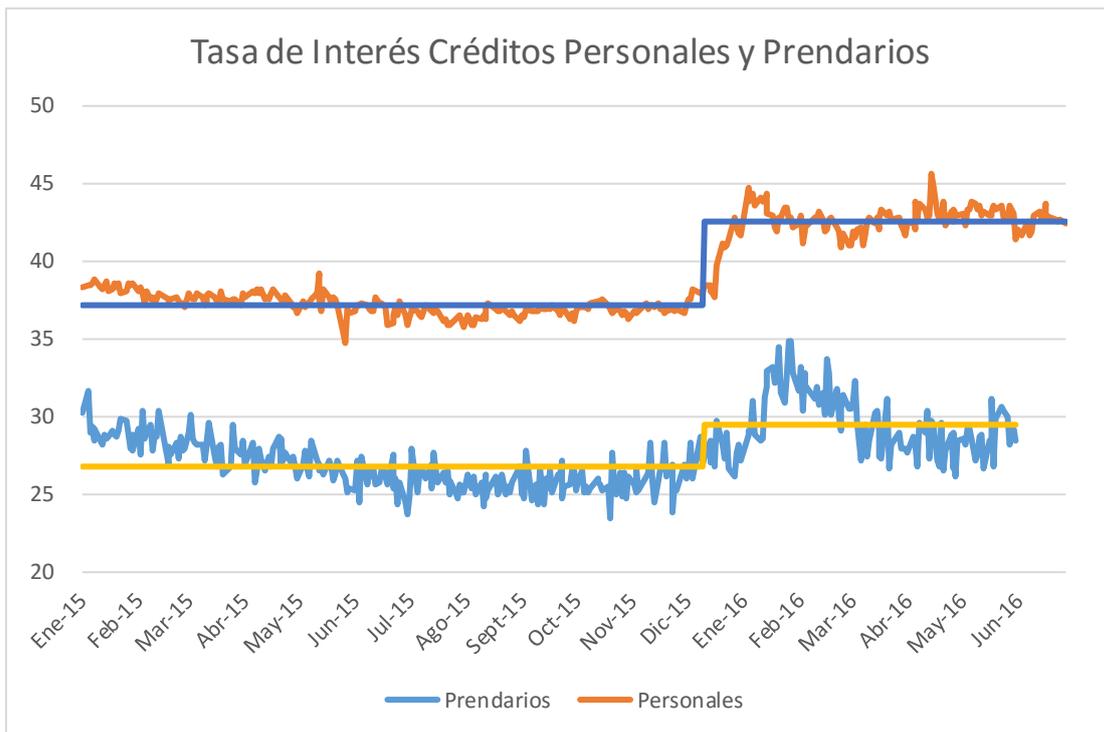
Sumado a la caída de la actividad, otro de los motivos que podría haber disminuido el crédito fue el aumento de las tasas de interés activas, que acompañaron la suba de la tasa de LEBACs. Esta suba afectó a las empresas principalmente por el lado de los costos, es decir, empresas apalancadas que deben refinanciarse a tasas superiores a lo que lo venían haciendo; o no puede refinanciarse y liquidan mercadería para pagar deudas.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

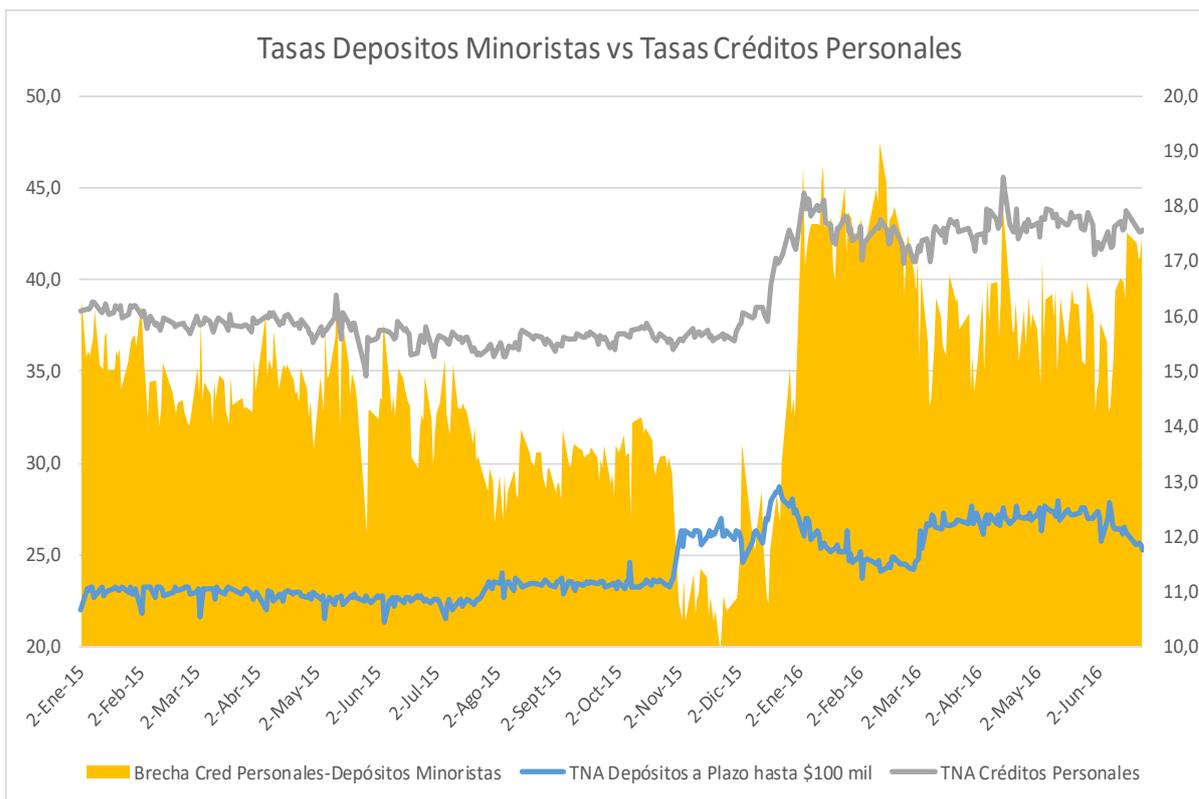
Efectivamente, la Tasa Nominal Anual pagada por una empresa por un Adelanto por Cuenta Corriente arroja un promedio de 29,3% para el período que se extiende desde principios de 2015 hasta el 10 de diciembre de ese mismo año. Luego, la tasa asciende hasta 36,7% (suba de 7,4 p.p.) en promedio para los seis meses siguientes. En el caso de los Documentos a sola firma y Documentos Descontados, el aumento de la tasa promedio entre los períodos considerados equivale 6,3 p.p. y 4,6 p.p., respectivamente.

Las tasas de interés de créditos orientadas principalmente a personas físicas quedaron desreguladas en diciembre de 2015. Previo a esto, el Banco Central fijaba una tasa máxima para este tipo de créditos en relación a las LEBACs de 90 días. Tras la desregulación y el aumento en las tasas de la LEBACs, en promedio, la tasa de los créditos prendarios subió 2,7 p.p., la de los Personales 5,3 p.p. y la de Tarjetas 1,6 p.p.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En resumen, producto de la desregulación de tasas tanto activas como pasivas a partir de diciembre último, se incrementó la brecha entre la tasa que los bancos cobran por sus créditos y la que pagan por los depósitos de los ahorristas. Es decir, la tasa de interés activa, o de los préstamos, aumentó producto del incremento de la tasa de las Lebacs, y también porque se desreguló la tasa máxima. En cambio, la tasa de interés pasivas, para los depósitos (sobre todo los minoristas), subieron menos que la tasa de las LEBACs, producto nuevamente de dicha desregulación. En consecuencia, aumentó la brecha y con ella la rentabilidad de los bancos en desmedro tanto de los ahorristas como de los tomadores de crédito.



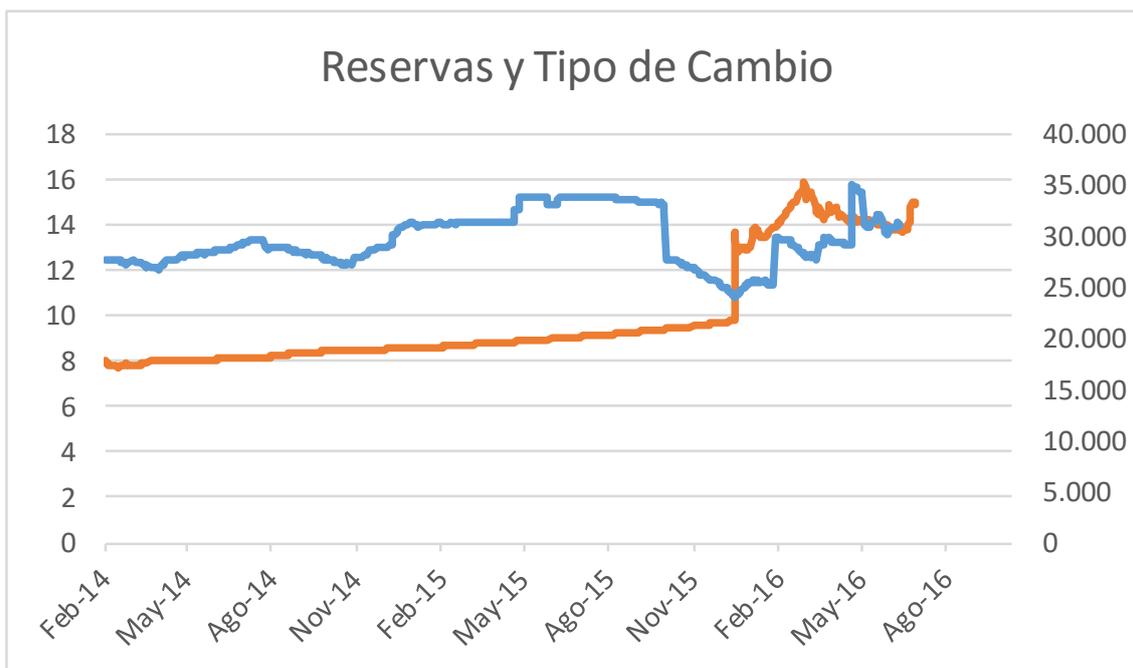
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

## 5. Reservas Internacionales

Como comentábamos anteriormente, la resistencia del BCRA a acumular reservas emitiendo pesos limita las capacidades de la entidad monetaria para estabilizar el mercado cambiario, el cual considera que debe acercarse a la flotación pura (sin intervención del mismo). Recordemos que, en Argentina, la afluencia de divisas es cíclica, producto de la liquidación de la cosecha, lo cual hace del tipo de cambio una variable sumamente inestable.

Solo en momentos donde la apreciación cambiaria alcanzó niveles inadmisibles para el gobierno nacional (debajo de 14) el Banco Central intervino en la punta compradora. Mientras tanto los intentos "reguladores" han pasado por estimular la formación de activos externos: desde el aumento del tope a la compra de dólares mensuales por individuo (de 2 a 5 millones), a los violentos descensos en la tasa de interés. Vale resaltar que el Banco Central encuentra comprometidas gran parte de sus reservas internacionales en pasivos de corto plazo como el *swap* con China (11.000 millones de USD) y el Repo con la banca transnacional (5.000 millones de USD), y en pasivos de discutible

disponibilidad, como son los encajes de los bancos comerciales por 10.000 millones de USD. Recordemos, sin embargo, que las reservas internacionales deben ser suficientes para afrontar prácticamente todos los pasivos en divisas de nuestra economía, sean del sector público (nacional, provincial, empresas estatales, etc.) o privado. También crecen cuando aumentan los pasivos por esos mismos canales.



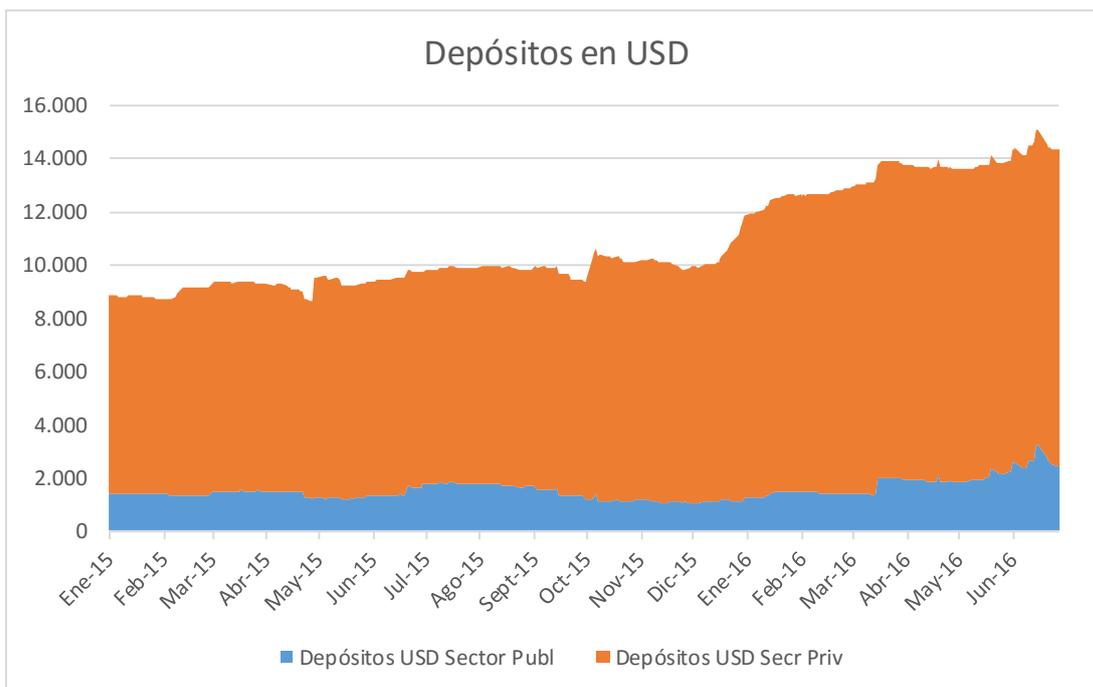
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

A pesar de que las compras de dólares para atesoramiento crecieron significativamente, y parecen ser una característica estructural de toda economía periférica, el alto costo de apalancamiento en pesos estimula la dolarización de pasivos de compañías privadas y gobiernos, impulsados también por la apertura de los mercados internacionales producto de la finalización del conflicto con los *holdouts*. La reciente inestabilidad observable en el tipo de cambio, producto de la reducción de tasas, la finalización del ciclo de liquidación de cosecha anual y la retención de cosecha por parte de los productores agropecuarios, el shock internacional producto del *brexit*, y finalmente, la limitada acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central durante los meses de “vacas gordas”, abren un gran

interrogante acerca de la capacidad de administración actual para controlar la cotización del dólar.

## **6. Depósitos en moneda extranjera**

La evolución de los depósitos en moneda extranjera desde la liberalización del mercado cambiario muestra la esperable dolarización de carteras, acorde con el nivel de compras para atesoramiento mensual publicadas en el primer trimestre. Recordemos que este crecimiento no implica el ingreso de dólares nuevos al sistema, sino que puede ilustrar simplemente un cambio de composición de las reservas internacionales del Banco Central, donde aumentaría la posición originada en encajes de bancos comerciales producto de sus depósitos en USD, y se reducirían las reservas originadas en tenencias propias de la entidad monetaria producto de compras en el mercado abierto. O incluso podría tratarse de creación secundaria de dinero por parte de los bancos comerciales, acorde al aumento del crédito en moneda extranjera. Existen grandes riesgos asociados a la dolarización del sistema, los mismos no están solamente vinculados al descalce de monedas de bancos y deudores (riesgo contemplado en la regulación, según el presidente del Banco Central) sino que pasan principalmente por el descalce de plazos de activos y pasivos de las entidades financieras. Como aclaramos anteriormente, frente a una corrida bancaria, a diferencia de los depósitos en pesos, en el caso de los depósitos en moneda extranjera el Banco Central tiene una capacidad de salvataje limitada a la disponibilidad de reservas. Contemplando que parte de las reservas son los propios encajes en moneda extranjera de los bancos comerciales, y que las mismas no se encuentra en niveles históricamente altos, sería una política monetaria prudente restringir la creciente dolarización del sistema.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

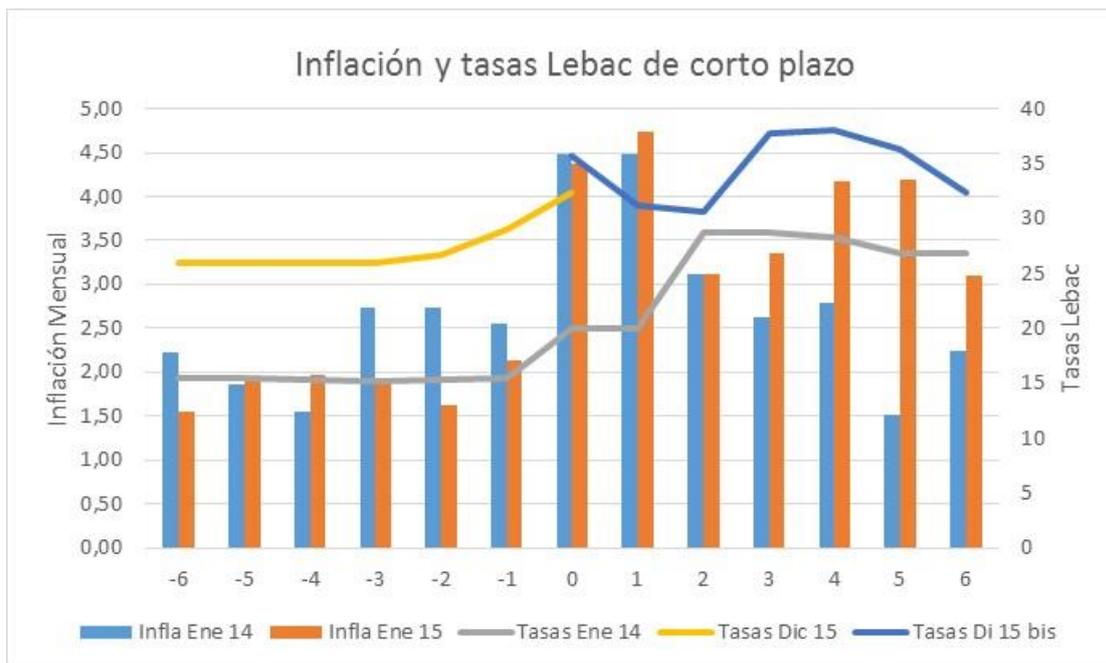
## 7. Inflación

Dado que el Banco Central anuncia como su principal objetivo de política económica la reducción de la inflación, resulta primordial esbozar el diagnóstico que hace del fenómeno la nombrada institución. Los informes de la misma resultan contradictorios al respecto, mientras que en algunos ocasiones se resalta un enfoque monetarista básico, dónde el aumento de precios se debería a un exceso de emisión monetaria, en otros casos se resalta la intención de utilizar una política de metas de inflación, reguladas a través de la tasa de interés, y dónde el fenómeno inflacionario podría asociarse a cierto exceso del nivel de actividad vinculado al mercado de trabajo (la tasas de desempleo actual estaría ubicada por debajo de la NAIRU). En ambos diagnósticos, las políticas monetarias recomendadas implican una fuerte desaceleración del nivel de actividad, sean las mismas por tasa o disponibilidad de dinero.

Dentro de las ideas ortodoxas que no parecen ser tenidas en cuenta, están las visiones del monetarismo moderno, o varias visiones del *inflation targetting*, donde las expectativas juegan un rol preponderante al momento de generar inercia inflacionaria. Si este fuera el caso, se esperaría una política anunciada, prolija y creíble, aparentemente nunca intentada por la gestión actual.

Más allá de las limitaciones propias de estas teorías y sus consecuentes políticas, claramente observables en la incapacidad de limitar los aumentos de precios, consideramos que las mismas podrían generar efectos antiinflacionarios. Los altos niveles de tasas activas pueden instar a las grandes corporaciones y gobiernos, con acceso a los mercados internacionales de capital, a incrementar su endeudamiento en divisas, generando así cierta estabilidad cambiaria que, junto a la apertura importadora y el incremento del desempleo, podrían llegar a morigerar las presiones inflacionarias.

Sin embargo, sucede que estos mismos niveles de tasas de interés podrían generar presiones alcistas, dada su impacto en las estructuras de costos empresariales. Resulta interesante comparar los efectos inflacionarios de las devaluaciones de enero de 2014 y diciembre de 2015, con sus respectivas políticas de tasas. En ambos casos se aumentaron los niveles de tasa de forma destacable, y aunque en 2014 se observó una posterior estabilización en los niveles de variación de precios, el efecto en 2015, con tasa mucho más altas, parece ser de moderado a nulo. Probablemente esto se deba a la inexistencia de un proceso inflacionario de demanda en la Argentina, y más bien se estén observando los shocks producidos por el aumento del tipo de cambio, y la presión sobre la totalidad de la estructura de costos de las compañías (principalmente suba de tarifas y costos importados) combinada con la puja distributiva.



Eje horizontal: meses desde la devaluación.

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, CESO e Indec

## Conclusiones

La devaluación llevada a cabo por el Banco Central el 17 de diciembre de 2015, conocida mediáticamente como “levantamiento del cepo”, resultó ser un golpe al salario y al mercado interno. También, para contener al dólar de una devaluación aún mayor que la realizada, el Banco Central decidió subir (y luego bajar) fuertemente la tasa de interés en dos oportunidades. En suma, tanto la merma en la actividad como el incremento de las tasas de interés impactaron de lleno sobre los préstamos bancarios al sector privado.

La mirada monetarista de la inflación impidió al Banco Central estabilizar el mercado cambiario a través de compras de divisas en el mercado abierto. En sus intentos por lograrlo a través de la tasa de LEBAC (mecanismo de muy dudosa eficacia), le imprimió una enorme volatilidad a la tasa de fondeo de las empresas que acompañó pasivamente los vaivenes cambiarios. El resultado parece ser una firme dolarización del sistema combinada con un rotundo aumento de la volatilidad cambiaria y de tasas.

La inflación (cambiaria, de costos y por puja distributiva) no parece ceder a pesar de la violenta contracción económica. Por su parte, la inversión, ante un escenario de extrema volatilidad de las variables monetarias y retracción de la

demanda agregada, no encontraría motivos claros (ni desde una visión heterodoxa ni ortodoxa) para apostar a un incremento de la capacidad instalada. La caída del crédito destinado a las empresas da cuenta de este fenómeno.

La relación entre los agregados monetarios y la inflación se comportó de forma opuesta a lo que predice la visión del BCRA que recurrentemente repiten los artículos periodísticos. La inflación se disparó al mismo tiempo que el Banco Central absorbía Pesos mediante tasas de Lebacs que rozaron el 40%.

La intermediación financiera no aumentó cuando se liberaron las tasas de interés hasta diciembre reguladas por el Banco Central, por el contrario, hay una clara desaceleración del crédito, el crecimiento de los depósitos minoristas se mantuvo en tasas similares a las del año pasado y los depósitos mayoristas cayeron sustituidos por Lebacs y otros activos financieros. Lo que la desregulación sí generó es un aumento de la brecha entre tasas activas y pasivas, aumentando la rentabilidad de los bancos a costa de sus acreedores, los ahorristas y del propio Banco Central.

El Banco Central también comenzó a fomentar la “despesificación” del sistema financiero al flexibilizar los criterios para otorgar financiación en moneda extranjera. Históricamente, para flexibilizar el crédito golpeado por las políticas monetarias contractivas, los gobiernos neoliberales han recurrido a la dolarización del sistema financiero. El riesgo es que se carece de un Banco Central que pueda responder a una corrida, toda vez que la cantidad de dólares con que cuenta la entidad es siempre limitada y en el contexto actual lo es aún más.