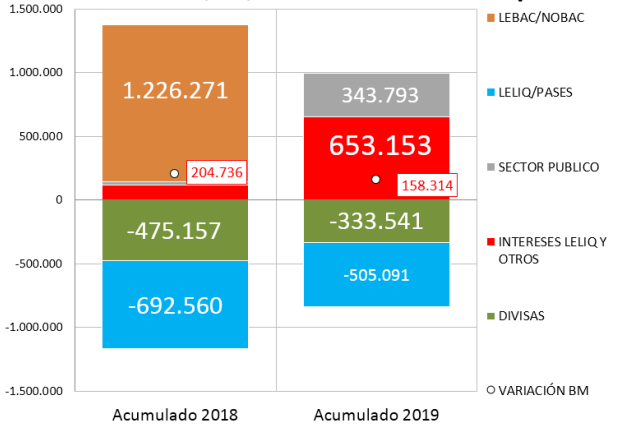
POLÍTICA MONETARIA

Desde las elecciones del mes de octubre, el programa monetario acordado con el FMI (en reemplazo del esquema de "metas de inflación"), cuyo eje central radicaba en congelar la base monetaria, llegó a su fin -luego de 12 meses- debido a que **la emisión primaria del dinero** entre octubre y lo que va de diciembre alcanzó $257.000 millones; monto que representó el 19% de la base monetaria. En particular, **los principales factores que explicaron dicha inyección** resultaron la compra de dólares al sector privado, adelantos transitorios ($190.000 millones) y la modificación del encaje remunerado sobre los depósitos a la vista; en este último caso, se pasó de Letras de Liquidez (LELIQ) a utilizar la cuenta corriente en el BCRA (pasivo no remunerado). Por consiguiente, en noviembre **el ritmo de expansión del promedio de la base monetaria en términos interanuales** se incrementó en 18 p.p. respecto a lo registrado en septiembre, y alcanzó un +24%; por lo tanto, **dicho agregado monetario** culminó el mes de noviembre en $1.672 millones.

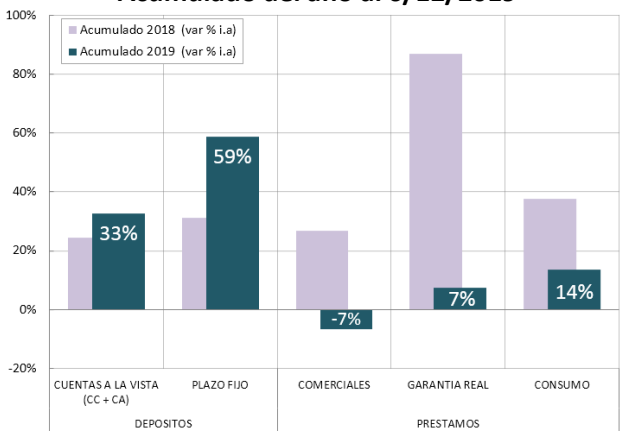
Gráfico 18. Variación de la base monetaria acumulada al 6/12/2019. En millones de pesos.



Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA.

La política monetaria resultante del acuerdo con el FMI escondió "debajo de la alfombra" **un pasivo remunerado (LELIQ)** -orientado a absorber el desarme de las LEBAC a fines del año pasado y el exceso de liquidez en función de la meta monetaria- que evidenció un fenomenal crecimiento motorizado por los elevados retornos, hasta alcanzar un saldo de $1.300 millones a fines de agosto. La política monetaria de "transición", encuadrada en el cepo cambiario, tiene como objetivo descomprimir el stock de LELIQ (actualmente, dicho saldo se ubica en $700.000 millones). En ese sentido, además de modificar las exigencias de efectivo mínimo, el BCRA validó un descenso de la tasa de interés oficial; así, luego del récord verificado en septiembre de 85% anual, **la tasa de las LELIQ** cayó 22 p.p., hasta situarse en 63% anual. **El saldo promedio de los depósitos en pesos del sector privado** registró un aumento del +33% en lo que va de diciembre respecto al mismo lapso del año anterior, evidenciando un incremento de las colocaciones a la vista del +41% y una suba de los depósitos a plazo fijo del +27%; sin embargo, como puede observarse en el gráfico siguiente, en el acumulado del año las colocaciones a plazo fijo presentaron una expansión del +59%. Por su parte, las colocaciones a plazo fijo ajustadas por UVA se ubicaron en $20.000 millones, cifra que significó un tercio al observado en el mes de mayo.

Gráfico 19. Depósitos y créditos en pesos Acumulado del año al 6/12/2019



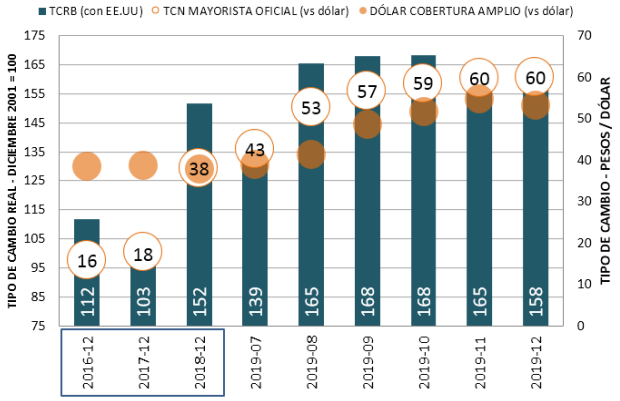
Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Las elevadas tasas impactan negativamente en el stock crediticio. Ergo, en un contexto de galopante inflación (52% anual), si bien **los préstamos en pesos al sector privado** experimentaron una deplorable performance en el acumulado del año (gráfico anterior), mostraron una leve aceleración en lo que va de diciembre y crecieron un +13% respecto al mismo período del año previo; en efecto, considerados en términos nominales, **los créditos comerciales** (adelantos + documentos + otros) registraron una mayor dinámica al expandirse un +25%; por su parte, las **líneas orientadas a financiar el consumo** (tarjeta + personales) mostraron una suba del +21%; por último, **los préstamos de garantía real** (hipotecarios + prendarios), se contrajeron un -4%.

POLÍTICA CAMBIARIA

El tipo de cambio (mayorista) opera, desde comienzos de noviembre, con menor volatilidad y el precio del billete verde se ubica en $60 (misma cotización a la registrada en septiembre), evidenciando una variación anual del +60%. La implementación de mayores restricciones para la compra de moneda extranjera (tope de compra mensual de U$S200 por persona) y aceleración de la liquidación de los "agro-dólares" (ante la expectativa de mayor carga impositiva con el nuevo gobierno) explicaron la menor inestabilidad del dólar y una moderación en el ritmo del drenaje de las reservas en comparación a lo sucedido los meses previos. En consecuencia, la vuelta del cepo alimenta automáticamente mercados cambiarios alternativos (dólar paralelo, contado con liquidación y otras variantes) con una brecha actual que supera el 20% respecto al oficial. **En cuanto al tipo de cambio real (respecto al dólar)**, el indicador se expandió en promedio en noviembre un +11% respecto a igual período del año pasado y orilló el valor más alto de la última década. **Por su parte, el "dólar cobertura amplio"** (base y pasivos monetarios respecto a las reservas) se situó en $54.

Gráfico 20. Tipo de cambio (ARS/USD) promedio mensual. Nominal, real bilateral y cobertura

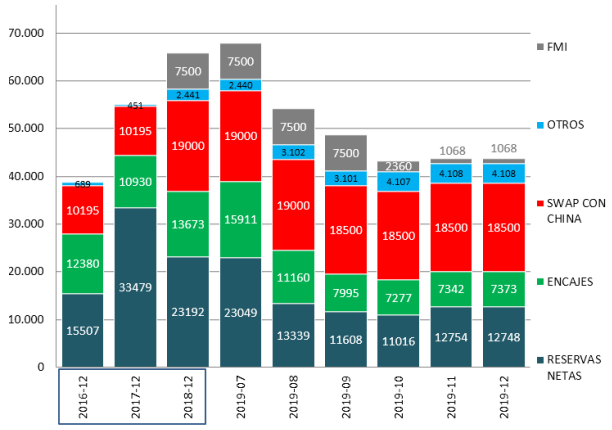


* 201912 el tipo de cambio real fue estimado.

Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA.

Luego de alcanzar, en el mes de abril, el máximo de U$S77.000 millones, **las reservas internacionales** se contrajeron un -45% y se ubicaron a comienzos de diciembre en U$S43.800 millones; es decir, en un semestre las arcas del BCRA mermaron en U$S34.000 millones. En particular, dos tercios de dicha caída se concentró luego de las elecciones primarias. Para un correcto cálculo del "poder de fuego" de la autoridad monetaria, resulta conveniente depurar de las reservas declaradas por el BCRA el swap con China, el préstamo del FMI para fortalecer las reservas, encajes de los depósitos en dólares, y otros pasivos; por lo tanto, las **reservas netas** se ubicaron en lo que va de diciembre en U$S12.754 millones, tal como puede observarse en el gráfico, evidenciando una caída de U$S10.000 millones respecto al monto registrado antes de las elecciones internas.

Gráfico 21. Reservas no comprometidas al 6/12/2019. Cierre del mes



Fuente: elaboración GERES en base a datos de BCRA

El cepo acotó significativamente uno de los tres canales principales de drenaje de las reservas: **la venta de dólares por parte del BCRA**. Resulta importante señalar que desde noviembre, y luego de nueve meses, el BCRA compró U$S2.223 millones que destinó a fortalecer las reservas y, hasta el momento, evitó que la mega emisión se orienté al dólar. Sin embargo, persisten dos factores que complican aún más la situación de las reservas en el corto plazo. Por un lado, la devolución de **los depósitos a plazo fijo en divisas del sector privado** resulta ser el principal factor que explica el derrape de las reservas, dado se redujeron en casi U$S13.700 millones desde agosto y dicho stock se sitúa en U$S18.272 millones; en particular, desde el mes de octubre dichas colocaciones desaceleraron su caída. Por otro lado, **los próximos vencimientos de deuda en moneda extranjera** comprometen la delicada situación de las reservas dado que exponen la falta de capacidad de pago: de no mediar una reestructuración de los compromisos y/o recibir un nuevo giro por parte del FMI.