



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1226 – 19 de Septiembre de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Estrategias de Política Monetaria y dinámica de los depósitos

En Foco 1 – Joaquín Berro Madero

Los datos de la cadena de pagos hasta agosto venían mejorando respecto de 2018

En Foco 2 – Marcos O´Connor

Brecha cambiaria: diferencias entre el actual control de cambios y el “cepo” que tuvo vigencia hasta fin de 2015

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

En lo que va del 2019, la recaudación provincial se ubica por debajo de la inflación

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial: **3**

Estrategias de Política Monetaria y dinámica de los depósitos

- Tras las PASO, el BCRA tenía tres opciones: controlar el precio del dólar, dejarlo flotar, aplicar control de cambios. En las semanas siguientes, lo que se observó es que la autoridad monetaria tomó esas opciones, pero en forma secuencial
- A partir del 2 de septiembre, cuando se implementa el control de cambios, se redujo el ritmo de caída de las reservas del BCRA y el tipo de cambio oficial se ubicó en un nivel inferior al de fin de agosto, pero emergió “la brecha cambiaria”
- En la dinámica post PASO, el stock de depósitos en pesos del sistema bancario no varió en forma significativa, aunque sí su composición, ya que aumentó su participación el segmento transaccional y se redujo el de los plazos fijos. Los depósitos en dólares, a su vez, se redujeron poco más de 10.000 millones, siendo financiada esta salida en un 20% con el recupero de préstamos y en un 80% con los encajes depositados en el BCRA
- Es notable la liquidez que conservan los bancos luego de la turbulencia de las últimas semanas. Para los depósitos en dólares, la liquidez se estima en un 52%, mientras que este guarismo alcanza al 58% para los depósitos a plazo fijo en pesos

En Foco 1: **11**

Los datos de la cadena de pagos hasta agosto venían mejorando respecto de 2018

- En agosto desaceleraron los montos compensados, pasando de 38% a/a en julio a 22% a/a en agosto; en el mismo sentido, desaceleraron los montos de cheques rechazados de 20% a/a a 13% a/a
- En este contexto, el índice de montos rechazados sobre compensados mejora desde 4,9% verificado durante los primeros ocho meses de 2018 hasta 3,1% ahora; aunque todavía se ubica por encima de los valores verificados en 2016 y 2017, con un 2,45% promedio
- Asimismo, los montos rechazados y finalmente no cobrados representaron el 1,65% del total compensado, dato que compara con el 1,8% verificado en el periodo enero-agosto del año pasado

En Foco 2: **13**

Brecha cambiaria: diferencias entre el actual control de cambios y el “cepo” que tuvo vigencia hasta fin de 2015

- Actualmente, la brecha entre el “contado con liquidación” y el tipo de cambio oficial es de 13,1% (último dato), cuando entre 2013 y 2015 promedió el 45,4%
- Sin embargo, actualmente el tipo de cambio oficial, medido en términos reales, se ubica un 63% por encima del observado entre 2013 y 2015. Incluso el tipo de cambio oficial actual se encuentra por encima del promedio del “contado con liquidación” que se observó entre 2013 y 2015
- Estas diferencias no deben utilizarse para proyectar estas variables: la brecha cambiaria se encuentra determinada también por las expectativas de inflación, de devaluación y del grado de restricciones existentes para acceder a dólares a través del mercado oficial

En Foco 3: **16**

El dato regional de la semana: En lo que va del 2019, la recaudación provincial se ubica por debajo de la inflación

- Excepto Neuquén, en el resto de provincias los recursos tributarios propios evolucionaron por debajo del ritmo de la inflación
- Con pérdidas en términos reales de hasta un dígito se encuentran las provincias de San Juan, Entre Ríos, Santa Cruz, Río Negro y Santa Fe
- En cambio, el resto de provincias experimentó un deterioro significativo de la recaudación en términos reales. En Tierra del Fuego y Chaco esa merma superó el 20% interanual

Editorial

Estrategias de Política Monetaria y dinámica de los depósitos

Gustavo Reyes

- Tras las PASO, el BCRA tenía tres opciones: controlar el precio del dólar, dejarlo flotar, aplicar control de cambios. En las semanas siguientes, lo que se observó es que la autoridad monetaria tomó esas opciones, pero en forma secuencial
- A partir del 2 de septiembre, cuando se implementa el control de cambios, se redujo el ritmo de caída de las reservas del BCRA y el tipo de cambio oficial se ubicó en un nivel inferior al de fin de agosto, pero emergió “la brecha cambiaria”
- En la dinámica post PASO, el stock de depósitos en pesos del sistema bancario no varió en forma significativa, aunque sí su composición, ya que aumentó su participación el segmento transaccional y se redujo el de los plazos fijos. Los depósitos en dólares, a su vez, se redujeron poco más de 10.000 millones, siendo financiada esta salida en un 20% con el recupero de préstamos y en un 80% con los encajes depositados en el BCRA
- Es notable la liquidez que conservan los bancos luego de la turbulencia de las últimas semanas. Para los depósitos en dólares, la liquidez se estima en un 52%, mientras que este guarismo alcanza al 58% para los depósitos a plazo fijo en pesos

A lo largo del último mes, luego del resultado de las elecciones Paso, la economía de Argentina ha estado sufriendo una importante crisis: el tipo de cambio y la prima de riesgo país aumentaron un 27% y 140% respectivamente y las reservas del Banco Central cayeron un 25%. A lo largo de las semanas, las autoridades del Banco Central (BCRA) fueron cambiando la estrategia para afrontar la crisis y el sistema financiero resultó afectado en la evolución de sus depósitos.

En esta editorial vamos a analizar tanto las diferentes políticas que siguieron las autoridades monetarias para afrontar la crisis, como también la estrategia que tuvieron los bancos para afrontar la salida de depósitos y cómo quedó la liquidez de las entidades para seguir afrontando las mencionadas turbulencias.

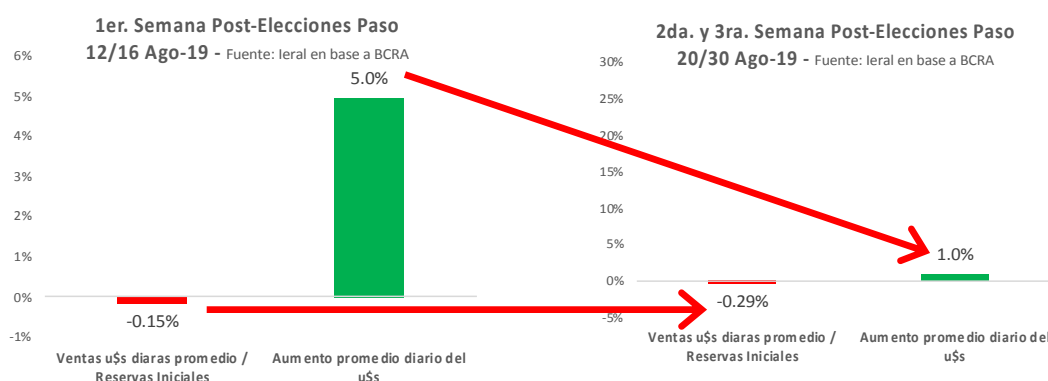
Las políticas seguidas por las autoridades monetarias

Tal como había sido anticipado en una de las editoriales del mes pasado, el resultado de las elecciones Paso le había dejado al BCRA tres posibles cursos de acción en su política cambiaria. Cada una tenía, no sólo implicancias muy diferentes para la evolución de las variables claves de la economía, sino también para la herencia con la que comenzará el 2020¹. Las posibles estrategias mencionadas en aquella editorial eran las siguientes:

a) controlar el precio dólar, b) dejar flotar al tipo de cambio y c) control de cambios.

Habiendo pasado un poco más de 1 mes de las elecciones Paso, las autoridades del BCRA ejecutaron las 3 políticas mencionadas en forma secuencial:

- La primera semana después de las mencionadas elecciones, el BCRA dejó prácticamente flotar al tipo de cambio (su intervención en el mercado cambiario fue acotada).
- En la segunda y tercera semana, las autoridades monetarias cambiaron drásticamente su estrategia: duplicaron las ventas de divisas y lograron una marcada moderación en la evolución del tipo de cambio.



¹ Ver "El escenario económico post-Paso", Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 22 de agosto de 2019, Año 28, Edición N° 1221, páginas 7 y 8, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4031-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

- Al inicio de la cuarta semana, a efectos de reducir el drenaje de reservas, las autoridades tuvieron que cambiar nuevamente su estrategia y establecieron controles en el mercado de cambios².

Evolución de las principales variables claves

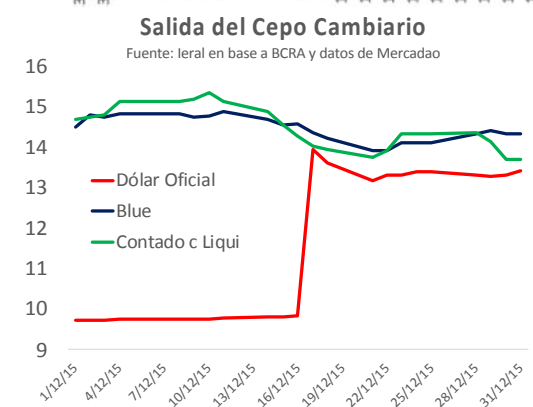
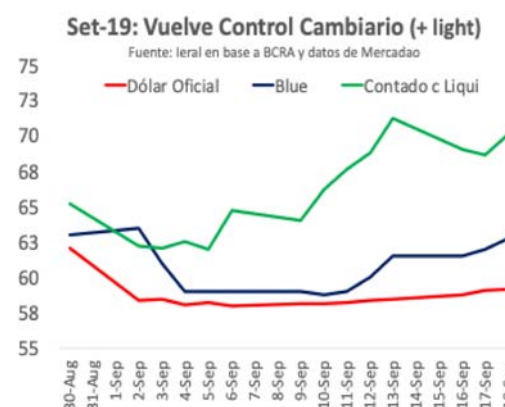
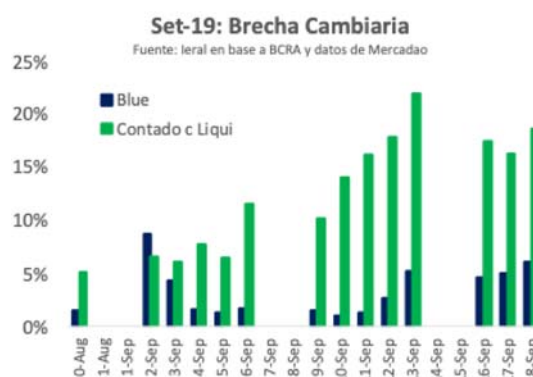
durante las 3 primeras semanas post elecciones Paso (9 al 30 de agosto)

- Dólar: 33% de aumento,
- Reservas del BCRA: 18% de caída,
- Prima de Riesgo: 190% de aumento,
- Depósitos a Plazo Fijo en \$: 5.6% de caída,
- Depósitos en u\$s: 18% de caída,

Los nuevos controles cambiarios redujeron el ritmo de caída en las reservas del BCRA y generaron en el tipo de cambio los efectos exactamente contrarios a los producidos, a fines del 2015, cuando se removieron las restricciones del cepo cambiario. En aquella oportunidad había aumentado el dólar oficial y caído los tipos de cambio informales. Ahora, con la reinstauración de los controles, el tipo de cambio oficial se redujo y subió el dólar informal (contado con liquidación) junto con la brecha cambiaria³.

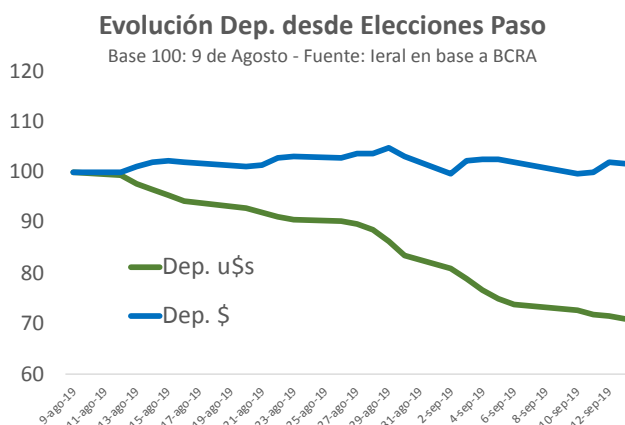
² Ver "La administración de reservas pasó a ser una variable clave para el período de definiciones políticas", Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 5 de septiembre de 2019, Año 28, Edición N° 1224, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4037-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

³ La brecha cambiaria del dólar contado con liquidación sube más fuerte que la del dólar blue porque la restricción del control de compra de dólares resulta total para las empresas pero relativamente leve para el promedio de las familias (máximo u\$s 10.000 por mes).

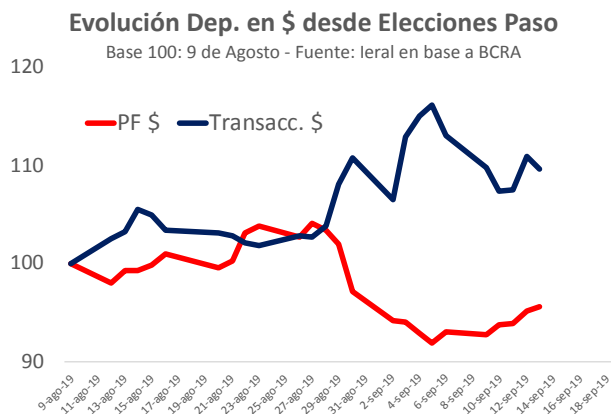


Estrategias de los bancos para afrontar la salida de depósitos

Como se mostró anteriormente, la inestable situación económica terminó afectando la evolución de los depósitos en los bancos. Si se clasifican los depósitos de acuerdo a las monedas en que fueron realizados, la caída de depósitos se registró solamente en los depósitos en moneda extranjera ya que el total de depósitos en pesos prácticamente no resultó afectado durante la crisis.



Si bien el total de los depósitos en pesos no resultó alterado por la crisis, la composición de los mismos sí presentó importantes cambios ya que subieron los transaccionales (cuenta corriente y caja de ahorro) y cayeron los plazos fijos.



¿Cómo afrontaron los bancos la caída de los depósitos en dólares?

Entre el viernes anterior a las elecciones Paso (9 de agosto) y el 13 de septiembre (último dato disponible a la hora de escribir esta editorial), los depósitos en dólares habían caído un poco más de u\$s 10.000 millones (29 %). La estrategia llevada a cabo por los bancos para afrontar esta caída de los depósitos en dólares fue la cancelación parcial de los préstamos en dólares y la disminución de los encajes (en dicha moneda) depositados en el Banco Central. La cancelación de los préstamos permitieron financiar aproximadamente un 20% de la salida de depósitos mientras que el restante 80% fue afrontado mediante las reducciones de los encajes depositados en el Banco Central⁴.



Como se muestra en uno de los gráficos anteriores, el ritmo del drenaje de depósitos en dólares se ha frenado durante las últimas semanas. Más allá de esta buena noticia, igual es importante conocer cómo está actualmente la liquidez en moneda extranjera del promedio del sistema financiero.

Dado que los bancos remunerar sus depósitos, cuando los mismos llegan a los bancos, las entidades financieras deben "usar" dichos fondos para "producir" recursos de forma tal de generar rentabilidad para el banco y poder pagar los intereses a los ahorristas. Por lo

⁴ Esta caída en los encajes en dólares explican casi el 50% de la reducción del total de reservas del BCRA en este período.

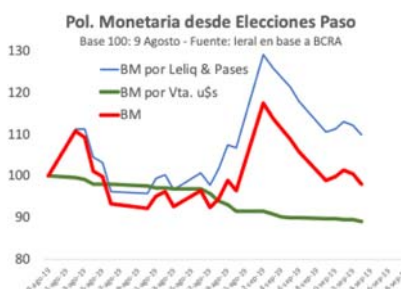
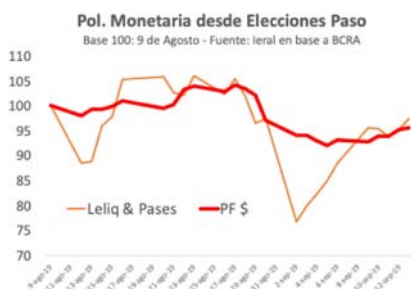
tanto, ni en Argentina ni en ningún país del mundo, es imposible que los bancos puedan mantener ocioso el 100% de sus depósitos. Por esta razón, dependiendo las condiciones de la economía, las entidades financieras mantienen en forma líquida sólo una pequeña fracción de los mismos (generalmente inferior al 20%).

De esta forma, los fondos líquidos siempre resultan menores que el total de los depósitos. En el caso del sistema financiero de nuestro país, la liquidez en dólares mantenida por los bancos antes de las elecciones Paso era cercana al 55% de los depósitos y actualmente se encuentra en niveles cercanos al 52%.



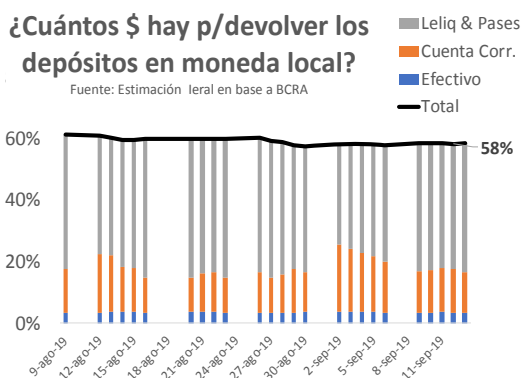
¿Cómo afrontaron los bancos la caída de los plazos fijos en pesos?

La caída de los depósitos a plazo fijo en pesos por los bancos fue financiada por reducciones en las tenencias de Leliq y Pases por parte de los bancos. Esta cancelación obligó al Banco Central a emitir Base Monetaria para pagar dichos pasivos. Esta mayor emisión de pesos por parte de la autoridad monetaria fue absorbida nuevamente a través de las ventas de dólares en el mercado cambiario. El resultado neto fue una casi total compensación ya que los registros del Banco Central (al 13 de setiembre) muestran que la Base Monetaria presenta niveles prácticamente iguales a los del viernes previo a las elecciones Paso (9 de agosto).



¿Con qué financiaron los bancos la caída de los Plazos Fijos en \$ y qué efectos tuvo sobre la Política Monetaria?

Si bien la caída de los depósitos a Plazo Fijo redujo un poco la liquidez en pesos que tienen los bancos (del 61% al 58%) sobre los depósitos en dicha moneda, la misma aún se encuentra actualmente en niveles bastante elevados aunque gran parte de la misma se encuentra compuesta por Leliq y Pases del Banco Central.



Conclusiones

La magnitud de la crisis desatada inmediatamente después de las elecciones Paso llevó al Banco Central a cambiar rápidamente sus distintas estrategias de política monetaria y terminó reinstaurando controles cambiarios que incluyen restricciones a la compra de divisas y al giro de las mismas al exterior. Como era lógico de esperar, estos controles dieron lugar al renacimiento de distintos tipos de cambio y al aumento en la brecha cambiaria.

La crisis encontró al sistema financiero bastante líquido tanto en pesos como en dólares, lo cual le permitió sortear la caída en los depósitos en moneda extranjera y de los plazos fijos.

Afortunadamente, en las últimas semanas la magnitud de las salidas de depósitos se redujo considerablemente pero el panorama de incertidumbre sigue latente. Teniendo en cuenta que aún falta un poco más de un mes para las elecciones presidenciales, difícilmente este clima cambie radicalmente en dicho período. Por esta razón, aún con los controles cambiarios impuestos, la dinámica del mercado monetario y financiero deberá seguirse con atención.

En Foco 1

Los datos de la cadena de pagos hasta agosto venían mejorando respecto de 2018

Joaquín Berro Madero

- En agosto desaceleraron los montos compensados, pasando de 38% a/a en julio a 22% a/a en agosto; en el mismo sentido, desaceleraron los montos de cheques rechazados de 20% a/a a 13% a/a
- En este contexto, el índice de montos rechazados sobre compensados mejora desde 4,9% verificado durante los primeros ocho meses de 2018 hasta 3,1% ahora; aunque todavía se ubica por encima de los valores verificados en 2016 y 2017, con un 2,45% promedio
- Asimismo, los montos rechazados y finalmente no cobrados representaron el 1,65% del total compensado, dato que compara con el 1,8% verificado en el periodo enero-agosto del año pasado

El deterioro económico post elecciones PASO, no se vio aún reflejado plenamente en la cadena de pagos. Los datos del mes de agosto reflejaron una leve mejoría en la dinámica pagos vía cheques. Sin embargo, se verificó una significativa desaceleración de los montos compensados; seguramente vinculado a freno en la actividad económica. Asimismo, tomando el acumulado enero-agosto se verifica una mejoría sustancial respecto a idéntico periodo de 2018. Seguramente, habrá que esperar los datos de septiembre en adelante para ver el impacto que tendrán las actuales turbulencias cambiarias y financieras sobre estos medios de pago.

En agosto, el monto de cheques compensados creció 22% a/a, luego del 38% a/a verificado en julio. Seguramente esta desaceleración este vinculada a un menor nivel de actividad a partir del 11 de agosto, día de las elecciones PASO. Naturalmente, la merma en montos compensados implicó una merma en los montos rechazados via cheques, que pasaron de crecer 20% a/a en julio a 13% a/a en agosto. Asimismo, los montos rechazados finalmente no cobrados tuvieron un comportamiento similar, pasando de 14% a/a en julio a 9% a/a el mes pasado.

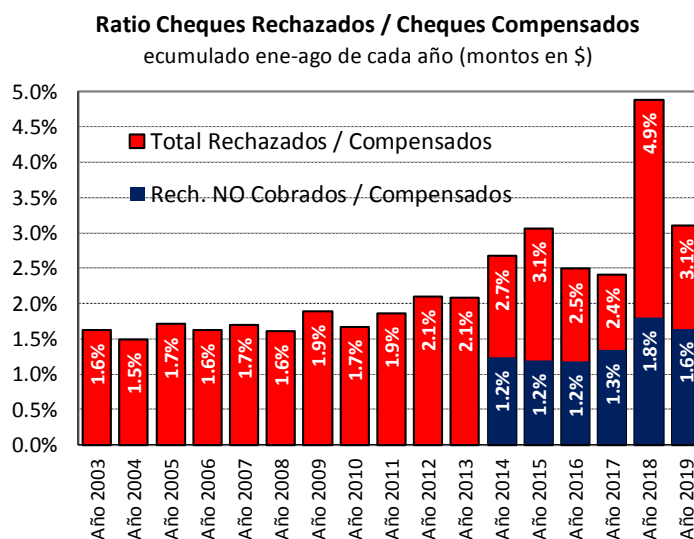
Esta performance permitió verificar cierta mejora en los ratios de montos rechazados sobre montos compensados. De esta forma, el cociente paso de 2,8% en julio a 2,5% el

mes pasado. Y, el cociente entre montos rechazados finalmente no cobrados y montos compensados paso de 1,7% en julio a 1,66% en agosto.

Hay que tener en cuenta que los datos actuales comparan con un 2018 que fue complejo en materia de cadena de pagos. Esto es, para el acumulado enero-agosto se tiene que el monto de cheques compensados creció 28% respecto de idéntico periodo de 2018, dato que compara con el 25% a/a verificado en idéntico periodo de 2018. Asimismo, los montos rechazados vía cheque se contrajeron -19% a/a para el acumulado enero-agosto, luego de haberse expandido 153% a/a en 2018. Por su parte, los montos de cheques rechazados finalmente no cobrados -que el año pasado habían crecido 68% a/a- recortaron su expansión a 17% a/a este año; siempre tomando el acumulado enero-agosto.

En este contexto, en los primeros ocho meses del año, se verifico un recorte en el indicador de montos rechazados que paso de representar el 4,9% del total compensado en 2018 a 3,1% este año. Sin embargo, se trata de valores que se ubican un escalón por encima de los verificados en 2016 y 2017 un 2,45% promedio tomando los primeros ocho meses de cada año. Asimismo, de este total de montos rechazados hay una gran porción cuyos emisores terminan rescatando, con lo cual el porcentaje de monto rechazados y finalmente no cobrados es sustancialmente menor. Así, tomando el periodo enero-agosto, los montos rechazados no cobrados pasaron de 1,8% del total rechazado en 2018 a 1,65% este año. Otra vez, un nivel levemente inferior al del año pasado pero superior al verificado en años anteriores (1,24% promedio entre 2014 y 2017).

Como refleja el grafico de más abajo, se denota una baja en el nivel de rechazos; pero siempre teniendo en cuenta que el año base contra el que se compara (2018) es el peor de la serie desde 2003.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos BCRA

En Foco 2

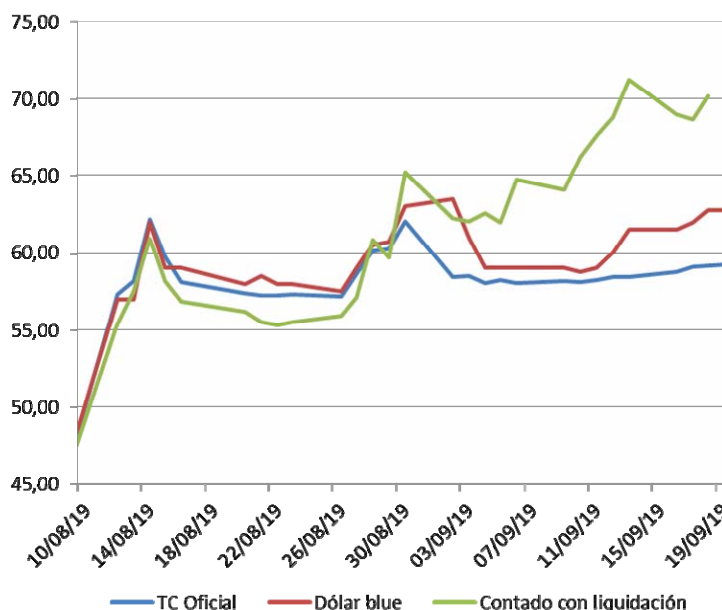
Brecha cambiaria: diferencias entre el actual control de cambios y el “cepo” que tuvo vigencia hasta fin de 2015

Marcos O` Connor

- Actualmente, la brecha entre el “contado con liquidación” y el tipo de cambio oficial es de 13,1% (último dato), cuando entre 2013 y 2015 promedió el 45,4%
- Sin embargo, actualmente el tipo de cambio oficial, medido en términos reales, se ubica un 63% por encima del observado entre 2013 y 2015. Incluso el tipo de cambio oficial actual se encuentra por encima del promedio del “contado con liquidación” que se observó entre 2013 y 2015
- Estas diferencias no deben utilizarse para proyectar estas variables: la brecha cambiaria se encuentra determinada también por las expectativas de inflación, de devaluación y del grado de restricciones existentes para acceder a dólares a través del mercado oficial

A partir de la entrada en vigor del control de cambios el 2 de Septiembre de 2019 se observa un incremento en la brecha entre el dólar oficial y el contado con liquidación, que alcanzó el 13,1% a mediados de esta semana. A diferencia del dólar blue, que cotiza en promedio un 3,7% superior al oficial.

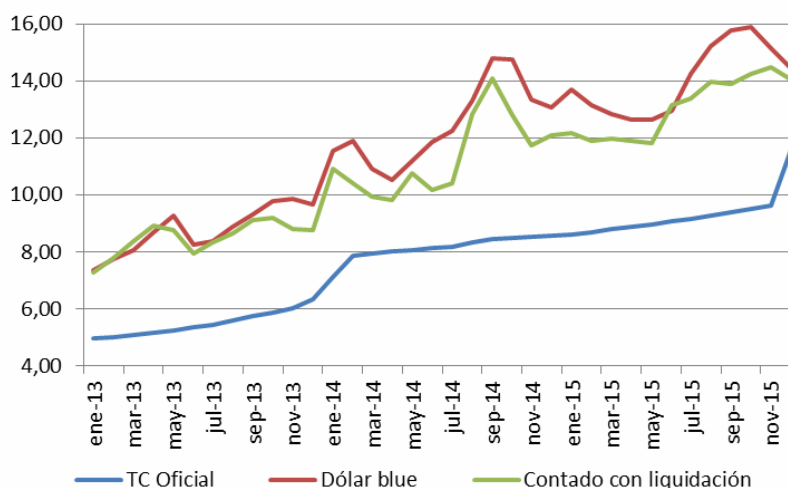
Tipo de Cambio Nominal. 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a *Ámbito Financiero*

En cambio, al analizar el período del cepo cambiario 2013-2015 observamos una brecha superior por parte del dólar blue que el contado con liquidación (55,2% y 45,4% respectivamente).

Tipo de Cambio Nominal. 2013-2015



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a *Ámbito Financiero*

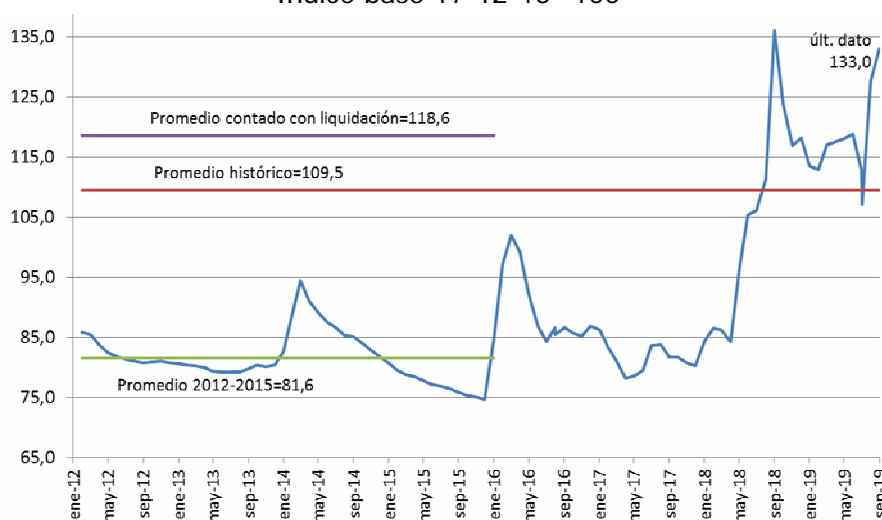
Para poner en perspectiva la diferencia entre la brecha cambiaria actual y la vigente en los tres últimos años del denominado "cepo", hay que considerar también el nivel de tipo de cambio real en el mercado oficial en ambos períodos.

El índice de tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos mide el precio relativo de los bienes y servicios de la economía argentina con respecto a la estadounidense. Se observa

que, en el período del control de cambios que fue desde principios de 2013 a fin de 2015, en promedio el tipo de cambio real bilateral fue de 81,6, para un índice base 100 al 17/12/15 y un promedio de 109,5 entre 1997 y 2019. Es decir, entre 2013 y 2015, el tipo de cambio oficial mostraba un peso muy apreciado. Para ubicarse en el promedio histórico, el tipo de cambio nominal debería haberse situado un 34,2% por encima del vigente entre 2013 y 2015. En ese sentido, el valor del contado con liquidación, un 45,4% por encima del oficial, reflejaba un tipo de cambio real más cerca del promedio histórico (en realidad, un 8,3% por encima de ese promedio).

Tipo de Cambio Real Bilateral con Estados Unidos

Índice base 17-12-15=100



*Datos hasta el 18 de Septiembre de 2019

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Si bien la brecha actual es menor, hay que tener en cuenta que el tipo de cambio oficial en términos reales se encuentra actualmente un 63,0% por encima del observado entre 2013 y 2015. Respecto del futuro, hay que tener en cuenta que la brecha cambiaria se encuentra determinada también por las expectativas de inflación, de devaluación en el mercado oficial y por el grado de restricciones existentes para acceder a dólares a través del mercado oficial de cambio.

En Foco 3

El dato regional de la semana: En lo que va del 2019, la recaudación provincial se ubica por debajo de la inflación

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

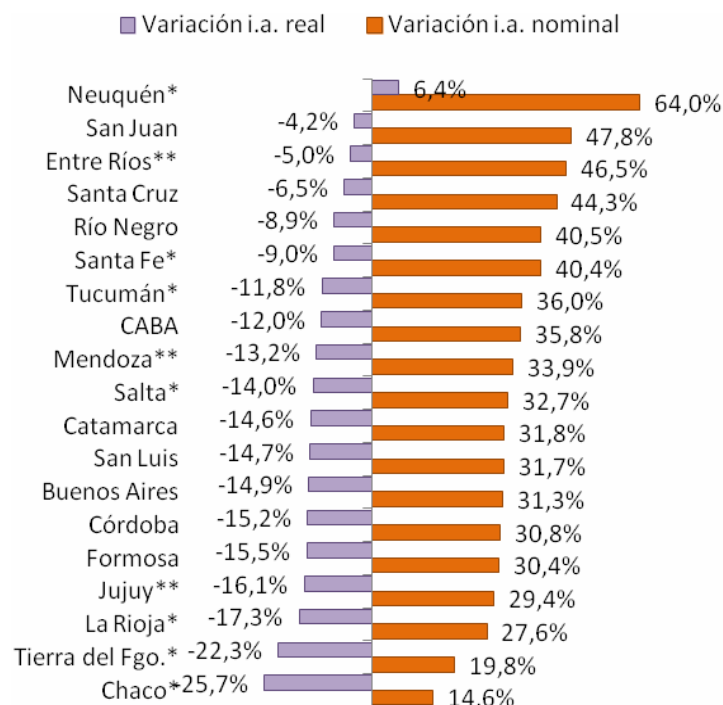
- Excepto Neuquén, en el resto de provincias los recursos tributarios propios evolucionaron por debajo del ritmo de la inflación
- Con pérdidas en términos reales de hasta un dígito se encuentran las provincias de San Juan, Entre Ríos, Santa Cruz, Río Negro y Santa Fe
- En cambio, el resto de provincias experimentó un deterioro significativo de la recaudación en términos reales. En Tierra del Fuego y Chaco esa merma superó el 20% interanual

Con datos provistos por fuentes oficiales de las provincias argentinas, fue posible hacer una comparación de la evolución de la recaudación tributaria propia los primeros ocho meses del año 2019, mostrando también el desempeño del impuesto sobre los ingresos brutos – el de mayor importancia en las arcas provinciales-. Se consideran 19 de 24 provincias, ya que son las que poseen información actualizada en este indicador.

Los recursos tributarios provinciales totales – compuestos principalmente por los cuatro impuestos comunes a todas las provincias argentinas que, en orden de importancia se enumeran como sigue: Ingresos Brutos, Sellos, Inmobiliario y Automotor – registraron reducciones en términos reales en todas las provincias, excepto en Neuquén (+6,4% i.a. real). Las reducciones reales se encontraron entre un mínimo de 4,2% (San Juan) y un máximo de 25,7% (Chaco).

Recaudación Tributaria Provincial Total

Variación Interanual acumulada a agosto 2019. Incluye fondos especiales



Fuente: IERAL en base a datos oficiales provinciales e INDEC.

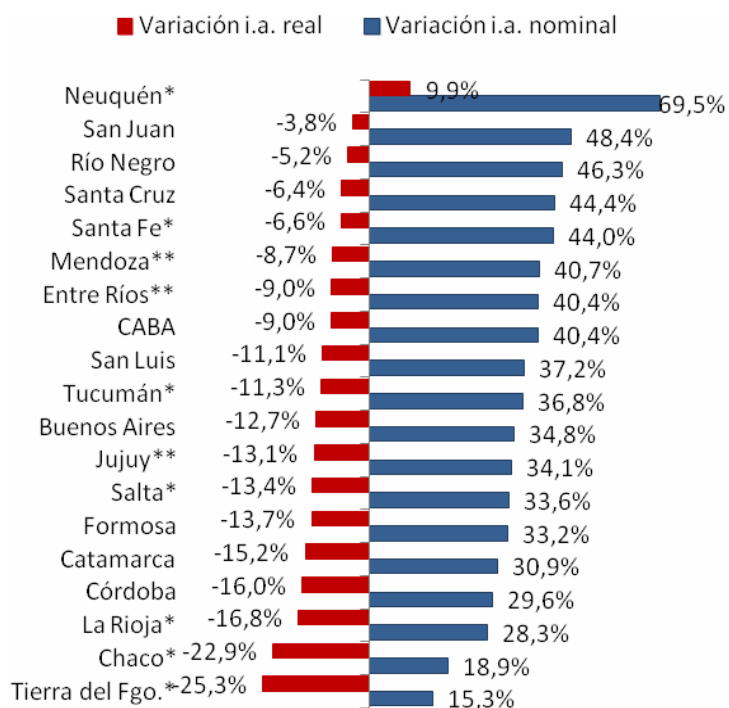
(*) Acumulado a julio; (**) Acumulado a junio.

Justificado por la importancia en el total de recursos tributarios provinciales, a continuación, se presenta un gráfico similar al anterior, pero para la recaudación del impuesto sobre los Ingresos Brutos, para el acumulado enero-agosto 2019. Este impuesto sufrió algunas modificaciones con la entrada en vigencia del Consenso Fiscal a inicios del año 2018, en el cual se establecieron alícuotas máximas para los principales sectores productivos, con el fin de reducir la presión tributaria. Sin embargo, el resultado no fue exitoso en todos los casos: la mayor parte de las provincias argentinas aprovecharon la brecha entre la alícuota inicial y la alícuota máxima establecida allí, aumentando así la presión tributaria de este impuesto. Neuquén y Salta, fueron algunas de las provincias con mayores subas de alícuotas (aumentaron la presión tributaria en al menos 10 sectores productivos de la economía).

Debido a que el impuesto sobre los ingresos brutos explica alrededor del 70% de la recaudación provincial total, las conclusiones no varían significativamente con respecto al análisis anterior. Nuevamente, Neuquén fue la única provincia en lograr un aumento de la recaudación por encima de la inflación del periodo: +9,9% i.a. real, mientras que el resto de las provincias registraron bajas en torno al 12,2% i.a. real promedio.

Recaudación Tributaria Provincial de Ingresos Brutos

Variación Interanual acumulada a agosto 2019. Incluye fondos especiales



Fuente: IERAL en base a datos oficiales provinciales e INDEC.
 (*) Acumulado a julio; (**) Acumulado a junio.