



Serie Análisis de Coyuntura N° - 11

LA POLÍTICA MONETARIA 2003 - 2006

Alan Cibils¹
Julio de 2006

¹ Investigador Adjunto del Centro interdisciplinario para el estudio de políticas públicas.



Índice

Índice de gráficos	3
1. Introducción.....	4
2. La política monetaria en el contexto macroeconómico actual.....	4
3. Política monetaria 2003-2006.....	6
3.1 Reservas	7
3.2. Agregados monetarios	8
3.3. Emisión de Lebac y Nobac	10
3.4. Pases	11
3.5. Tasas de interés.....	12
3.6. Otros	14
4. Política monetaria y sistema financiero	15
4.1. Depósitos	15
4.2. Préstamos	18
5. Sector público y sistema financiero	20
6. A modo de conclusión	27



Índice de gráficos

Gráfico 1: Evolución del stock de reservas internacionales del BCRA: 1996-2006....	7
Gráfico 2: Reservas/Base Monetaria y Reservas/M2	8
Gráfico 3: Evolución de la base monetaria: 1993:2006.....	9
Gráfico 4: Base Monetaria/PIB (en pesos corrientes)	9
Gráfico 5: Evolución M2: 1993-2006	10
Gráfico 6: M2/PIB	10
Gráfico 7: Stock de Letras y Notas del BCRA.....	11
Gráfico 8: Posición neta de pases (pasivos – activos).....	12
Gráfico 9: Tasa de interés de Lebac (pesos).....	12
Gráfico 10: Tasa de interés de Lebac (pesos).....	13
Gráfico 11: Tasas de pases activos y pasivos	13
Gráfico 12: Evolución del stock de redescuentos	14
Gráfico 13: Encajes del sistema financiero	15
Gráfico 14: Total depósitos.....	16
Gráfico 15: Total depósitos por tipo de moneda	16
Gráfico 16: Evolución del stock de depósitos por tipo.....	17
Gráfico 17: Total depósitos/PIB	17
Gráfico 18: Total préstamos (sector público + privado).....	18
Gráfico 19: Total préstamos / total depósitos	18
Gráfico 20: Total préstamos / PIB (en pesos corrientes)	19
Gráfico 21: Evolución del stock de créditos por tipo: 2003-2006	19
Gráfico 22: Plazos de depósitos y financiaciones.....	20
Gráfico 23: Evolución del stock de depósitos	21
Gráfico 24: Evolución de los préstamos a los sectores público y privado	21
Gráfico 25: Total crédito al sector público por tipo	22
Gráfico 26: Plazos de financiaciones a los sectores público y privado	23
Gráfico 27: Total crédito / total depósitos	23
Gráfico 28: Total crédito / PIB	24
Gráfico 29 Total crédito por tipo y sector	25
Gráfico 30: Total crédito por sector	25
Gráfico 31: Total crédito al sector público / total préstamos.....	26
Gráfico 32: Total crédito al sector público / total crédito	26



1. Introducción

Es indudable que la diferencia fundamental entre la política macroeconómica actual y la de la década de la convertibilidad es la política monetaria en general y la política cambiaria en particular. En este sentido, se pasó de una política monetaria pasiva, en donde la autoridad monetaria operaba en “piloto automático” como caja de conversión, a una política de tipo de cambio administrado en la que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) interviene activamente en el mercado cambiario, esterilizando el excedente de liquidez resultante mediante diversos instrumentos.

Las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario son predominantemente para comprar divisas, ya que, para la meta de tipo de cambio nominal de la autoridad monetaria, la oferta de divisas excede a la demanda. Estas se realizan mediante emisión monetaria y resulta en una expansión de los agregados monetarios. Para evitar que dicha expansión sea descontrolada, la política monetaria consiste en metas cuantitativas para la expansión de los agregados monetarios (hasta diciembre de 2005 las metas eran para la base monetaria, y desde enero de 2006 son para M2). Por lo tanto, y en paralelo con las compras de divisas, el BCRA esteriliza el exceso de liquidez mediante varios instrumentos, entre los que predominan la emisión de letras y notas.²

En el presente trabajo se describe y analiza la política monetaria de la administración Kirchner con el propósito de tener una idea más clara de sus efectos sobre las principales variables monetarias y financieras. En el apartado siguiente se presentan a grandes rasgos las características principales de la política macroeconómica actual, y el lugar que en ella tienen las políticas cambiaria y monetaria. A continuación, se presenta la evolución de las principales variables monetarias (apartado 3) y del sistema financiero (apartado 4). En general, el período tomado para la presentación de las distintas variables abarca el período que va desde principios de la década de los 90 hasta el presente, con la intención de esclarecer los efectos del cambio en la política monetaria. El trabajo concluye con un breve resumen de las principales tendencias y potenciales problemas de la política monetaria argentina actual.

2. La política monetaria en el contexto macroeconómico actual

En una presentación reciente, la Ministra de Economía Felisa Miceli caracterizó al programa económico de Kirchner como el “nuevo modelo económico”. Dicho modelo consistiría de cuatro elementos fundamentales:

1. superávit fiscal alto y sostenido en el tiempo,
2. mantenimiento de un tipo de cambio "previsible y competitivo",
3. una política monetaria compatible con el crecimiento ("con tasas de interés acordes con las necesidades de la producción") y
4. el desendeudamiento, o sea la cancelación neta de deuda pública.

² Otros instrumentos que utiliza el Central con menor intensidad son el mercado de pases, los encajes bancarios, y la cancelación adelantada de redescuentos.



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

Hasta qué punto este “modelo” es realmente “nuevo” y constituye una ruptura con el modelo prevaleciente en la década anterior es materia de debate. Lo que se puede aseverar de la política macroeconómica de Kirchner es que:

1. Aún después de la reestructuración de la deuda pública en default, el cronograma de servicios de la deuda es tal que requerirá tasas de crecimiento positivas y superávits fiscales primarios de por lo menos 3% del PIB por los próximos 25 años (cita CIESPA).
2. La obtención de superávits primarios de esta magnitud y de manera sostenida dependerá de:
 - a. Altas tasas de crecimiento; ya que, dada la estructura impositiva, la recaudación fiscal es muy dependiente de la actividad económica. Sin embargo, tasas altas de crecimiento también impactan sobre el cronograma de servicios de la deuda por los cupones atados al crecimiento de la deuda reestructurada.
 - b. Gasto fiscal controlado; lo que significa continuar postergando aumentos a los salarios del sector público y la imposibilidad de encontrar soluciones de fondo a la pobreza, indigencia, y desempleo.
 - c. El crecimiento de las exportaciones, clave por dos razones. En primer lugar porque un tercio de la recaudación se debe a las retenciones a las exportaciones. En segundo lugar, si bien con el canje de la deuda aumentó significativamente la deuda denominada en moneda nacional, las dos terceras partes de la deuda siguen estando en divisa.
3. Mantener un superávit comercial dependerá de poder mantener competitividad en los precios, lo que significa mantener, por un lado, el tipo de cambio nominal, y, por el otro, a los salarios reales deprimidos y, especialmente, los salarios del sector público. En otras palabras, significa poder seguir postergando la recomposición salarial frente a crecientes demandas de redistribución del ingreso por parte de los trabajadores.
4. El control de la inflación es también clave en este esquema, ya que la suba sostenida de precios tiene dos impactos importantes. Por un lado, la inflación impacta sobre las expectativas tanto de inversores como de consumidores y, consecuentemente, podría impactar sobre el crecimiento. Por otro lado, y dado que un tercio de la deuda reestructurada está denominada en pesos indexados por la inflación, impacta directamente sobre el cronograma de servicios de la deuda pública. El control de la inflación implica mantener intacta la estructura de precios relativos que surgieron de la maxidevaluación del 2002. Una vez más, la clave es seguir postergando la recomposición salarial.

La conclusión central es que, como en la década pasada, el eje de la política macroeconómica sigue siendo el cronograma de servicios de la deuda pública, aunque con una estructura de acreedores distinta, y que, desde el punto de vista distributivo, el salario sigue siendo el gran perdedor.

En este sentido, las políticas cambiaria y monetaria “acompañan” a la política macro, contribuyendo al mantenimiento del entorno que permite cumplir con el cronograma de vencimientos de la deuda pública. Los principales efectos de las políticas cambiaria y monetaria son, en primer lugar, el mantenimiento del tipo de cambio en torno a los tres pesos por dólar ($\$3 \pm 10\%$) y, en segundo lugar, una acumulación importante de reservas internacionales en las arcas del Central.

El mantenimiento del tipo de cambio es clave, por que de eso depende el comportamiento de las exportaciones y, como consecuencia, la disponibilidad de



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

divisas y los ingresos fiscales (por las retenciones a las exportaciones); por ende el superávit fiscal.

La acumulación de reservas también es clave porque, como lo expresó recientemente el propio presidente del BCRA Martín Redrado³, la falta de prestamista de última instancia en el contexto internacional actual hace que los países deban implementar políticas anticíclicas para contextos nacionales e internacionales menos favorables que los actuales. En este sentido, algunos de los países asiáticos han sido pioneros cuando, a la luz del fracaso fondomonetarista tras la crisis de 1997, se dedicaron a acumular cantidades masivas de reservas para evitar tener que recurrir al Fondo e implementar sus fracasadas recetas en caso de una eventual crisis.

A continuación presentamos la evolución de las principales variables del sistema monetario y financiero.

3. Política monetaria 2003-2006

El eje principal de la política macroeconómica de la actual gestión es la política cambiaria, a través de la cual se busca, mediante una flotación sucia, el mantenimiento del tipo de cambio nominal en torno a los 3 pesos por dólar⁴. Esto se logra mediante intervenciones frecuentes del BCRA en el mercado de divisas, ya sea comprando o vendiendo para mantener al tipo de cambio dentro de las bandas preestablecidas.

Las intervenciones en el mercado cambiario por parte del Central se realizan mayoritariamente mediante emisión monetaria. Por lo tanto, y para evitar expansiones desmedidas de los agregados monetarios, el BCRA ha implementado una política monetaria de metas cuantitativas para la expansión de dichos agregados. Hasta diciembre de 2005 las metas se aplicaban a la base monetaria, pero a partir de enero del 2006 las metas se aplican al agregado monetario M2⁵. Según la presentación del programa monetario para 2006, efectuada por Redrado ante el Senado en diciembre de 2005, la razón para este cambio se debe a la expansión del sistema financiero y al incremento de la actividad crediticia del mismo.⁶

Dado que el objetivo del Central es el control de la expansión de los agregados monetarios, el cambio en las metas, de la base monetaria a M2, tiene sentido dado el contexto de recuperación y expansión de la actividad financiera. Sin embargo, si la actividad financiera continúa su recuperación, llegará el momento en que será cada vez más difícil controlar la expansión de los agregados, por la propia endogeneidad de la moneda y el multiplicador bancario. No debemos olvidar que la política

³ Martín Redrado, "Hora de acumular reservas", *La Nación*, 11 de mayo de 2006.

⁴ Si bien las bandas no han sido anunciadas oficialmente, se puede deducir de las intervenciones del BCRA que los valores prefijados para el tipo de cambio peso/dólar son entre \$2,90 y \$3,10. Estos no serían valores rígidos, sino que se adaptarían a tendencias de corto y mediano plazo en el mercado cambiario.

⁵ El agregado monetario M2 está compuesto por circulante en poder del público y cuentas corrientes y cajas de ahorro en pesos de los sectores público y privado.

⁶ En los años 2002-2005, y como resultado de la crisis, el tamaño del sistema financiero y la baja actividad crediticia hacían que se pudiese controlar a los agregados monetarios a través de la base monetaria.



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

monetaria de metas de inflación fue abandonada hace varias décadas en los países desarrollados justamente por la impotencia de los bancos centrales frente a la endogeneidad del crédito.

En el caso argentino, las metas cuantitativas se fijan anualmente en el programa monetario de acuerdo a las proyecciones de los valores de variables clave, como la tasa de inflación, la tasa de crecimiento del PIB y los resultados de los balances externo y fiscal entre otras. Los instrumentos utilizados en los últimos años para asegurar el cumplimiento de las metas monetarias son la emisión de letras y notas del BCRA (Lebac y Nobac), pases, encajes, y la cancelación adelantada de redescuentos⁷.

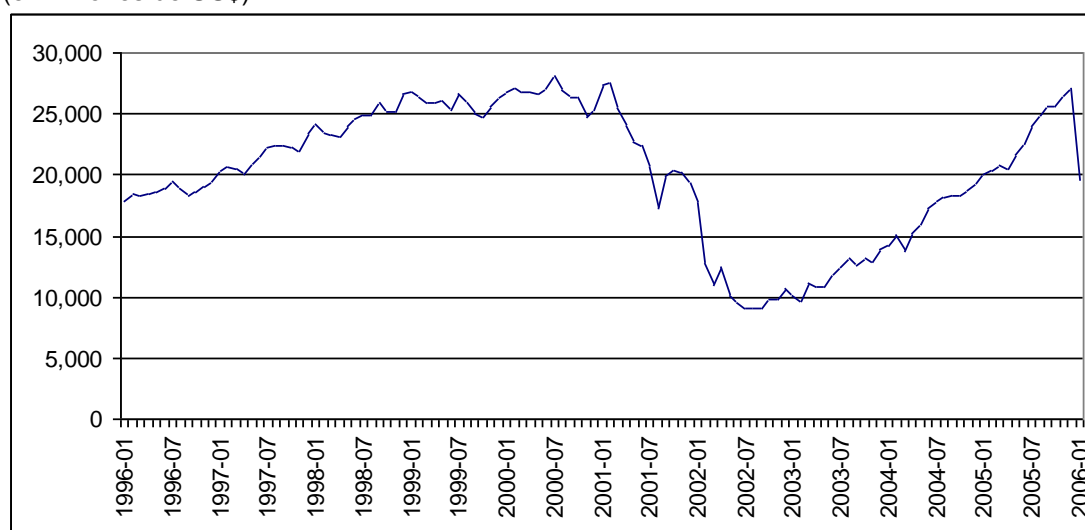
A continuación presentamos de manera cuantitativa y descriptiva la evolución de las principales variables monetarias y financieras.

3.1 Reservas

Luego de llegar a su punto más bajo en más de una década, las reservas internacionales del BCRA experimentaron una recomposición sostenida desde principios del 2003. Tal como se ve en el Gráfico 1, las reservas pasaron de aproximadamente US\$ 9.000 millones a US\$ 28.000 a fines de 2005.

El pago en efectivo y por adelantado de la deuda con el FMI, mediante el uso de reservas en los primeros días de enero de 2006, resultaron en una caída por el monto del pago, o sea US\$ 10,000 millones aproximadamente. A partir de entonces el gobierno ha implementado una política agresiva de recomposición de las reservas, interviniendo activamente en el mercado de cambios. Esta política, junto a otros factores coyunturales, ha resultado en una depreciación del peso con respecto al dólar de aproximadamente 7%, lo cual ha contribuido a la política de mantener un tipo de cambio nominal competitivo.

Gráfico 1: Evolución del stock de reservas internacionales del BCRA: 1996-2006
(en millones de US\$)



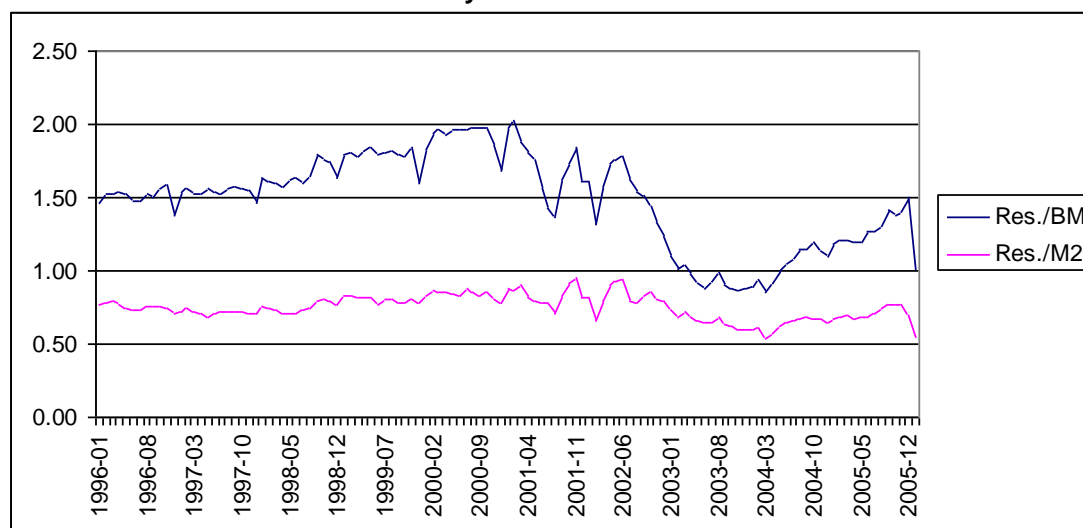
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

⁷ Esta última medida es coyuntural, vinculada a los préstamos que otorgó el BC a los bancos en 2002 debido a la severa falta de liquidez que se produjo en el sistema bancario.



El gráfico 2 presenta la evolución de la relación entre reservas internacionales y la base monetaria (BM) por un lado, y el agregado monetario M2 por el otro. En la evolución del primero se ven claramente los efectos de la crisis y devaluación de 2002. La caída de la relación reservas/BM en el período 2002-2003 se debe principalmente a la fuerte caída en las reservas que se verificó durante la crisis. Paralelamente, a partir de 2002 se verifica una importante remonetización de la economía producto de los redescuentos otorgados por el BCRA a la banca en crisis, y luego de la emisión monetaria necesaria para llevar adelante la política cambiaria de flotación sucia a partir de abril de 2002.

Gráfico 2: Reservas/Base Monetaria y Reservas/M2



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La pendiente positiva de la relación reservas/BM a partir del 2003 muestra que el ritmo de acumulación de reservas fue mayor que la expansión de la base monetaria. Como veremos más adelante, esto se debe a las metas cuantitativas del BCRA y la absorción de liquidez que se realizaba a través de la colocación de letras y notas, pases y cancelación adelantada de redescuentos.

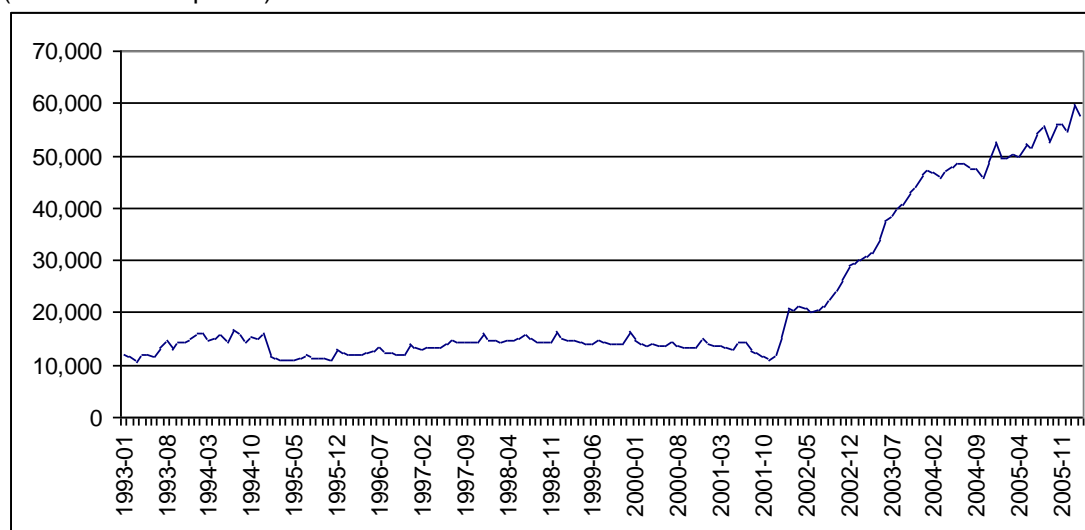
La relación reservas/M2 es notablemente más estable, aún durante la crisis. Esto se debe en parte a las restricciones sobre cuentas corrientes y a la reprogramación de los depósitos en caja de ahorro y plazo fijo durante la crisis ("corralito" y "corralón") manteniendo la relación más estable.

3.2. Agregados monetarios

En el Gráfico 3 se presenta la evolución de la base monetaria desde 1993. Se observa claramente la fuerte expansión de la misma que ocurre a partir de la devaluación. Como se dijo anteriormente, esta expansión se debe fundamentalmente al cambio de la política monetaria a partir de la devaluación de enero de 2002, en la que se cambió de la política monetaria pasiva de la convertibilidad a una política monetaria activa centrada en la flotación sucia del tipo de cambio.

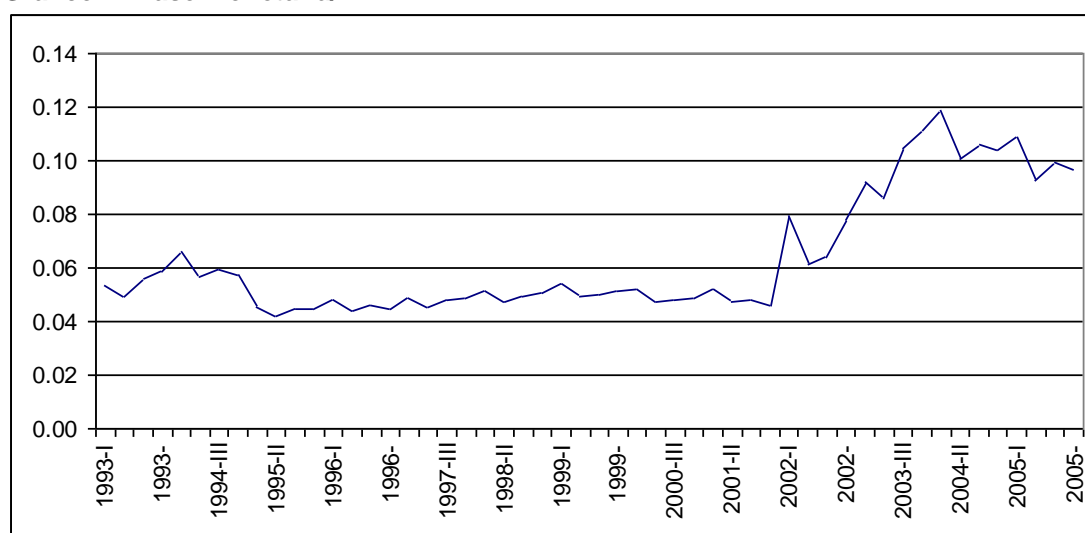


Gráfico 3: Evolución de la base monetaria: 1993:2006
(En millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Gráfico 4: Base Monetaria/PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La expansión monetaria se observa aún cuando se toma la relación BM/PIB^8 (Gráfico 4). Se observa que dicha relación se mantuvo en torno a 5% del PIB durante la década pasada, más que duplicándose esta entre 2002 y 2004. A partir de entonces se observa una tendencia contractiva de la base monetaria con respecto al PIB.

La evolución de M2 también muestra una fuerte expansión en los años posteriores a la crisis, tal como se puede verificar en el Gráfico 5. En parte este crecimiento se debe a la expansión de la base monetaria, pero también hay un crecimiento importante de los depósitos tanto del sector público (superávit primario) como del sector privado, como se verá en más detalle en el apartado siguiente. Precisamente,

⁸ El valor del PIB utilizado en todos los gráficos de esta presentación es en pesos corrientes.

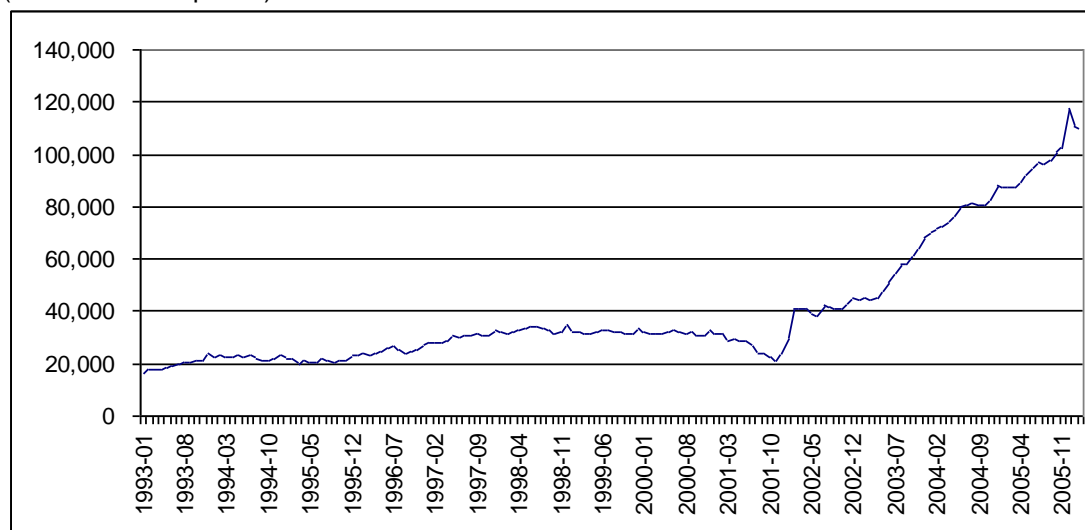


CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

es esta expansión de la actividad del sistema financiero la que motivó el cambio de metas en la política monetaria de la base monetaria a M2.

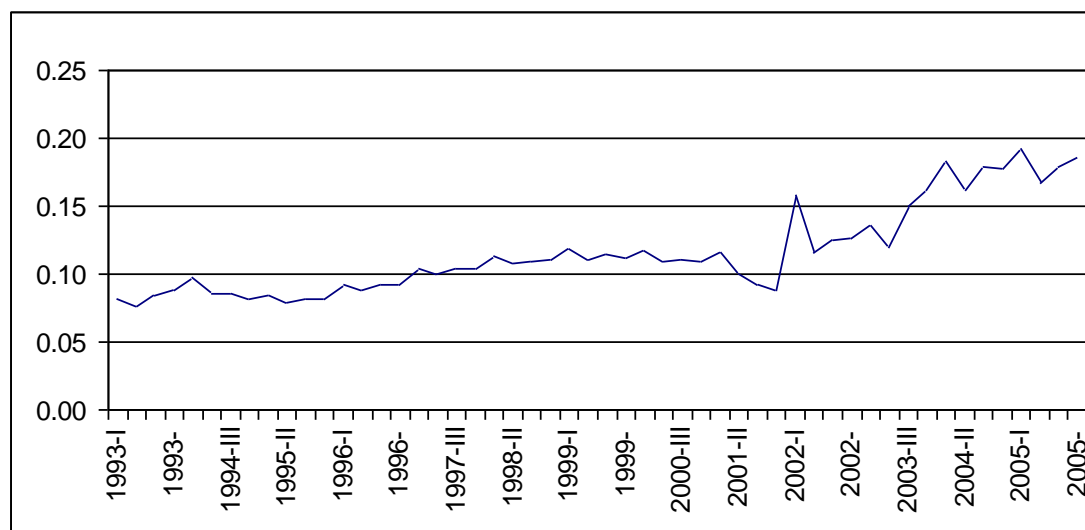
Gráfico 5: Evolución M2: 1993-2006

(En millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Gráfico 6: M2/PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La relación M2/PIB (Gráfico 6) también muestra una tendencia creciente, aunque con mayor variabilidad en el período que va desde la devaluación hasta el presente comparado con la década anterior. Es interesante notar que la relación M2/PIB no exhibe la tendencia contractiva de los últimos meses observada en la relación BM/PIB. Esto seguramente se debe a la expansión de los depósitos, especialmente del sector público, como resultado del superávit primario.

3.3. Emisión de Lebac y Nobac

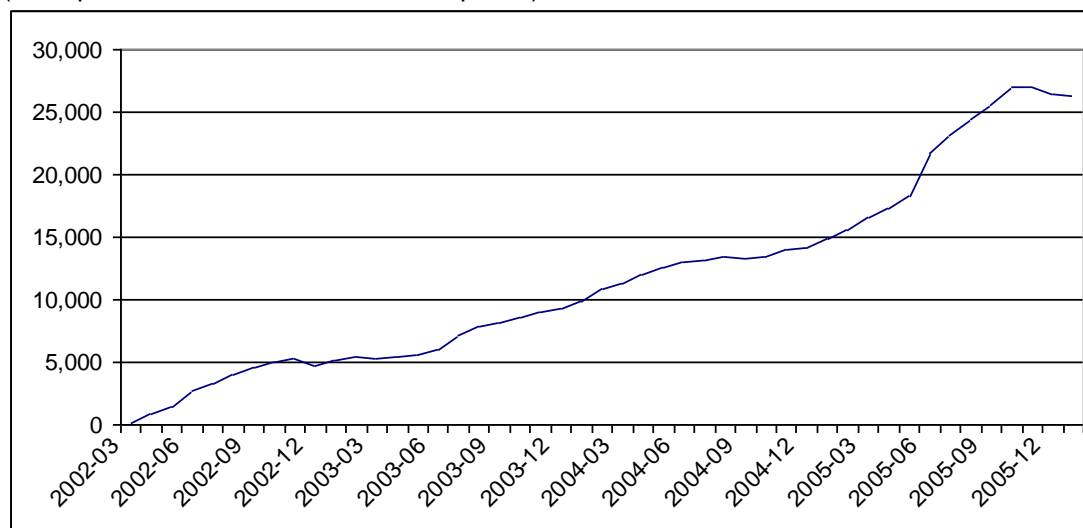
Como contrapartida de la emisión monetaria y acumulación de reservas, resultado de la política cambiaria, está el stock creciente de letras y notas del Banco Central



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

en poder de los bancos y del público en general. Como se ve claramente en el Gráfico 7, este stock más que quintuplica su valor entre 2002 y 2006.

Gráfico 7: Stock de Letras y Notas del BCRA
(Total pesos + dólares, en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En los últimos meses de 2005 y primeros meses de 2006 se verifica una leve reducción del stock de letras y notas, aunque su evolución futura es incierta, pudiendo deberse este leve declive a cuestiones puramente estacionales.

3.4. Pases

El mercado de pases es otro instrumento a través del cual el Banco Central puede regular la expansión o contracción de los agregados monetarios. Se recordará que un pase activo es la compra de títulos públicos del BCRA a las entidades financieras con compromiso de reventa a las mismas entidades a su vencimiento. Un pase pasivo es la operación inversa. Con el pase activo aumentan los agregados monetarios y con el pase pasivo se contraen.

Desde noviembre de 1991, los pases activos solían hacerse a un día de plazo y, por tanto, se había decidido excluir estas operaciones de ambos miembros de la ecuación de convertibilidad para evitar fluctuaciones transitorias en los mismos (reservas y pasivos). Pero desde octubre de 2001, el Banco Central autorizó operaciones a plazos mayores con lo cual la invocada transitoriedad dejó de ser tal. En consecuencia, el Banco Central decidió realizar un tratamiento contable normal de las operaciones de pases.

El cambio en la operatoria del mercado de pases fue impulsado por el anterior presidente del BCRA, Alfonso Prat Gay, como parte del programa de transición a una política monetaria de metas de inflación. La intención original era que la tasa de interés del mercado de pases sirviese como tasa de referencia de la economía, que el BC modificaría según necesitase para cumplir con las metas anunciadas para la inflación.

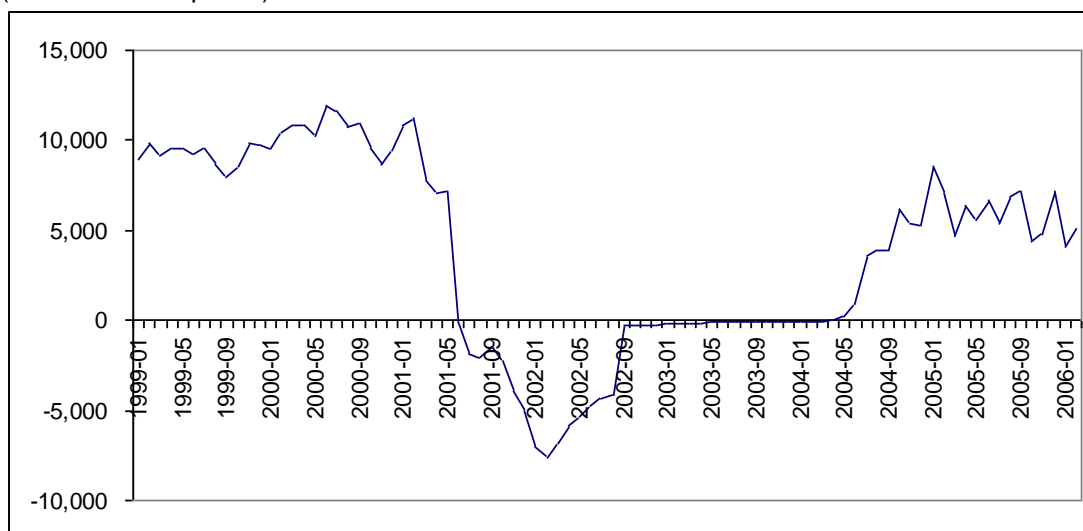
Si bien la transición al régimen de metas de inflación quedó en suspenso con la llegada de Martín Pérez Redrado al BCRA en septiembre de 2004, se continuó con



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

la utilización del mercado de pases como método de absorción del exceso de liquidez provocado por las compras de dólares del Central. Esto se ve claramente en el Gráfico 8, en el que se muestra la evolución de la posición neta de pases del Central (pases pasivos – pases activos), y en donde se observan dos cuestiones: i) el uso de pases durante la crisis para inyectar liquidez en el sistema financiero, y ii) el aumento considerable en el uso de pases pasivos para la absorción de liquidez desde mediados del 2004 hasta la fecha.

Gráfico 8: Posición neta de pases (pasivos – activos)
(En millones de pesos)

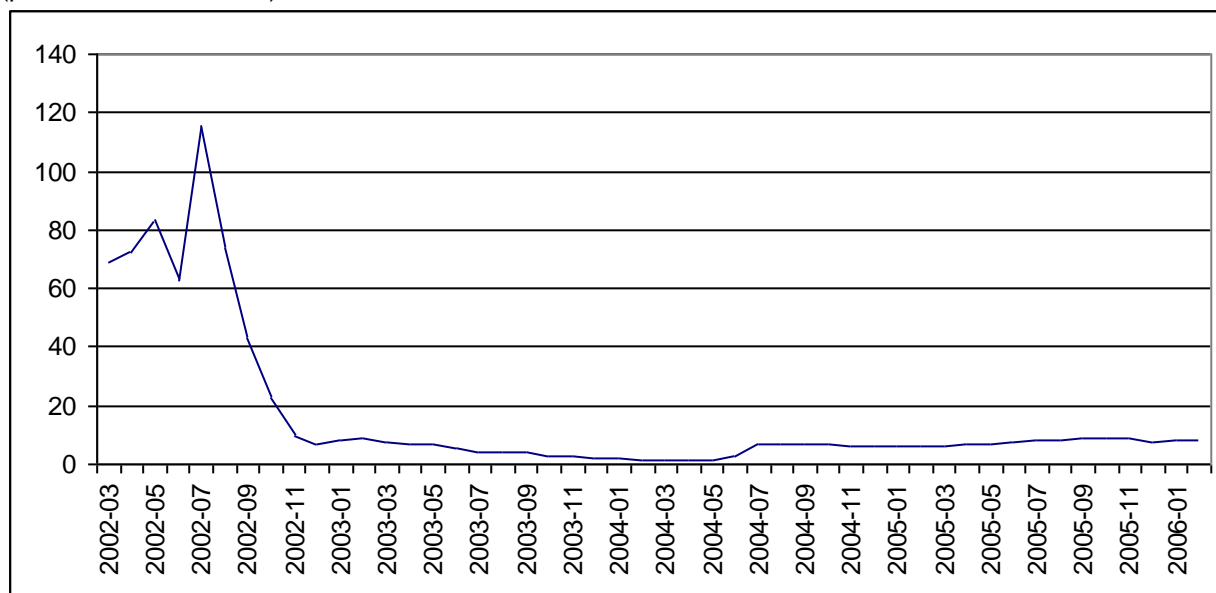


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

3.5. Tasas de interés

Los Gráficos 9 y 10 muestran la evolución de la tasa de interés promedio de las Lebac en pesos.

Gráfico 9: Tasa de interés de Lebac
(promedios mensuales)

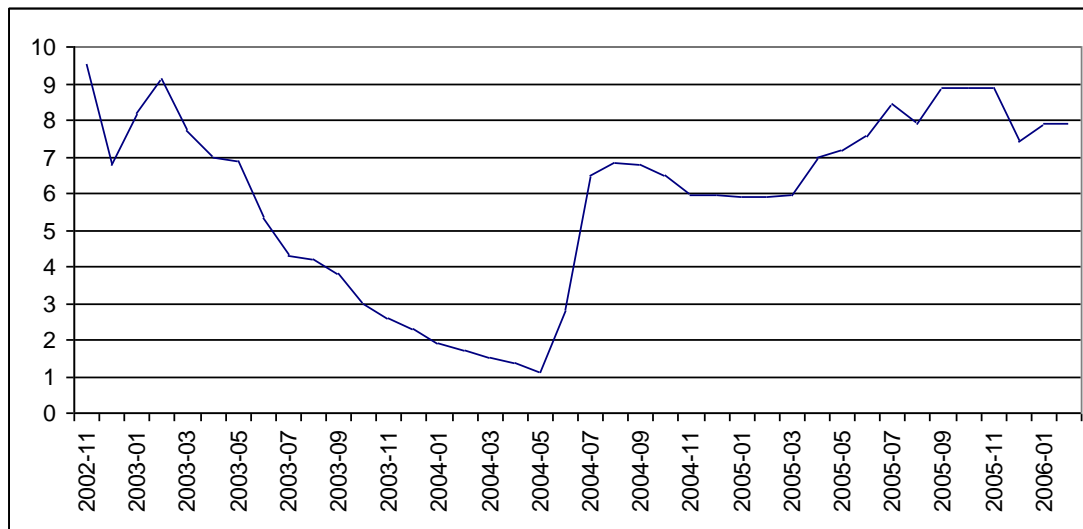


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.



En el Gráfico 9 se ve la evolución desde la devaluación hasta el presente, y se ve claramente las altas tasas que prevalecían en el mercado hasta que la crisis comenzó a disiparse. Luego de unos meses de altísimas tasas en el primer semestre de 2002, los valores bajaron y se mantuvieron en niveles mucho más razonables.

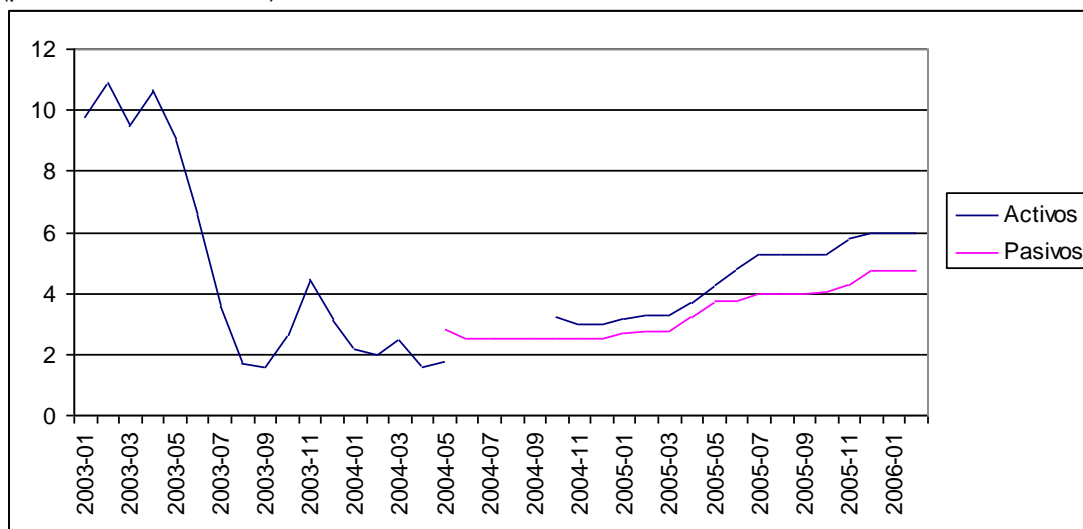
Gráfico 10: Tasa de interés de Lebac
(promedios mensuales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Para poder ver la evolución reciente más claramente, en el Gráfico 10 se presenta la misma información pero a partir de los últimos meses de 2002. Se observa un período de declinación de las tasas entre principios de 2003 y mediados de 2004, fecha a partir de la cual la tendencia de las mismas es alcista.

Gráfico 11: Tasas de pasivos activos y pasivos
(promedios mensuales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

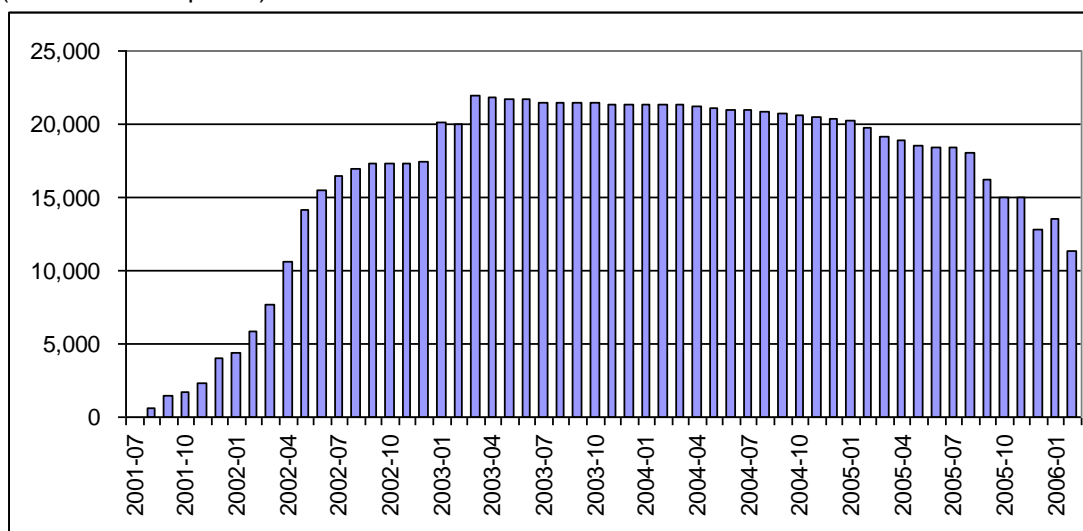


Las tasas de interés del mercado de pases, si bien más estables y generalmente más bajas que las del mercado de Lebac, han seguido una trayectoria similar, tal como se puede observar en el Gráfico 11⁹.

3.6. Otros

El BCRA cuenta con otros mecanismos de política monetaria además de los presentados anteriormente.

Gráfico 12: Evolución del stock de redescuentos
(en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Uno de esos mecanismos, producto de la coyuntura resultante de la crisis de 2001-2002, es la cancelación adelantada de redescuentos. En los primeros meses de 2002 el BC otorgó una ayuda financiera considerable a los bancos que estaban pasando por serios problemas de liquidez. Dicha ayuda se conoce como redescuentos, que son préstamos a bajas tasas de interés diseñados específicamente para situaciones de iliquidez.

En el Gráfico 12 se puede apreciar el fuerte aumento del stock de redescuentos durante el 2002. A partir de fines de 2004, el BC comenzó con un programa de cancelación anticipada de los redescuentos como forma de absorber exceso de liquidez en el sistema financiero y, así también, cumplir con las metas para la expansión de la base monetaria. Esto también se observa claramente en el Gráfico 12 durante todo el año 2005.

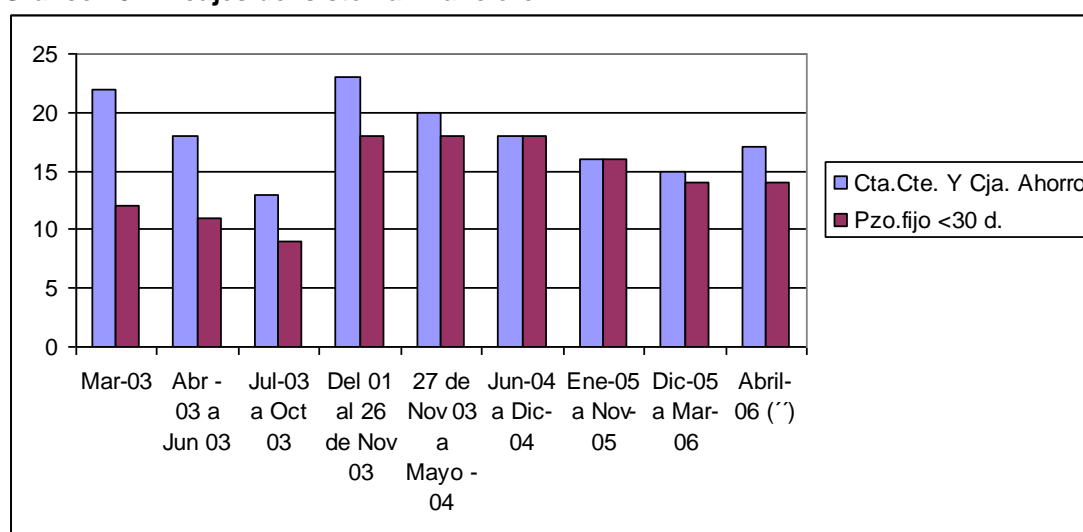
Otro instrumento que tiene el Central para controlar la expansión de los agregados monetarios son los encajes sobre los distintos tipos de depósitos en el sistema bancario. En el Gráfico 13 se puede apreciar la evolución de los encajes para cuentas corrientes y cajas de ahorro (los encajes para estas cuentas tienen el mismo valor durante el período graficado) y para los plazos fijos menores a 30 días. Desde fines de 2003 se observa una gradual reducción de los encajes, tendencia que se

⁹ Para calcular las tasas de pases activos y pasivos, se promediaron primero todos los distintos tipos de pases y luego se tomaron los promedios mensuales entrando en el promedio sólo los días en los que hubo actividad.



estaría revirtiendo a partir de marzo de 2006 cuando el Central volvió a subir los encajes para cuentas corrientes y cajas de ahorro.

Gráfico 13: Encajes del sistema financiero



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

4. Política monetaria y sistema financiero

Uno de los objetivos explícitos del Banco Central es lograr la reactivación del crédito y, específicamente, lograr la reactivación del crédito a largo plazo al sector privado. Claramente, la política monetaria tiene efectos sobre diversos aspectos de la actividad financiera, ya sea a través de las tasas de interés, de los encajes o de la regulación bancaria. Adicionalmente, la actividad financiera se ve afectada también por la adquisición por parte de los bancos de letras y notas del BCRA y de títulos de la deuda pública emitidas por el Tesoro, ya que estas emisiones proveen a los bancos alternativas de colocación de fondos que pueden ser más rentables y menos riesgosas que los préstamos al sector privado, especialmente cuando del mediano y largo plazo se trata. La política fiscal también afecta a los agregados monetarios a través de los depósitos del Estado en el sistema financiero público y privado.

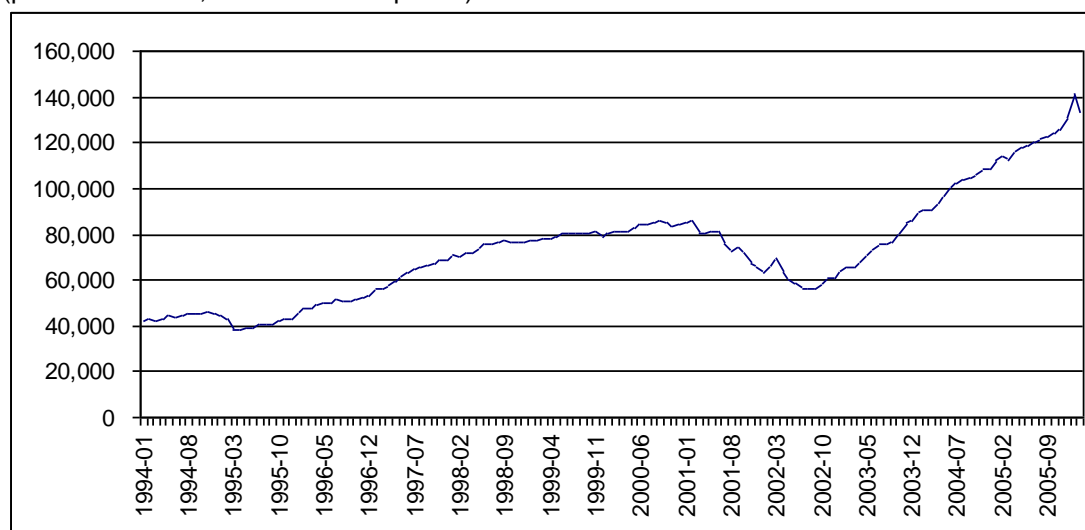
Aunque parezca una obviedad, conviene recordar que el sistema financiero atravesó una profunda crisis en 2001-2002 y sus efectos se verán claramente en los gráficos que se presentan a continuación. Resultará de interés comparar las tendencias actuales con aquellas que prevalecieron durante la década pasada para tener una idea más cabal de los efectos de la crisis y de la política macroeconómica actual sobre las principales variables del sistema financiero.

4.1. Depósitos

En el Gráfico 14 se presenta la evolución del total de los depósitos en el sistema financiero. Se puede observar una tendencia creciente durante la década de los '90, con una caída importante desde mediados de 2001 hasta fines de 2002, fecha a partir de la cual hay una recuperación considerable, llegando a superar largamente el máximo logrado a principios de 2001.



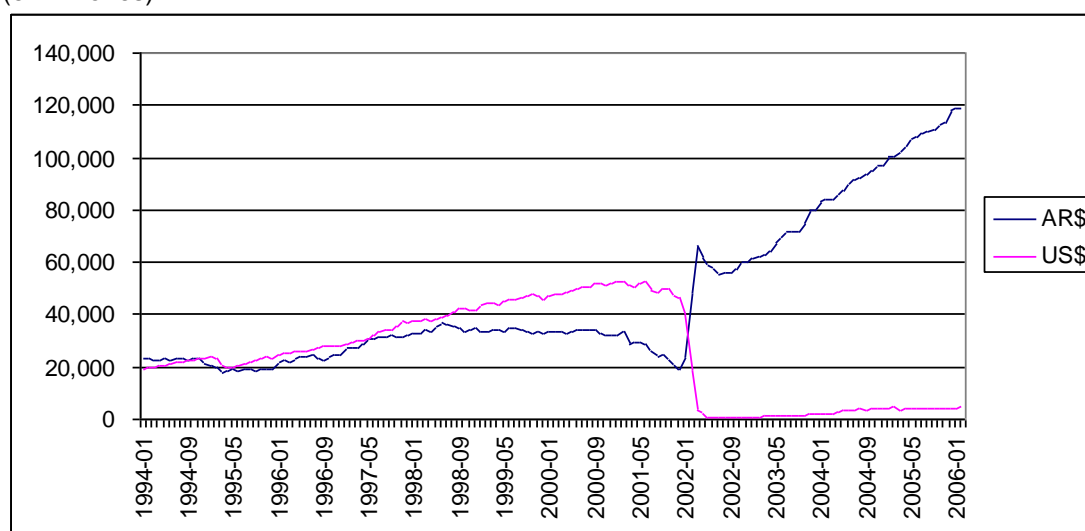
Gráfico 14: Total depósitos
(pesos + dólares, en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En el Gráfico 15 se puede observar el cambio en la composición por moneda de los depósitos, cambios que, por otra parte, son enteramente esperables dada la devaluación y la confiscación de depósitos ocurridas en 2002.

Gráfico 15: Total depósitos por tipo de moneda
(en millones)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

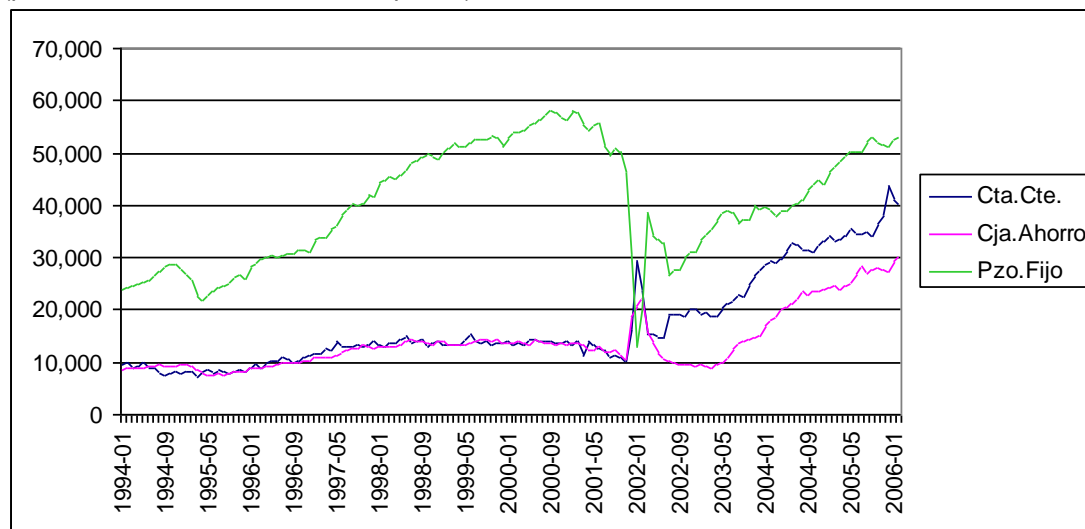
En el Gráfico 16 se muestra la evolución de los depósitos según su categoría en pesos. Se puede apreciar que, desde fines del 2002, el crecimiento ha sido parejo para cuentas corrientes, cajas de ahorro y plazos fijos, mostrando los tres similares tasas de crecimiento. Sin embargo, es interesante notar que ha cambiado significativamente la composición de los depósitos, teniendo mucho mayor peso relativo en la actualidad los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro. Esto podría estar indicando una “preferencia por la liquidez” de los depositantes, y un



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

acortamiento del plazo de los depósitos, fenómeno problemático si se desea fomentar el crédito de largo plazo, aunque represente un comportamiento racional y entendible de parte de los depositantes dada la confiscación de depósitos reciente.

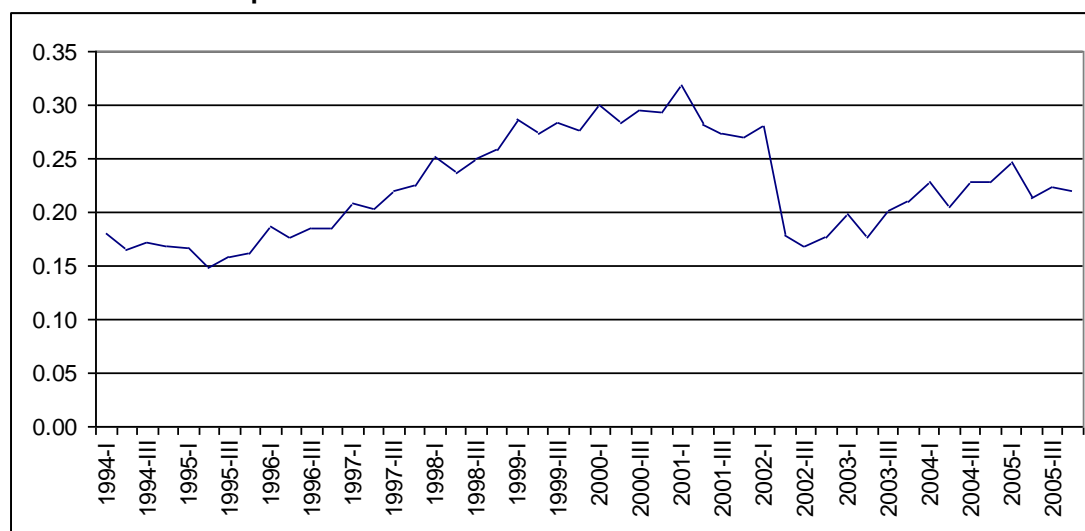
Gráfico 16: Evolución del stock de depósitos por tipo
(pesos + dólares, en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

A pesar del aumento neto en el stock de depósitos, en términos relativos los depósitos en el sistema financiero aún están por debajo de los niveles alcanzados en 1998, año en el que comienza la última recesión¹⁰. El Gráfico 17 muestra la relación entre depósitos y el producto bruto interno medido en pesos corrientes donde se puede observar que los valores de 2006 se encuentran por debajo del valor del tercer trimestre de 1998.

Gráfico 17: Total depósitos/PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

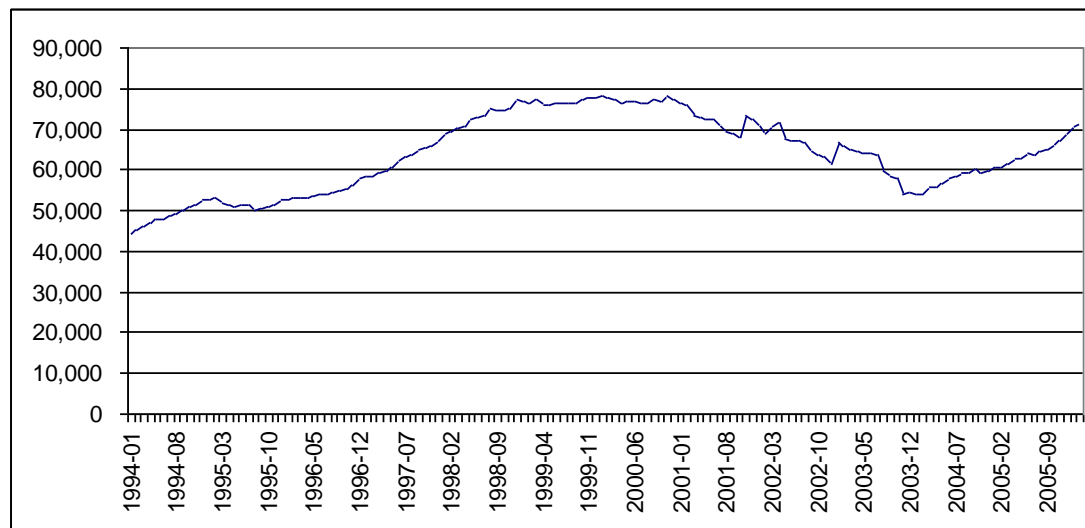
¹⁰ El incremento en la relación depósitos/PIB que se observa durante la recesión se debe a la caída del producto y no a un aumento de depósitos.



4.2. Préstamos

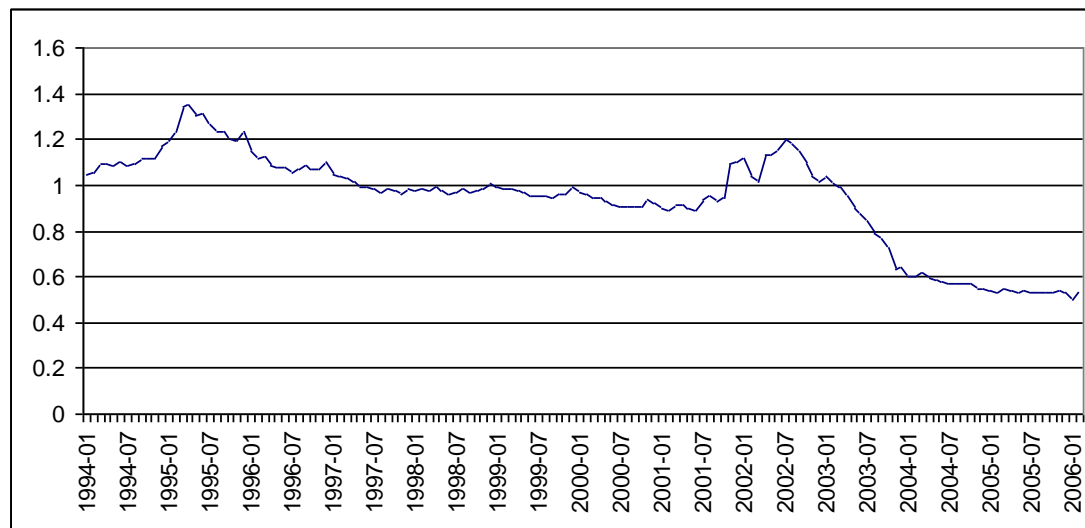
La recuperación de la actividad crediticia lleva cierto rezago comparada con la recuperación de los depósitos en el sistema financiero. Tal como se puede apreciar en el Gráfico 18, en términos absolutos el stock de créditos a los sectores público y privado aún se encuentra por debajo de los niveles de fines de la década anterior, aunque la tendencia durante el último año y medio ha sido creciente.

Gráfico 18: Total préstamos (sector público + privado)
(en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Gráfico 19: Total préstamos / total depósitos

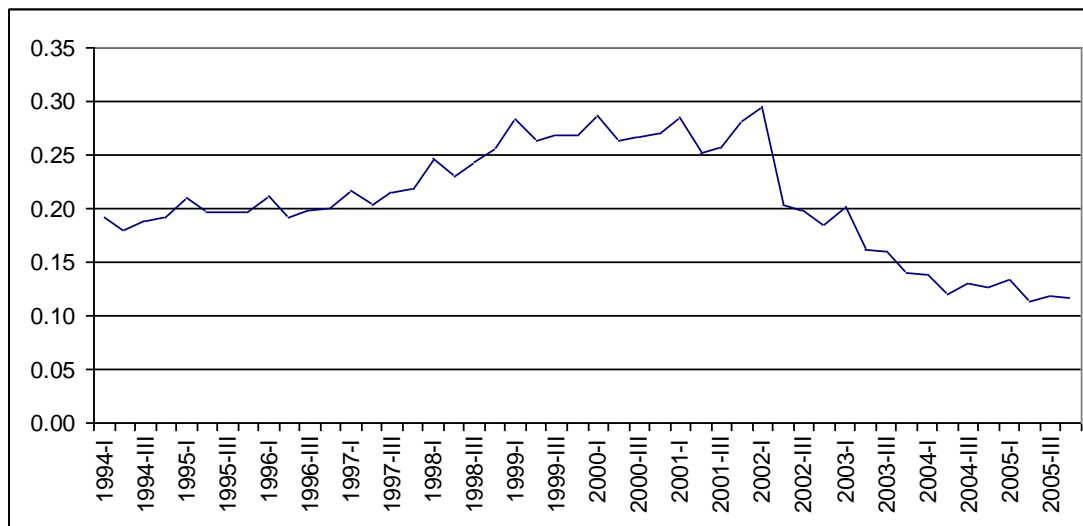


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En términos relativos la situación es aún más dramática. Por ejemplo, tomando la relación entre los totales de préstamos y depósitos (Gráfico 19), se ve una clara caída en la actividad prestamista, y su tendencia desde 2004 es decreciente, indicando un crecimiento mucho más fuerte de los depósitos que de los préstamos. La relación préstamos/depósitos parecería estar estabilizándose, pero a niveles bastante inferiores a los de los de la década pasada.



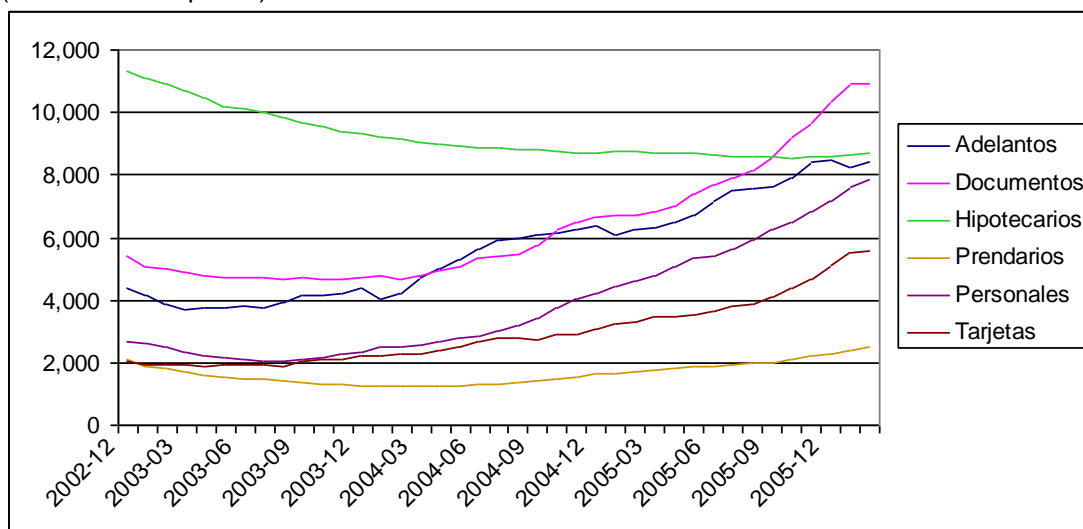
Gráfico 20: Total préstamos / PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Tomando la relación préstamos/PIB, se observa una situación similar (Gráfico 20), ya que la relación actual es aproximadamente la mitad de lo que era antes del comienzo de la recesión aunque por el momento parecería que la caída de la relación se ha estabilizado.

Gráfico 21: Evolución del stock de créditos por tipo: 2003-2006
(en millones de pesos)

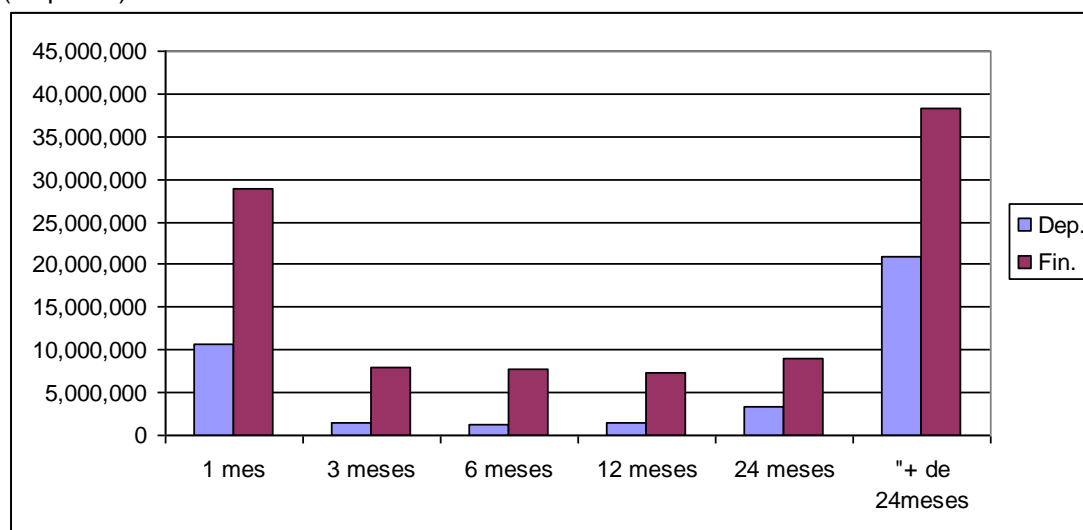


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Uno de los objetivos explícitos del BC es lograr una expansión del crédito de largo plazo, lo cual estaría ocurriendo pero a un paso muy lento. El Gráfico 21 muestra la evolución del stock de los distintos tipos de crédito. Los créditos hipotecarios (crédito de largo plazo por excelencia) muestran una declinación sostenida en los tres años siguientes a la última crisis, y estarían mostrando una muy leve recuperación en los últimos meses. En el resto de las categorías predomina el crédito de corto plazo, que también reflejan las tasas de crecimiento más altas.



Gráfico 22: Plazos de depósitos y financiamientos
(en pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La naturaleza cortoplacista del mercado de crédito se puede apreciar en el Gráfico 22, que muestra los datos para el mes de enero de 2006. Más de la mitad de las financiamientos son por plazos inferiores a un año. Este gráfico no muestra la evolución en el tiempo para los distintos plazos, pero de todos modos queda claro que, tanto para crédito como para los depósitos, el negocio financiero sigue siendo predominantemente de corto plazo. Un aspecto positivo es que se habría reducido el descalce entre depósitos y préstamos que caracterizó a la actividad financiera durante los '90.

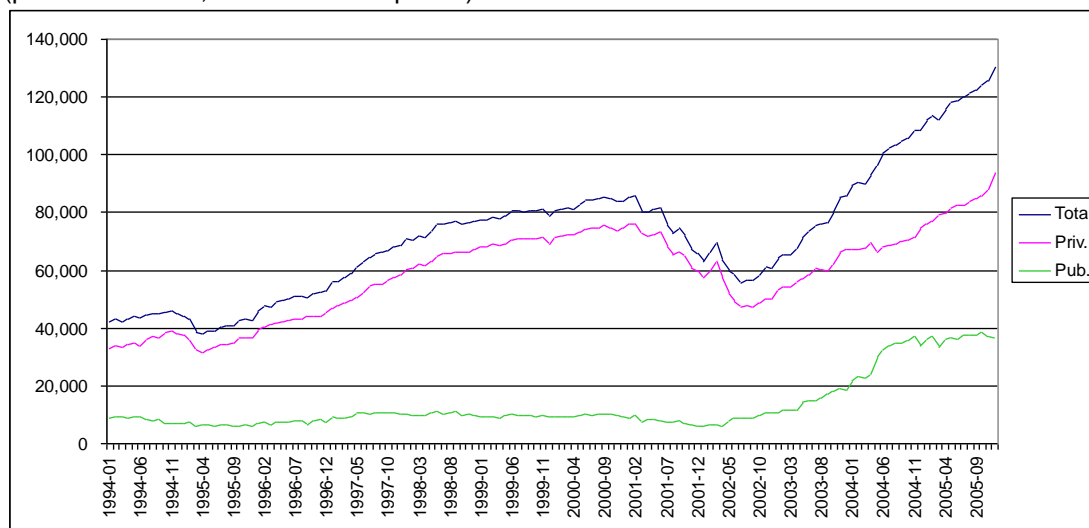
5. Sector público y sistema financiero

En las descripciones de los depósitos y créditos en el mercado financiero argentino que acabamos de presentar no discriminamos entre el sector público y el sector privado. Resulta de interés desagregar tanto depósitos como préstamos y crédito para el sector privado y el sector público porque de esta desagregación se desprenden conclusiones importantes.

En el Gráfico 23 se presenta el total de los depósitos en entidades financieras desagregado por sector (público y privado). Se observa que, a partir de la crisis de 2002, el crecimiento total de los depósitos se debe tanto al crecimiento de los depósitos del sector privado como a los del sector público.



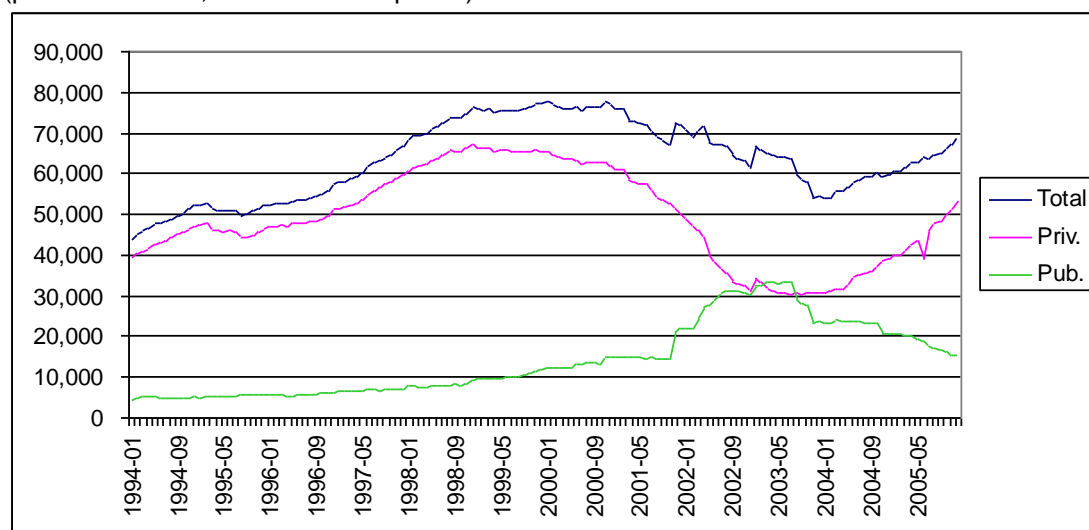
Gráfico 23: Evolución del stock de depósitos
(pesos + dólares, en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Sin embargo, en el período post 2002 hay una marcada diferencia en la composición de los depósitos comparado con la década anterior. Durante los 90 los depósitos del sector público fueron una mínima parte del total (aproximadamente el 10% a principios de 2001), y el crecimiento de los depósitos que se verificó hasta el 2001 se debió al crecimiento de los depósitos del sector privado. A finales de 2005 los depósitos del sector público eran aproximadamente un tercio del total, reflejando un fuerte crecimiento comparado con los '90. Esto se debe, indudablemente, a que a partir del default y la devaluación, la política del Estado ha sido acumular abultados superávits primarios que van a parar, por lo menos de manera temporaria, a las cuentas del Estado en el sistema financiero.

Gráfico 24: Evolución de los préstamos a los sectores público y privado
(pesos + dólares, en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

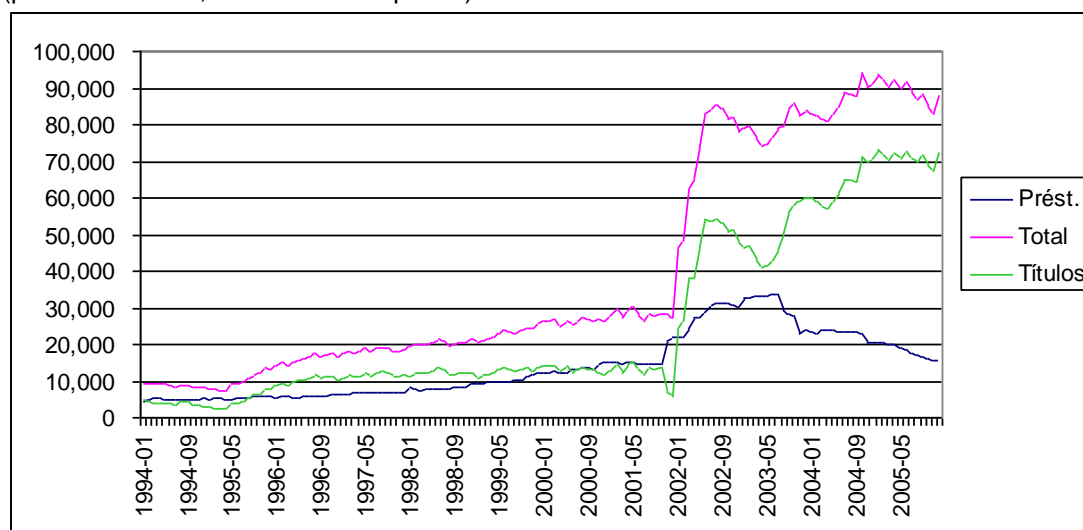


CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

El total de préstamos, que presentamos previamente en el Gráfico 18, se presenta ahora desglosado por sector (público y privado) en el Gráfico 24. El comportamiento de los préstamos a los sectores público y privado es inverso desde el comienzo de la recesión en 1998 hasta el presente. O sea, a medida que disminuyen los préstamos al sector privado aumentan los préstamos al sector público, y viceversa¹¹.

Sin embargo, el panorama cambia sensiblemente si se toma la totalidad del crédito otorgado por el sistema financiero al sector público (Gráfico 25). En este caso se incluirían, además de los préstamos del gráfico anterior, títulos de la deuda pública e instrumentos del BCRA que el sector financiero mantiene en su cartera. En primer lugar es interesante notar la tendencia creciente que se verifica desde 1994, año en que se privatizó el sistema previsional. En el primer semestre de 2002 hay un fuerte salto, debido a la confiscación y reprogramación de los depósitos bancarios, proceso mediante el cual los depósitos fueron canjeados por bonos. Lo interesante es que, a pesar de que algunos de los bonos del mencionado canje ya han vencido, y a pesar de que los préstamos al sector público cayeron en los años después de la crisis, el crédito del sector financiero al sector público continúa en aumento¹².

Gráfico 25: Total crédito al sector público por tipo
(pesos + dólares, en millones de pesos)



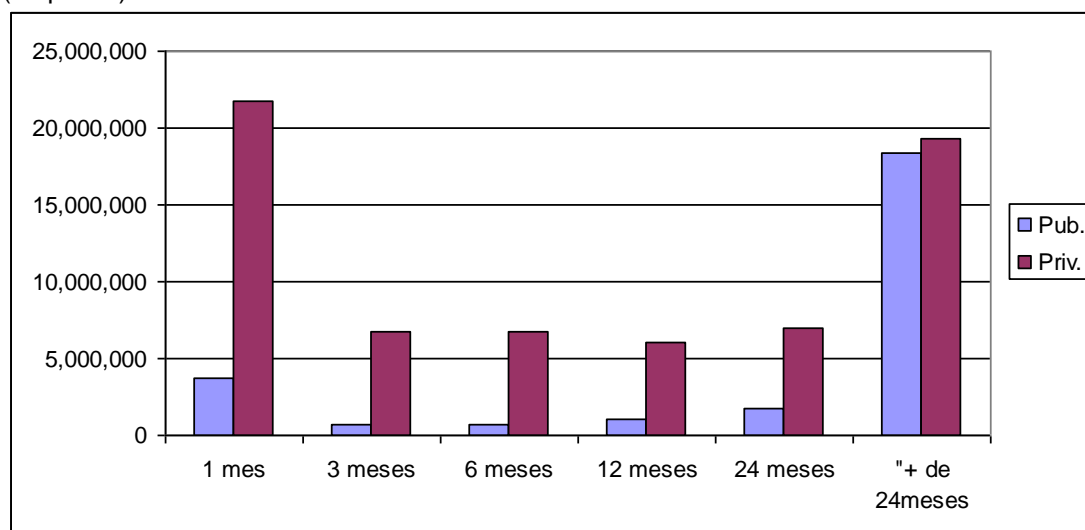
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

¹¹ Es difícil establecer, sin una investigación más a fondo, si hay o no un efecto de “crowding out”. Una hipótesis posible es que, por la recesión cae la demanda de crédito del sector privado y cae también la recaudación del sector público que aumenta su demanda de crédito para cubrir el déficit fiscal.

¹² Aquí también es necesaria mayor información para entender este comportamiento de los bancos. Hay por lo menos dos explicaciones posibles. Primero, la demanda de crédito del sector privado es demasiado baja para el nivel de liquidez de los bancos, por lo que se vuelcan a instrumentos del sector público para no perder dinero. Segundo, es posible que los bancos consideren que es más seguro y rentable prestarle al Estado, en cual caso el Estado con sus necesidades de financiar la deuda pública y cumplir con las metas del programa monetario estaría desplazando a las necesidades de crédito del sector privado.



Gráfico 26: Plazos de financiaciones a los sectores público y privado
(en pesos)

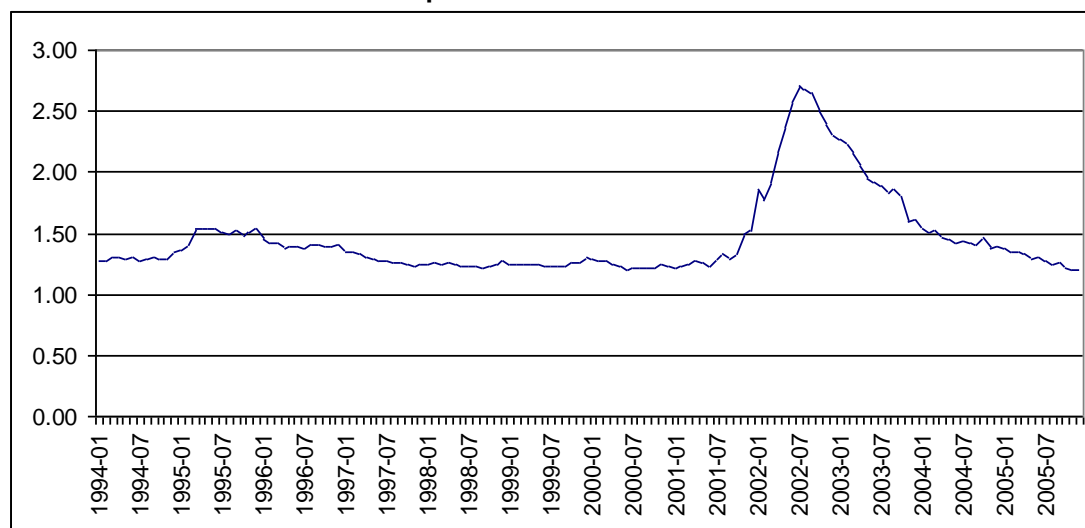


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

También existe una diferencia considerable entre los plazos de los créditos al sector público y al sector privado. Como se puede observar en el Gráfico 26, la mayor parte de las financiaciones al sector público son a plazos mayores a un año. En cambio, para el sector privado las dos terceras partes son por plazos inferiores al año.

Por último, resulta de interés evaluar el total de la actividad crediticia del sector financiero, o sea préstamos al sector privado más préstamos y títulos del sector público. Tal como se puede ver en el Gráfico 27, el total de la actividad crediticia comparada con el total de los depósitos está regresando a valores de la década pasada. El pico en el año 2002 se debe al canje de depósitos por bonos. Sin embargo, a medida que los bonos llegan a su vencimiento, se tiende a volver a los niveles históricos recientes.

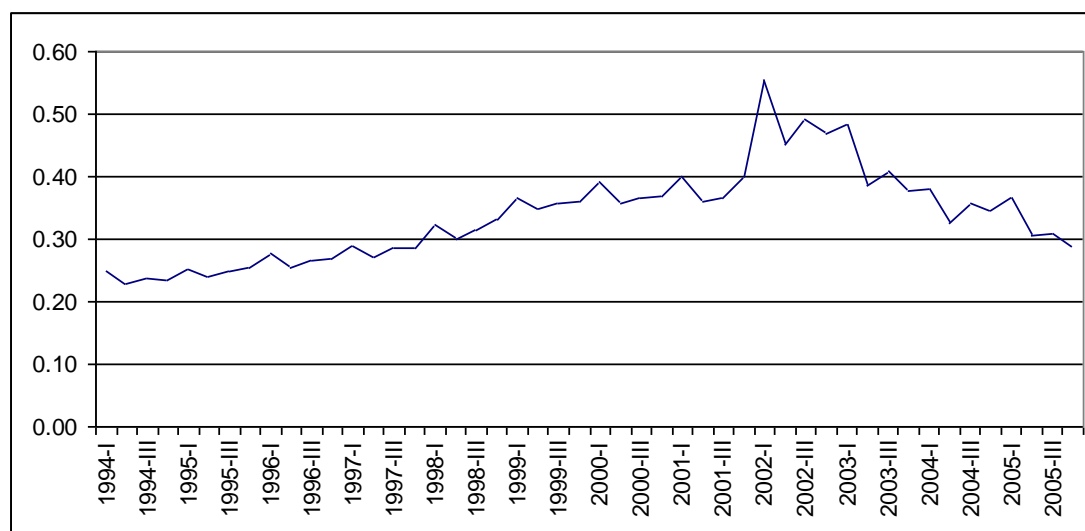
Gráfico 27: Total crédito / total depósitos



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.



Gráfico 28: Total crédito / PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

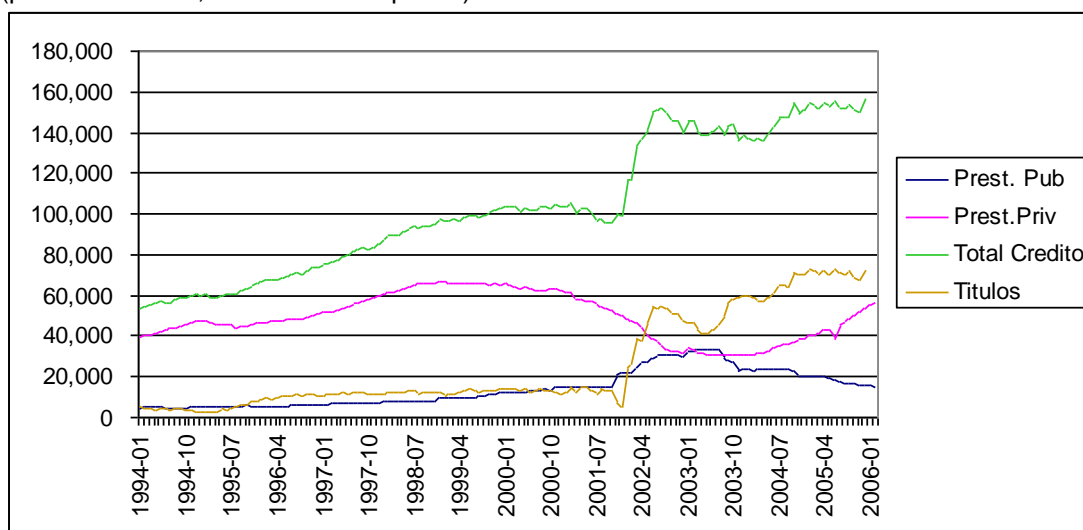
Algo similar sucede cuando se toma el total del crédito otorgado por el sistema financiero en relación al PIB (Gráfico 28). Durante los '90 la relación fue creciente, tuvo un pico en 2002, resultado de la fuerte caída del PIB, y a partir del 2003 baja a niveles comparables con los que había antes de 1998.

Es interesante comparar los Gráficos 27 y 28 con los Gráficos 19 y 20. En estos últimos se comparaba al total de préstamos (no se incluía otras formas de crédito al sector público) con el total de depósitos y el PIB respectivamente, observándose en ambos casos niveles actuales muy inferiores a los de la década pasada. En este sentido, parecería que ha habido un cambio importante en la actividad prestamista de las entidades financieras, en las cuales la compra de títulos del sector público tiene mucho más peso en la actualidad que durante la década pasada.

Esto mismo puede observarse en el gráfico 29, en donde, a partir de 2002 ha habido un fuerte crecimiento de esta actividad financiera, excediendo la compra de títulos a los préstamos al sector privado.

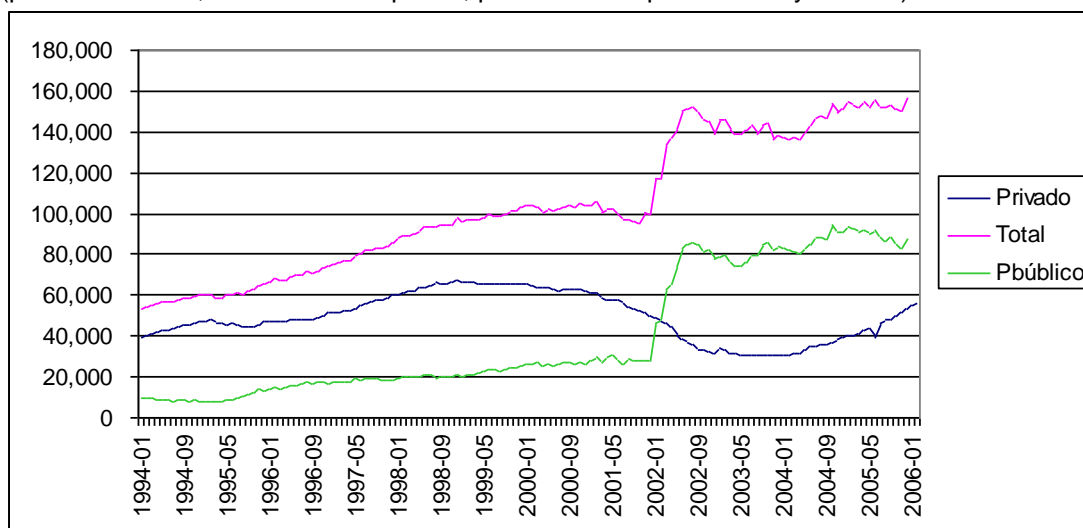


Gráfico 29 Total crédito por tipo y sector
(pesos + dólares, en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Gráfico 30: Total crédito por sector
(pesos + dólares, en millones de pesos; para el sector público incluye títulos)

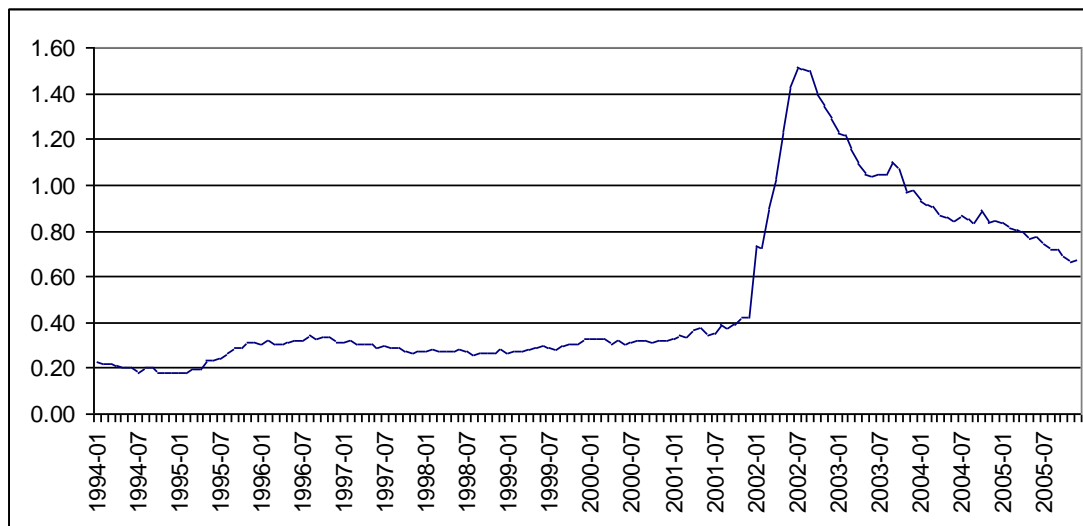


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Es más, la compra de títulos públicos sumado a los préstamos al sector público, exceden largamente al crédito al sector privado desde la crisis de 2002, tal como se aprecia en el Gráfico 30. Como ya dijimos repetidas veces anteriormente, es difícil extraer de estos datos cuál es la dirección de la causalidad. No podemos concluir que hay un efecto desplazamiento del sector privado, pero tampoco podemos descartar esa hipótesis con estos datos.



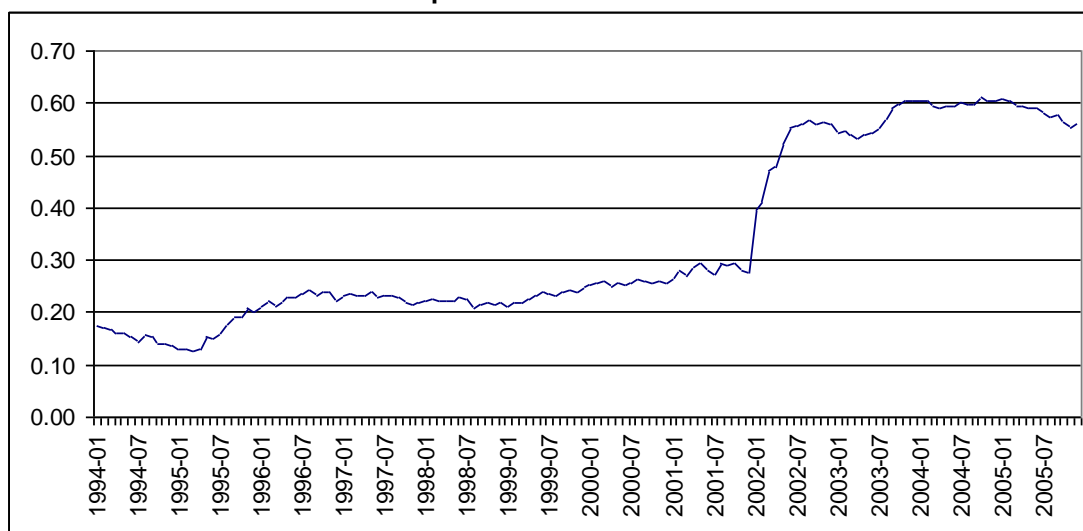
Gráfico 31: Total crédito al sector público / total préstamos



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

El Gráfico 31 muestra la razón entre las inversiones de los bancos en títulos públicos y el total de préstamos otorgados a los sectores público y privado. Nuevamente, se observa el salto en el 2002 producto del canje de depósitos por Bodenes, y luego se aprecia una tendencia creciente. Según los datos presentados anteriormente, dicha tendencia decreciente se debe al aumento de los préstamos al sector privado, y no a la caída en la compra de títulos.

Gráfico 32: Total crédito al sector público / total crédito



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Por último, el Gráfico 32 muestra la razón entre la suma de préstamos al sector público más títulos en cartera, sobre el total del de préstamos (a los sectores público y privado) y títulos. Nuevamente, se observa el salto en 2002 y, luego de un crecimiento posterior, se estabilizó la relación en aproximadamente el 60% del total de la actividad prestamista de los bancos.



6. A modo de conclusión

Los datos presentados nos permiten hacer algunas observaciones sobre las políticas cambiaria y monetaria actual y esbozar algunas conclusiones preliminares.

1. Si bien no formó parte explícita de la presentación precedente, es importante señalar que hasta el momento la política cambiaria ha sido exitosa según los objetivos planteados por la autoridad monetaria. El valor nominal del peso con respecto al dólar estadounidense se ha mantenido en torno a los tres pesos (+/- 10¢).
2. La política monetaria ha llevado a una importante acumulación de reservas internacionales. Este resultado es producto de haber aprovechado bien una coyuntura internacional favorable, en la que hay una demanda creciente de exportaciones argentinas y un superávit comercial aún considerable, aunque decreciente. La acumulación de reservas también es producto de haber adoptado una estrategia similar a la adoptada por los países asiáticos posteriormente a la crisis de 1997: acumular la mayor cantidad de reservas posible para poder enfrentar una eventual crisis financiera sin tener que recurrir al FMI.
3. En tercer lugar se ha producido una fuerte expansión de los agregados monetarios, tanto en términos absolutos como relativos al PIB. Si bien la ortodoxia culpa a esta expansión por la inflación que se ha verificado en los últimos 18 meses, cabe remarcar que la expansión monetaria actual es cualitativamente diferente de otras expansiones similares en décadas pasadas, ya que no es el producto de la monetización del déficit fiscal¹³. Al contrario, el fisco ha obtenido superávits primarios récord por primera vez en décadas. Sin embargo, daría la impresión que el BCRA considera que se ha llegado al límite de la expansión, dado el declive en los últimos meses de la relación base monetaria/PIB.
4. Paralelamente a la expansión de los agregados monetarios se ha producido un incremento importante del stock de Lebac y Nobac y en la posición neta de pases. Si bien la tendencia en los últimos meses es decreciente, no queda claro cuál será su evolución futura. La emisión de letras y notas tiene dos aspectos importantes. Por un lado impacta directamente sobre el balance del BCRA, ya que éste debe pagar intereses por estos instrumentos. Si bien por el momento no hay déficit cuasifiscal, la tendencia creciente de las tasas de interés podría ser una señal de problemas futuros. El segundo aspecto, es la preferencia revelada por los bancos por este tipo de inversiones. En este sentido el BCRA podría encontrarse en una disyuntiva entre reducir la tenencia de títulos públicos en las carteras de los bancos, y permitir que los mismos contribuyan activamente a que el BC cumpla con sus metas cuantitativas y con la política cambiaria.

¹³ En las décadas anteriores a la convertibilidad, era común recurrir a la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal. Esto mismo se prohibió por la Ley de Convertibilidad durante los 90s, por lo que el Estado debía financiar su déficit con incrementos de la recaudación o con crédito. En la actualidad, las cuentas fiscales arrojan un abultado superávit fiscal primario. La brecha que resulta entre el servicio de la deuda y el superávit primario se financia con nuevas emisiones.



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

5. Las tasas de interés ofrecidas por Lebac, Nobac y pases han mostrado una tendencia creciente desde mediados de 2004. A medida que aumenta el stock de letras y notas el BC deberá pagar tasas más altas para poder seguir colocando títulos nuevos. Esto, además de impactar directamente sobre el balance del BC, también tiene un impacto sobre el resto de las tasas de interés del sistema financiero.
6. Los datos del sistema financiero permiten concluir que la actividad bancaria se está recuperando de la profunda crisis del 2001-2002, aunque de manera desigual en lo que se refiere a depósitos y préstamos. El nivel total de depósitos en el sistema financiero en términos absolutos supera los niveles existentes antes de la última crisis. Sin embargo, medido en términos relativos al producto bruto, se está levemente por debajo de los valores del tercer trimestre de 1998, fecha en que comenzó la última depresión.
7. El nivel de préstamos recién estaría llegando a los niveles existentes antes de la crisis. Sin embargo, tomando las relaciones préstamos/depósitos y préstamos/PIB, vemos que no sólo los niveles de estas ratios están considerablemente por debajo de los niveles de la década pasada, sino que tienen una tendencia decreciente.
8. Si se observa la colocación de fondos de los bancos, se ve una importante participación del Estado como receptor de los mismos. Es más, habría una tendencia creciente a colocar fondos en títulos públicos, superando de este modo lo que sería el más riesgoso negocio de prestar a largo plazo al sector privado. Esto sin duda es producto por un lado de la política monetaria del BCRA, y por otro lado de la estrategia elegida por Kirchner en torno a la deuda pública Argentina. Como ninguno de estas cuestiones son puramente coyunturales o de corto plazo, es difícil ver cómo se podrá producir una reactivación del crédito a largo plazo bajo estas condiciones.
9. Otra característica tanto de los depósitos como de los préstamos es su naturaleza altamente cortoplacista. Se nota una fuerte preferencia por depósitos y préstamos de menos de un año de duración. La única excepción es el crédito otorgado al sector público, que en su mayoría supera al año de duración.

Resumiendo, con respecto a las políticas cambiaria y monetaria se puede decir que, hasta el presente, han tenido éxito en lograr los objetivos planteados por la autoridad monetaria. El mantenimiento del tipo de cambio en torno a los tres pesos por dólar y el control de la expansión de los agregados monetarios se han logrado a la par de una recuperación económica fuerte.

Suponiendo que se mantengan los superávits fiscal y comercial, supuesto por cierto fuerte, hay factores que podrían poner en peligro la sustentabilidad futura de las políticas cambiaria y monetaria. En primer lugar, si continúan creciendo las colocaciones de letras y notas del BC, aumentará también los intereses a pagar por dichas colocaciones. Este aumento podría eventualmente resultar en un déficit quasifiscal, obligando al Tesoro a aportar fondos para el programa monetario. El costo de estas colocaciones también aumenta con las tasas de interés, produciendo el mismo resultado.



CIEPP
Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas

En segundo lugar, si la actividad financiera crece y se profundiza tal como pretende el BCRA, también crecerá la creación de moneda endógena, tornándose cada vez más difícil la política monetaria de metas cuantitativas. En este sentido, mientras se mantenga la tendencia actual de fuertes inversiones de los bancos en títulos públicos, se mantiene relativamente controlado este problema. Si la banca comienza a funcionar como verdadero canalizador de los ahorros privados hacia la inversión productiva, seguramente deberá haber un cambio en la política monetaria.