



Informe Semanal
25/10/2012

“Llenando la Represa”

Por Ramiro Castiñeira

42 años dedicados
al Análisis
1970 - 2012 Macroeconómico

www.econometrica.com.ar

info@econometrica.com.ar

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

(Clave de acceso IV Trim 2012: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts



Llenando la Represa

Por Ramiro Castiñeira (ramirocastineira@gmail.com ; 155-109-1560)

En el informe [“Dos décadas de dolarización”](#) advertimos que todos los años el sector privado destina en promedio 2,9% del PBI a la compra de dólares, no importa el contexto, quien gobierne o que política se aplique. De ahí, para arriba.

Posteriormente, en el informe [“Represa de pesos”](#) señalamos que las nuevas restricciones en el mercado de cambios que impiden ahorrar en moneda extranjera, también implica que impide reducir la tenencia de pesos al sector privado en su conjunto. Simple, si alguien “fuga” por el informal, implica que otro entra.

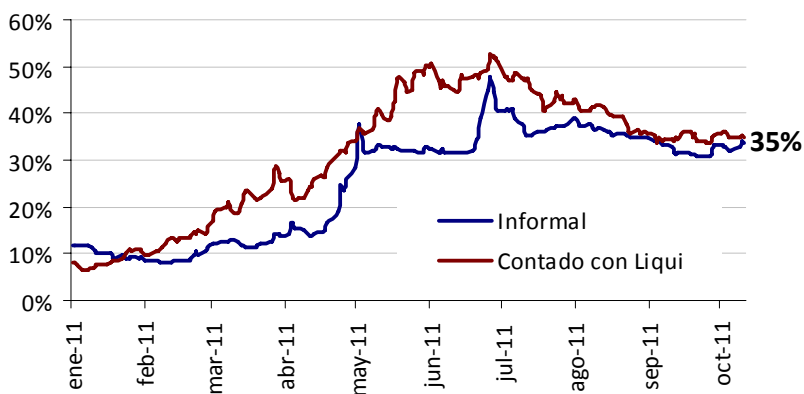
Cumplido un año de las nuevas reglamentaciones, una demanda de dólares por 2,9% del PBI a precios del 2012, son \$65.000 millones de pesos (como piso), que antes buscaban el dólar y ahora buscan otro refugio para resguardar su valor de compra.

En dichos informes señalamos que para que esta demanda de activos externos no empuje el precio del dólar paralelo, la tasa de interés local necesariamente tendrá que igualar la expectativa de devaluación del dólar informal.

Tras el salto inicial del dólar paralelo que elevó la brecha al 50% respecto del precio oficial, la tasa de interés incluso superó la expectativa de devaluación futura del informal. Al cumplir la mencionada condición, quitó presión al dólar informal y bajó de \$6,90 a \$6,37 en la actualidad, disminuyendo la brecha a un total de 35% a la fecha.

Brecha del Dólar

Diferencia % respecto a la cotización del oficial (al25/10)



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Mientras bajaba el paralelo, el sector privado volcó buena parte de su demanda de dólares a la confección de plazo fijo en pesos. Los depósitos privados aceleraron su crecimiento al 37% interanual en septiembre último, donde los depósitos a plazo fijo crecieron al 50% interanual en igual periodo.

Desagregando los depósitos privados, se advierte que las cuentas a la vista crecieron en línea con la inflación más algo de crecimiento (28,6%), en tanto los depósitos a plazo fijo, al canalizar parte de la demanda que antes buscaba el dólar, crecieron al 50% interanual, de los cuales los depósitos a plazo de más de un millón de pesos (empresas) crecieron al 67% interanual.

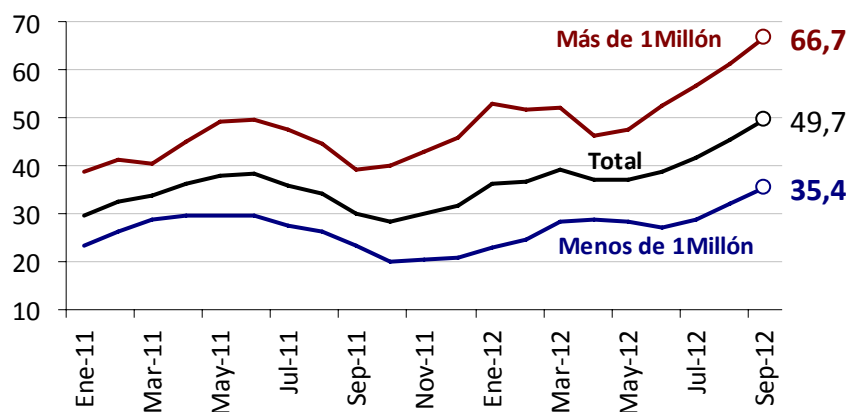
Depósitos Privados

	promedio mensual - en miles de millones de pesos				TNA en %	
	Sep-12	Sep-11	Variación \$	Variación %	Tasa de Interés Sep-12	Tasa de Interés Sep-11
TOTAL DEPÓSITOS	337,1	245,7	91,4	37,2	6,3	4,8
Cuentas a la Vista	187,6	145,8	41,8	28,6	0,1	0,1
Cta. Cte.	89,9	72,3	17,6	24,4	-	-
Caja de Ahorro	85,4	63,6	21,8	34,2	0,3	0,3
Otros	12,3	9,9	2,4	24,3	-	-
Plazo Fijo	149,5	99,9	49,6	49,7	14,0	11,6
Menos de 1M	73,4	54,2	19,2	35,4	12,9	10,6
Más de un 1M	76,1	45,7	30,4	66,7	15,1	12,8

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Depósitos a Plazo Fijo - Privados

var. % interanual del Promedio Mensual



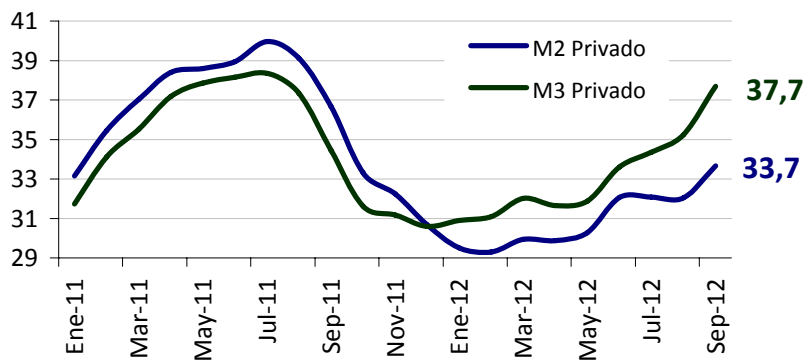
Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Este despegue de los depósitos privados y particularmente de los depósitos a plazo fijo quedó reflejado en la evolución de los agregados monetarios. M2 privado (circulante más depósitos a la vista) pasó del 30% interanual al fin de 2011 a 33,7% en septiembre último, en tanto que M3 (M2 + plazo fijo) en igual periodo pasó de 30% a 37,7%

Agregados Monetarios Privados

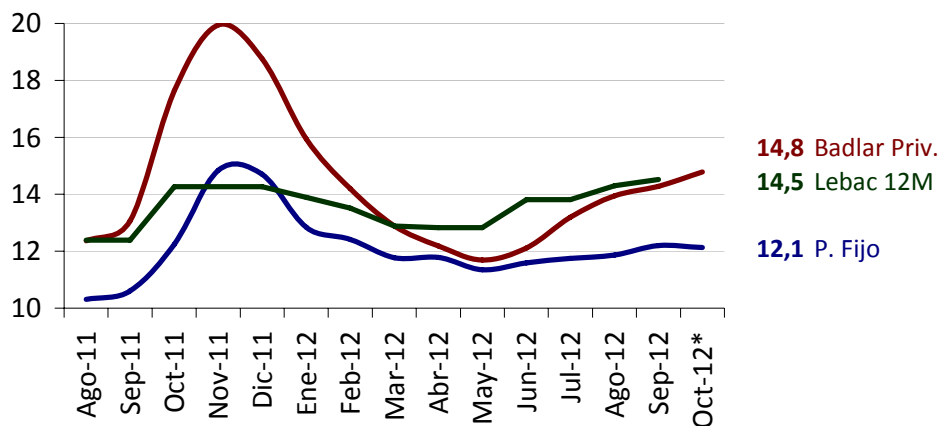
var. % promedio Interanual



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA

Ahora bien, una vez que la brecha del informal encontró un nuevo piso, la tasa de interés empezó a reaccionar al alza para igualar la expectativa de devaluación del informal. Simple, si hoy cotiza a \$6,37, un plazo fijo al 15% anual cubre una devaluación del tipo de cambio informal hasta \$7,32 a un año (15%). Si la Badlar privados pagaría menos que la expectativa de devaluación, privados recurrirán con mayor ímpetu sobre el paralelo empujando su cotización al alza.

Tasas de Interés TNA - Promedio Mensual



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

*al 12/10



En suma, las nuevas reglamentaciones en el mercado cambiario obligan al sector privado a disponer de una mayor cantidad de pesos de los que demanda. Este excedente de pesos por ahora no aceleró significativamente la inflación, no sólo por el estancamiento económico, sino porque una parte importante logró retenerse en una mayor confección de plazos fijos, sin llegar a empujar la demanda agregada ni al dólar informal.

Ahora bien, no es necesario pecar de monetarista para advertir que emitir pesos que no se demandan, si no se remuneran a tasas de interés que cubran la expectativa de devaluación, terminarán alimentando el precio del dólar paralelo, o alentando el consumo antes de que pierdan valor.

Mientras más significativa sea la diferencia entre la tasa de interés y la expectativa de devaluación, más fuerte será la presión sobre el paralelo y el consumo, donde fácilmente también retroalimentará una mayor inflación, lo que finalmente agota todo exceso de pesos en el mercado.

El “*equilibrio*” es delicado e inestable, más sabiendo que son pesos que el sector privado no desea ante un Gobierno que no se replantea financiarse con impuesto inflacionario, alimentado las expectativas de devaluación.

Si las expectativas de inflación se mantienen en 25%/30%, más temprano que tarde nuevamente se trasladarán a la expectativa de devaluación, y el BCRA encontrará que una tasa del 15% anual ya tampoco retiene los pesos en plazo fijo.

En ese contexto, subir las tasas de interés (elevar la cota a la represa) como única medida, es tan o más peligroso como sólo devaluar. Una sola medida no reemplaza un programa económico, donde política fiscal, monetaria y cambiaria, vuelvan a jugar a favor de la producción, y menos a la especulación. Donde el sector privado vuelva a pensar en cómo hacer plata, y no sólo en cómo cuidar la plata.



Proyecciones Macroeconómicas 2010 - 2013

Principales variables

Variable	Unidad	2010	2011	2012*	2013*
PBI	Var. %	8,5	7,0	1,0	3,5
Precios Impl. (prom. anual)	Var. %	16,1	19,3	19,1	21,7
PBI en pesos corrientes	M.M. \$	1.443	1.842	2.194	2.803
PBI en dólares	M. M. Dólares	368,7	446,0	476,6	509,7
PBI per Cápita	en dólares	9.100	10.905	11.731	12.311

Precios y Tipo de Cambio

IPC (IPC GB)	Dic/Dic	25,2%	21,8%	23,5%	26,0%
Tipo de cambio (prom. Anual.)	\$ / US\$	3,91 4,9%	4,13 5,6%	4,60 11,5%	5,50 19,5%
Tipo de cambio (prom. Dic.)	\$ / US\$	3,98 4,5%	4,29 7,8%	5,00 16,6%	6,00 20,0%
TCRM (deflac. por BA City) (Prom. Dic.)	Dic 01=1,00	1,77 -12,5%	1,60 -9,9%	1,40 -12,3%	1,35 -3,5%

Sector Público

Superávit Financiero Consolidado	en % PBI	-1,0%	-2,2%	-3,0%	-2,8%
Nación	en % PBI	-1,0%	-2,0%	-2,5%	-2,2%
Provincias	en % PBI	0,1%	-0,2%	-0,5%	-0,6%
Deuda Pública Nacional Bruta	% PBI	44,6%	41,8%	39,0%	38%
Neta (Privados y org.)	% PBI	23,7%	19,3%	18,0%	17%

Sector Externo

Exportaciones	M. M. Dólares	68,1 22%	83,9 23%	81,9 0%	94,0 12%
Importaciones	M. M. Dólares	56,5 46%	73,9 31%	69,8 -5%	82,5 17%
Saldo Comercial	M. M. Dólares	11,6	10,0	13,0	11,4
	% PBI	3,2%	2,2%	2,7%	2,2%
Cuenta Corriente BdP	M. M. Dólares	2,9	0,0	1,2	0,0
	% PBI	0,8%	0,0%	0,3%	0,0%
Deuda Externa (Pública + Priv)	% PBI	34,9%	32,1%	31,0%	29,0%

Empleo y Salario

Tasa de Desempleo	En % PEA	7,8	7,2	7,5	7,5
Trabajo no Registrado	en % Empleo	35,2	34,3	35,0	35,0
Salario Privado Registrado	Var. % Dic/Dic	28,9	30,0	27,0	28,0

Monetario

Reservas Int. (fin de año)	en M. M. Dólares	52,1	46,4	44,1	45,0
Badlar en pesos (Bcos. Priv.)	en % Fin de año	11,1	19,0	16,5	19,0
Depósitos Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	14,5	14,8	15,2	16,0
Crédito Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	11,5	13,4	13,8	14,3
M2 Privado (pesos)	Var. % int. dic.	33,1	30,7	34,0	35,0

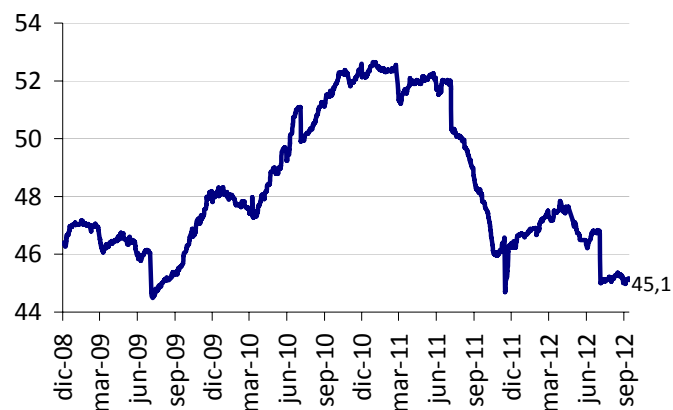
Fuente: Econométrica en base a Indec y Mecon

* Estimación Econométrica S.A



Reservas Internacionales

en miles de millones de dólares



Factores de Variación de las Reservas

en miles de millones de dólares

	2010	2011	2012*
Variación	4,2	-5,8	-1,3
Compras BCRA	11,8	3,3	8,0
Resto	-7,6	-9,1	-9,2
Stock fin de período	52,2	46,4	45,1
Var % Interanual	9%	-11%	-6%

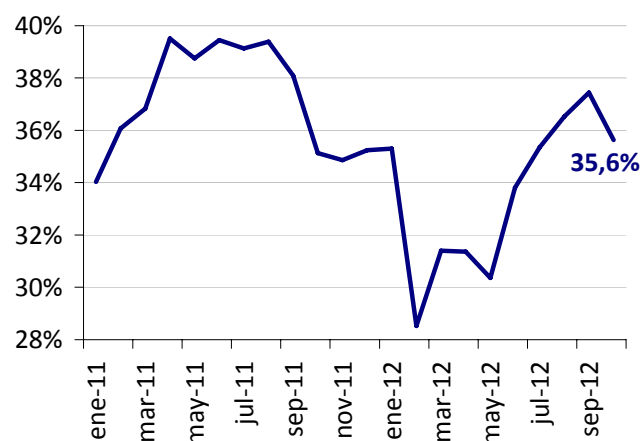
	Jul	Ago	Sep	Oct*
Variación	0,5	-1,7	-0,14	0,10
Compras BCRA	0,35	0,11	0,15	0,04
Resto	0,12	-1,77	-0,29	0,06
Stock fin de período	46,8	45,2	45,0	45,1
Var % Interanual	-11%	-10%	-8%	-6%

*Con Información al 12 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Base Monetaria

en miles de millones de pesos - Promedio mensual



Factores de Variación de Base Monetaria

en miles de millones de pesos

	2010	2011	2012
Variación	38,1	62,5	40,8
Compra dólares	46,3	13,3	35,1
Sector Público	19,5	32,6	19,4
Lebac's + Redesc + Pases	-25,6	18,8	-12,6
Otros	-2,1	-2,2	-1,1
Stock fin de período	160,4	222,9	263,7
Var% Interanual	31%	39%	36%

	Jul	Ago	Sep	Oct*
Variación	2,3	14,3	4,4	-1,5
Compra dólares	1,6	0,5	0,5	0,2
Sector Público	8,5	5,9	1,6	-0,6
Lebac's + Redesc + Pases	-7,6	8,4	2,3	-1,0
Otros	-0,1	-0,5	0,0	-0,1
Stock fin de período	246,5	260,8	265,2	263,7
Var% Interanual	35%	37%	37%	36%

*Con Información al 12 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Balance del BCRA

en miles de Millones de dólares

	A fin de				
	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	7-oct
Activos	77,3	79,3	94,1	100,6	109,6
1. Reservas Internacionales	46,4	48,0	52,2	46,4	45,1
2. Financiamiento Gobierno	20,0	23,0	32,8	45,2	56,4
2.1 Títulos Públicos	12,3	13,3	21,2	29,6	37,4
2.2 Adelantos Transitorios	7,7	9,6	11,6	15,6	19,0
3. Otros	10,9	8,4	9,2	9,1	8,1
Pasivos	68,5	66,3	84,4	92,0	98,7
1. Base Monetaria	31,7	32,2	40,3	51,8	56,9
2. Encaje en u\$s	5,0	7,3	9,8	5,7	6,9
3. Lebac's Nobac's y Pases	21,7	19,0	28,3	25,2	26,4
4. Deuda con BIS y Otros	3,7	3,4	1,3	5,3	4,7
5. Dep. del Gobierno en BCRA	1,9	0,6	2,7	0,7	1,9
6. Otros	4,5	3,8	2,0	3,2	2,1
Total Patrimonio Neto	8,8	13,1	9,7	8,7	10,9

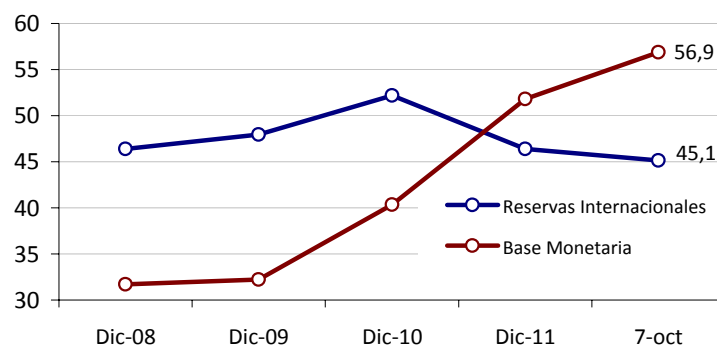
Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

ANEXO

Tipo de Cambio	3,45	3,80	3,98	4,30	4,71
Reservas/PBI	14,2%	15,6%	14,2%	10,4%	10,4%
Financiamiento al Gob./Activos	25,9%	28,9%	34,8%	44,9%	46,8%
Base Monetaria/Reservas	68%	67%	77%	112%	115%

Reservas Internacionales y Base Monetaria

en miles de Millones de dólares



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Depósitos y Préstamos - Sector Privado

en miles de millones - Promedio Mensual - Var. % Interanual

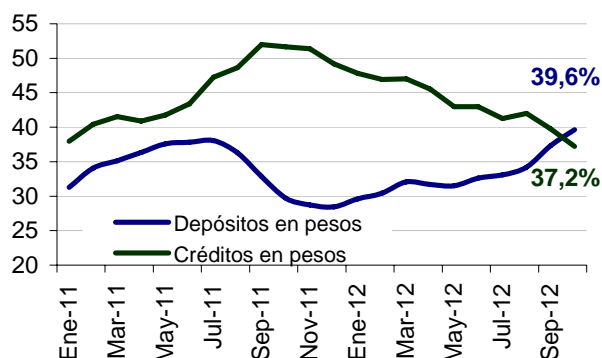
	Depósitos Privados								Crédito a Privados			
	En pesos						En dólares		En Pesos		En Dólares	
	Vista		P. Fijo		Total		u\$s	%	\$	%	u\$s	%
	\$	%	\$	%	\$	%						
Ene-11	124,5	32,4	84,3	29,7	208,7	31,3	11,7	16,2	166,4	38,0	7,6	44,3
Feb-11	125,6	35,3	87,3	32,3	212,8	34,1	11,8	17,9	169,5	40,4	7,9	49,2
Mar-11	126,6	36,4	89,7	33,4	216,3	35,1	12,1	19,1	173,0	41,5	8,2	49,3
Abr-11	130,2	36,4	93,5	36,3	223,7	36,4	12,3	19,5	177,5	40,9	8,5	49,1
May-11	133,9	37,3	95,1	38,1	229,0	37,6	12,7	20,5	184,6	41,8	8,6	47,3
Jun-11	138,2	37,6	95,6	38,1	233,8	37,8	13,0	21,1	191,8	43,4	8,8	52,2
Jul-11	145,9	39,5	96,4	36,0	242,2	38,1	13,3	22,6	202,1	47,2	9,1	55,1
Ago-11	145,9	37,8	99,2	34,2	245,1	36,3	13,9	23,8	208,3	48,6	9,4	51,5
Sep-11	145,8	34,9	99,9	30,0	245,7	32,9	14,3	27,6	218,6	52,0	9,6	49,1
Oct-11	145,4	30,7	101,5	28,4	246,9	29,7	14,7	30,5	227,7	51,7	9,6	46,0
Nov-11	146,0	27,8	105,7	30,1	251,7	28,7	13,0	14,7	234,5	51,4	9,8	42,0
Dic-11	154,8	26,3	107,4	31,7	262,1	28,5	12,0	4,2	241,2	49,2	9,5	31,3
Ene-12	156,0	25,4	114,5	35,9	270,6	29,6	12,1	3,1	245,9	47,8	9,5	24,7
Feb-12	158,1	25,9	119,5	37,0	277,6	30,4	12,0	1,7	249,1	46,9	9,7	21,7
Mar-12	161,0	27,2	124,7	38,9	285,7	32,1	12,0	-0,8	254,4	47,0	9,5	15,8
Abr-12	166,5	27,9	128,1	37,0	294,6	31,7	11,9	-3,2	258,3	45,5	9,4	10,8
May-12	170,8	27,6	130,3	37,0	301,1	31,5	11,5	-9,1	264,0	43,0	9,2	6,9
Jun-12	177,4	28,4	132,7	38,8	310,1	32,6	9,6	-26,3	274,3	43,0	8,5	-3,5
Jul-12	186,0	27,5	136,4	41,5	322,4	33,1	8,7	-34,8	285,5	41,3	7,6	-16,5
Ago-12	185,0	26,8	143,9	45,1	328,9	34,2	8,4	-39,8	295,8	42,0	6,8	-27,3
Sep-12	187,7	28,7	149,8	49,9	337,5	37,3	8,1	-43,5	305,5	39,8	6,3	-33,8
Oct-12	191,2	31,5	153,5	51,2	344,7	39,6	7,9	-46,3	312,5	37,2	5,9	-39,0

* Estimación Econométrica con información al 12 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

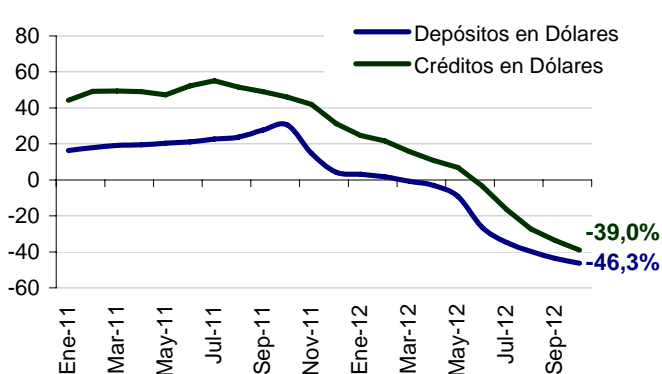
Depósitos y Créditos en Pesos

Var. % Interanual



Depósitos y Créditos en Dólares

Var. % Interanual





Principales Tasas de Interés

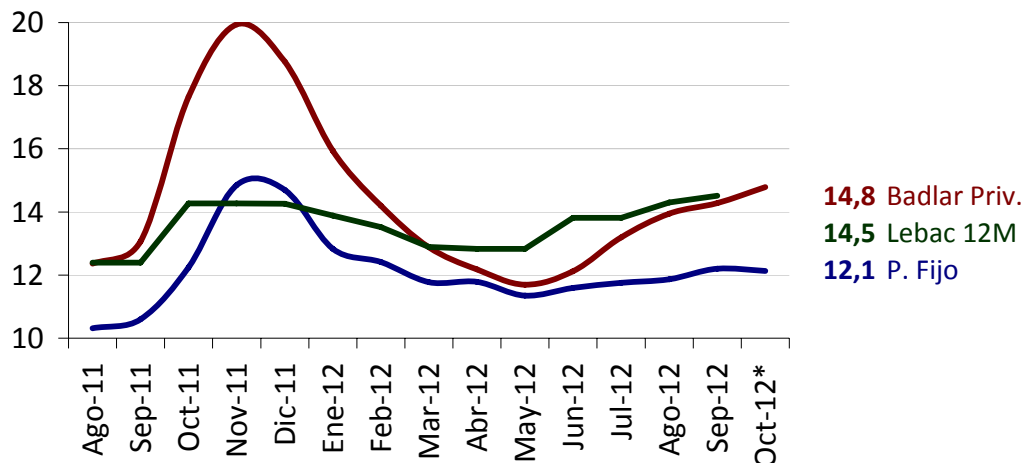
TNA - Promedio del Período

	Plazo Fijo 30d.	Badlar Priv.	Pasivos del BCRA				
			Pases Pasivos	Lebac's y Nobac's			
				3M	6M	12M	24M
2011	10,902	13,3	9,5	11,5	12,4	13,35	14,62
2012	11,9	13,2	9,5	11,6	12,6	13,2	14,9
Ago-11	10,3	12,4	9,5		11,6	12,4	14,4
Sep-11	10,6	13,1	9,5		13,0	12,4	14,5
Oct-11	12,2	17,6	9,5	14,0	13,9	14,3	15,0
Nov-11	14,8	19,9	9,5	14,0		14,3	15,1
Dic-11	14,7	18,8	9,5		14,0	14,3	
Ene-12	12,8	15,9	9,5		13,7	13,9	
Feb-12	12,4	14,2	9,5		12,5	13,5	
Mar-12	11,8	12,9	9,5		12,1	12,9	14,2
Abr-12	11,8	12,2	9,5		12,1	12,8	
May-12	11,3	11,7	9,5	11,8		12,8	14,2
Jun-12	11,6	12,1	9,5	11,3	12,2	13,8	
Jul-12	11,8	13,2	9,5	11,5	12,3	13,8	15,8
Ago-12	11,9	13,9	9,5	11,9	13,3	14,3	16,3
Sep-12	12,2	14,3	9,5	12,3	13,3	14,5	16,5
Oct-12*	12,1	14,8	9,5	12,3			16,9

*Con Información al 12 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Tasas de Interés TNA - Promedio Mensual



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



Agregados Monetarios

Promedio mensual - en miles de millones de pesos - Var % Interanual

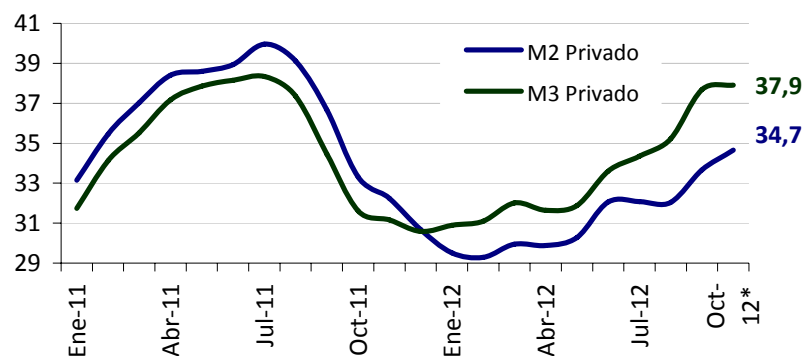
	Privados				Totales			
	M2		M3		M2		M3	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Ene-11	228,3	33,1	321,3	31,7	269,8	32,2	422,2	37,9
Feb-11	229,0	35,5	325,1	34,1	261,4	28,6	428,2	39,1
Mar-11	230,6	37,0	329,4	35,5	264,1	33,7	437,0	41,0
Abr-11	235,3	38,4	338,0	37,2	268,8	34,9	446,2	41,4
May-11	240,7	38,6	345,3	37,9	277,2	37,9	458,5	40,5
Jun-11	248,9	38,9	354,3	38,1	283,7	37,5	469,0	39,7
Jul-11	264,1	40,0	370,2	38,3	296,4	36,1	486,6	38,8
Ago-11	266,3	39,1	375,3	37,4	300,1	38,1	495,7	38,3
Sep-11	266,5	36,7	376,4	34,5	298,4	34,9	501,7	36,2
Oct-11	266,9	33,3	378,4	31,6	301,0	31,2	505,6	32,9
Nov-11	271,3	32,2	387,1	31,2	303,2	30,1	512,7	32,0
Dic-11	288,2	30,7	406,4	30,6	324,9	28,9	527,2	30,3
Ene-12	295,7	29,5	420,5	30,9	346,5	28,4	548,9	30,0
Feb-12	296,0	29,3	426,2	31,1	338,4	29,4	555,6	29,7
Mar-12	299,6	29,9	434,8	32,0	340,5	28,9	563,9	29,0
Abr-12	305,7	29,9	445,0	31,7	343,9	27,9	573,4	28,5
May-12	313,6	30,3	455,4	31,9	354,3	27,8	588,7	28,4
Jun-12	328,8	32,1	473,4	33,6	373,0	31,5	607,3	29,5
Jul-12	348,8	32,1	497,4	34,4	399,3	34,7	633,8	30,3
Ago-12	351,6	32,0	507,5	35,2	403,9	34,6	651,5	31,4
Sep-12	356,3	33,7	518,2	37,7	399,8	34,0	665,4	32,6
Oct-12*	359,4	34,7	521,9	37,9	396,6	31,8	676,1	33,7

* Estimación Econométrica con información al 12 de Octubre

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Agregados Monetarios Privados

var. % promedio Interanual



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA