

# cene

CENTRO DE ESTUDIOS DE LA  
NUEVA ECONOMÍA

UNIVERSIDAD DE BELGRANO



# EL FANTASMA DE LAS LELIQ

# INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA

Informe de coyuntura

## Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano

Director: Lic. Víctor A. Beker

Número 184 – Setiembre de 2019

### EL FANTASMA DE LAS LELIQ

A partir de agosto del año pasado, el Banco Central viene utilizando como una herramienta central de política monetaria las Letras de Liquidez (LELIQ). Con este instrumento, se reemplazaron las LEBAC, cuya extinción se decidió tras la crisis cambiaria de mayo de 2018.

Las LELIQ -que se venden sólo a bancos- reemplazaron así a las LEBAC en el rol de absorber liquidez del mercado monetario, pagando altas tasas de interés para constituir las en un atractivo activo frente al dólar. Pero el remedio resultó peor que la enfermedad.

Las LELIQ se emiten con una vigencia de siete días, mientras que las LEBAC tenían una vigencia mínima de 28 días.

Pero más allá del hecho de que todos los días el Banco Central debe fijar una tasa de interés suficientemente atractiva para asegurar la renovación de los vencimientos diarios, la cuestión de fondo es que la entidad rectora del sistema bancario carece de ingresos genuinos para hacer frente al pago de los intereses que genera aquel stock.

Los intereses se financian colocando más LELIQ, como si se tratara de un esquema Ponzi. De este modo, su stock crece como una bola de nieve.

La tasa de las LELIQ que perciben los bancos es lo que determina la que abonarán a sus clientes por sus colocaciones de plazo fijo. Y ésta debe tener un nivel tal que desaliente su retiro y su vuelco al dólar.

Así como ocurrió con las LEBAC, en algún momento se deberá desarmar la montaña de LELIQ, que representan un 79% de la base monetaria. Cuando se decidió el desarme de las LEBAC, éstas sumaban poco más del 110% de la base monetaria.

## De la banda cambiaria al mini-cepo

Con Hernán Lacunza a cargo del Ministerio de Hacienda y el dólar cotizando a \$58, la página web del Banco Central seguía informando diariamente los límites de la por entonces difunta banda cambiaria, como puede observarse:

<b>Zona de referencia cambiaria</b> (\$ por US\$) 03/09/2019	39,755 - 51,448
--	-----------------

Fuente: BCRA

Más allá de la ridiculez burocrática, lo cierto es que el experimento de la banda cambiaria ya había sido abandonado varios meses atrás.

Tal como comentamos en nuestro número 180, en la práctica, la banda de flotación fue dejada de lado en abril último, cuando el Banco Central anunció que se reservaba el derecho de intervenir en el mercado de cambios en cualquier momento y cualquiera fuera la cotización de la divisa. Esto es, el Banco Central podía intervenir en el mercado cambiario aun cuando la cotización del dólar se encontrara dentro de la llamada zona de referencia cambiaria.

Esto era contrario a lo anunciado en setiembre de 2018, cuando el Banco Central puso en marcha el sistema de banda cambiaria para la cotización del dólar. La autoridad monetaria intervendría comprando la divisa estadounidense si su cotización caía por debajo del límite inferior de dicha banda y lo haría vendiendo dólares si aquella cotización sobrepasaba la cota superior.

Este sistema fue el resultado de un compromiso entre el requerimiento del FMI de una flotación libre del tipo de cambio y la posición de la autoridad económica argentina de poner límites a dicha fluctuación.

En la práctica, ideado para estabilizar el tipo de cambio, el sistema no dio resultado. Tan pronto la cotización de la divisa estadounidense subía algunos centavos -aún dentro de la zona de no intervención- se acrecentaba la demanda de dólares en previsión de aumentos ulteriores. Ello obligaba al Banco Central a subir la tasa de interés y/o vender dólares futuros. Finalmente, en abril, fue dejado de lado y reemplazado por un sistema de flotación “sucia”, en el que la cotización fluctúa de acuerdo con la oferta y la demanda, pero la autoridad monetaria interviene discrecionalmente. Sin embargo, nunca fue anunciada su eliminación al punto que, tras conocerse el resultado de las PASO, cuando el tipo de cambio sobrepasó con mucho el borde superior de la banda cambiaria, el Banco Central seguía anunciando en su página web que el límite tolerado era de \$51,448 (¡con ese nivel de precisión!) pero nada hacía para cumplirla.

Finalmente, se debió establecer un mini-cepo, limitando la demanda a las personas físicas con un tope de u\$s 10.000 por mes, mientras que las empresas deben solicitar autorización a la autoridad monetaria para la compra de divisas con fines que no sean el pago de importaciones o de deuda. Asimismo, se restableció la obligación de los exportadores de liquidar las divisas provenientes de sus ventas al exterior en plazo perentorio, que había sido derogada en noviembre de 2017.

## El tipo de cambio real creció levemente en julio

El tipo de cambio real aumentó un 0,7% en julio en comparación con junio y un 2,1% respecto de igual mes de 2018.

El aumento en el tipo de cambio nominal (3%) superó el avance registrado en los precios del sector servicios (2,5%) para generar el resultado comentado. A ello se sumó el avance en la inflación estadounidense.

Recordemos que el tipo de cambio real se calcula tomando como base el valor del dólar en diciembre de 2015 luego del levantamiento del cepo cambiario. Se estima la evolución de dicho tipo de cambio hasta el presente y se le agrega la inflación en Estados Unidos medida por el índice de precios al productor; finalmente se divide por la evolución del Índice de Precios al Consumidor para el rubro servicios. Mientras la inflación americana mide la pérdida de poder adquisitivo del dólar, la inflación local de los servicios aproxima la pérdida de valor del peso en términos de los bienes no comercializables.

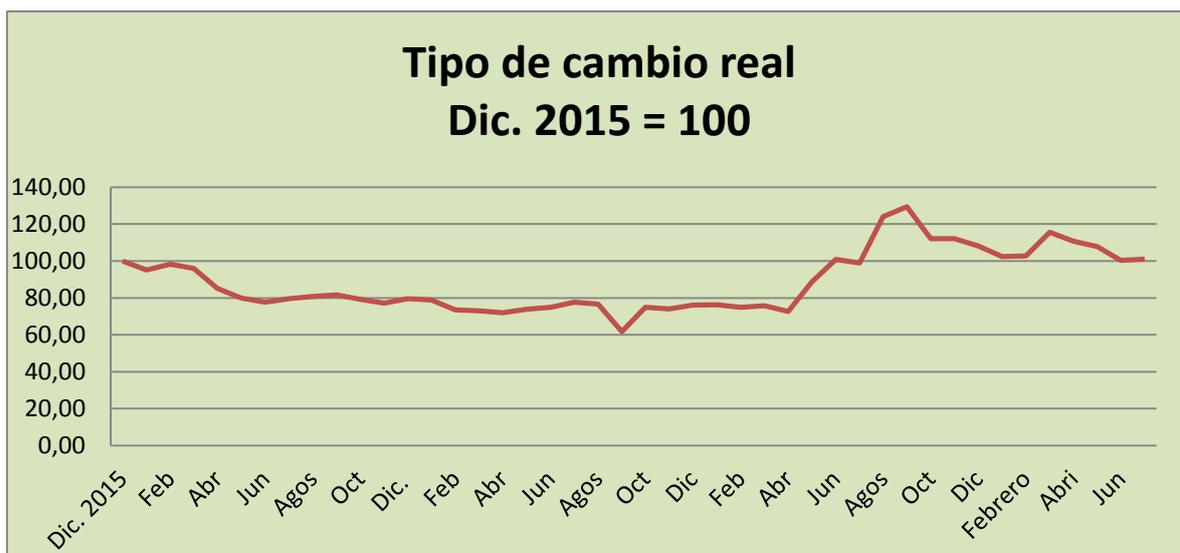
El avance experimentado en junio determinó que el tipo de cambio real se ubicara por sobre el nivel alcanzado en diciembre de 2015, tras el levantamiento del cepo cambiario.

### Tipo de cambio real

(Dic. 2015 = 100)

Dic. 2015	100,00
Ene 2016	95,17
Feb	98,23
Mar	95,98
Abr	85,11
May	79,86
Jun	77,70
Jul	79,51
Ago	80,72
Sep	81,58
Oct	79,18

Nov	77,09
Dic	79,57
Ene 2017	78,80
Feb	73,51
Mar	72,91
Abr	71,89
May	73,93
Jun	74,93
Jul	77,68
Ago	76,68
Sep	61,78
Oct	74,92
Nov	74,10
Dic	76,17
Ene 2018	76,27
Feb	74,84
Mar	75,72
Abr	72,71
May	88,69
Jun	100,93
Jul	98,96
Ago	124,09
Sep	129,46
Oct	112,16
Nov	112,16
Dic	108,18
Ene 2019	102,35
Feb	102,79
Mar	115,58
Abril	110,78
May	107,86
Jun	100,37
Jul	101,07



## Índices de inflación

Publicamos a continuación las variaciones mensuales y anuales disponibles de índices de precios al consumidor nacional y para la región del Gran Buenos Aires, ambos suministrados por el INDEC así como los de las provincias de Córdoba, Mendoza, Neuquén, San Luis y Tucumán junto con el de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Distrito	Var. Julio	Var. Anual
Nación	2,20%	54,40%
GBA	2,10%	53,90%
C.A.B.A.	2,20%	52,60%
Córdoba	2,35%	52,32%
Mendoza	2,30%	54,90%
Neuquén	4,11%	58,14%
San Luis	1,50%	54,90%
Tucumán	2,09%	55,98%

## En julio se prolongó el desequilibrio fiscal

El Índice de Equilibrio Fiscal registró en julio una caída del 2,2% respecto del nivel registrado en junio, pero se mantuvo un 5% por arriba del alcanzado en igual mes del año pasado.

Recordamos que el índice de equilibrio fiscal se calcula como el cociente entre los gastos y los ingresos totales. El valor 100 indica una situación equilibrada (ingresos iguales a los gastos); por encima de dicho valor denota superávit y por debajo, déficit.

El retroceso experimentado en julio es atribuible a la escasa dinámica de los ingresos fiscales frente a un gasto creciente, motorizado por el pago de intereses de la deuda.

### Índice de Equilibrio Fiscal

	Ingresos	Gastos	IEF
<b>Ene 16</b>	120332	120880	99,55
<b>Feb</b>	99942	117320	85,19
<b>Mar</b>	107124	138844	77,15
<b>Abr</b>	116284	129041	90,11
<b>May</b>	135288	148999	90,80
<b>Jun</b>	128958	174057	74,09
<b>Jul</b>	142925	168640	84,75
<b>Ago</b>	127290	164523	77,37
<b>Sep</b>	129870	168784	76,94
<b>Oct</b>	126983	189942	66,85
<b>Nov</b>	145024	159085	91,16
<b>Dic</b>	233422	292721	79,74
<b>Ene 17</b>	170256	175812	96,84
<b>Feb</b>	136489	166489	81,98
<b>Mar</b>	160941	196022	82,10
<b>Abr</b>	159557	208569	76,50
<b>May</b>	156937	200982	78,09
<b>Jun</b>	161650	253502	63,77
<b>Jul</b>	185137	217858	84,98
<b>Ago</b>	168486	200031	84,23
<b>Sep</b>	166702	217879	76,51
<b>Oct</b>	168754	230686	73,15
<b>Nov</b>	172670	218592	78,99
<b>Dic</b>	190505	340613	55,93
<b>Ene 18</b>	203130	229020	88,70
<b>Feb</b>	172966	200704	86,18
<b>Mar</b>	195942	233838	83,79
<b>Abr</b>	192963	236423	81,62
<b>May</b>	209415	236754	88,45
<b>Jun</b>	220584	309449	71,28
<b>Jul</b>	232619	294999	78,85
<b>Ago</b>	222934	237451	93,89
<b>Sep</b>	227678	283536	80,30
<b>Oct</b>	245779	324106	75,83
<b>Nov</b>	233790	306674	76,23
<b>Dic</b>	242761	436125	55,66
<b>Ene 19</b>	281.653	341.691	82,43

<b>Feb</b>	256.589	268.221	95,66
<b>Mar</b>	261.284	311.122	83,98
<b>Abril</b>	277.427	343.500	80,76
<b>Mayo</b>	320.348	358.982	89,24
<b>Jun</b>	373.618	441.331	84,66
<b>Jul</b>	375.867	453.734	82,84

