

# Los límites del tipo de cambio

## Informe Mensual Enero

Martes 27 de enero de 2009

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17

(5411) 4787-2326

[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)

contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

La economía argentina se estanca y la falta de un horizonte de previsibilidad acota los márgenes de la política económica. El descrédito del Indec, la estatización de las AFJPs, medidas como el blanqueo de capitales y la moratoria tributaria, las dudas respecto al cumplimiento del Programa Financiero, y la modificación de las cartas orgánicas del BCRA y del Banco Nación han sembrado la desconfianza en los agentes económicos.

Así, la política fiscal se encuentra hoy inmersa en el dilema de la “frazada corta” –o se impulsa en serio la actividad o se pagan los vencimientos de deuda-. La capacidad de la política monetaria encuentra su límite en la caída de la demanda de dinero, con el riesgo de que la inyección de pesos en la economía se vaya a la compra de dólares.

Algo similar ocurre con la política cambiaria. Una depreciación del tipo de cambio –en un contexto en que todos los competidores de Argentina han devaluado y cae el precio de los *commodities* que exportamos- ayudaría a las empresas a sostener su producción y sus fuentes de trabajo. Pero un salto abrupto en el tipo de cambio generará expectativas de subas posteriores y una salida importante del peso.

Durante el conflicto con el campo y la estatización de las AFJPs, la sociedad argentina ratificó que está muy “entrenada para correr” cuando el marco general es incierto y especialmente cuando el ruido proviene del ala política. Esta conducta no es más que la consecuencia natural de una historia de crisis recurrentes, ya sea en sus versiones de maxi-devaluaciones, *default*, congelamiento de depósitos o varias de ellas simultáneamente. Prácticamente todas las generaciones actuales de ahorristas/inversores han vivido -en promedio- una crisis cada 5 años desde 1975 a esta parte.

Dada esta situación, en el presente informe realizamos un análisis prospectivo de lo que puede suceder con el tipo de cambio. Hemos planteado dos escenarios. El primero de ellos supone que el BCRA podrá mantener el control del tipo de cambio y evalúa los incentivos y temores que tiene el Gobierno para su manejo. El segundo –con una probabilidad de ocurrencia menor- supone un escenario pesimista en el cual, ante la falta de resultados de las medidas que va tomando, el Gobierno vuelve a utilizar instrumentos que hacen mella en lo institucional y disparan una corrida financiera y cambiaria. En este ejercicio, el objetivo perseguido es el de evaluar cual sería el límite razonable del dólar en dichas circunstancias.

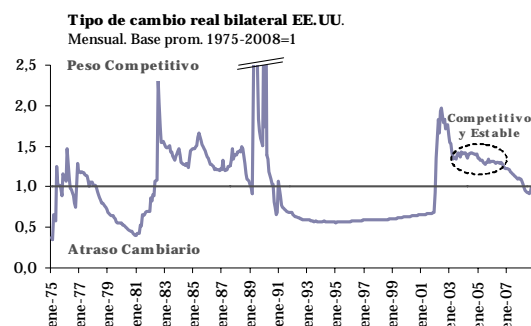
## Una historia de vaivenes cambiarios

Argentina es un país con una idiosincrasia muy particular en materia cambiaria. A lo largo de su historia, ha hecho uso y abuso de esta herramienta de política económica, lo que la llevó al extremo de renunciar a su utilización con el establecimiento del régimen de Convertibilidad.

Al analizar el tipo de cambio real bilateral mensual contra los EE.UU. desde 1975, se observa claramente los vaivenes en materia cambiaria. En los momentos en los cuales la moneda nacional era competitiva, la altísima volatilidad impedía cualquier tipo de planeamiento a mediano plazo, a la vez que los períodos de estabilidad estaban caracterizados por un fuerte atraso cambiario (como por ejemplo la “tablita cambiaria” de fines de los ‘70s o la Convertibilidad).

Luego del *overshooting* inicial, el período que siguió al colapso de la Convertibilidad fue el primero en los últimos 50 años en el cual se pueden conjugar un tipo de cambio competitivo con baja volatilidad que generara un marco de certidumbre a mediano plazo. Sin embargo, **a partir de 2007**, y producto de la aceleración inflacionaria, **el ritmo de apreciación real se aceleró fuertemente**.

Si tomamos arbitrariamente como valor divisorio entre un peso competitivo y uno atrasado el promedio de todo el período considerado (1975-2008), se observa que después de la fuerte apreciación real de los últimos dos años **actualmente nos encontramos exactamente en dicho valor umbral, con tendencia a la subvaluación cambiaria** (producto del diferencial de tasa de inflación de nuestro país con respecto al mundo que se mantendrá durante 2009). En caso de considerar el tipo de cambio real multilateral (que es una medida más adecuada ya que considera las monedas de

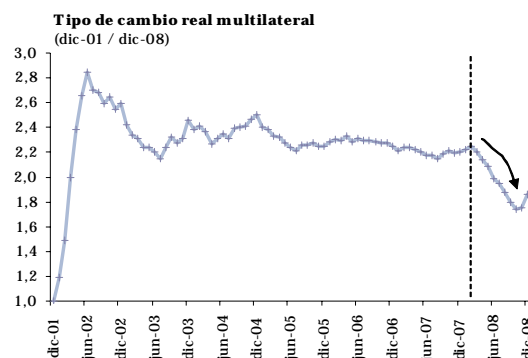


Fuente: LCG en base a Bloomberg

los principales socios comerciales),<sup>1</sup> vemos que **la pérdida de competitividad desde ene-07** es similar a la que tuvo lugar con respecto al dólar, en torno al **20%**.

Al contrario de lo que indica la teoría económica, este proceso de apreciación real se produce en paralelo con un marcado deterioro de la actividad económica en un contexto internacional muy adverso. El hecho de **haber actuado de forma procíclica en el momento de auge** (tanto fiscal, monetaria como cambiariamente), combinado con **la sensación de falta de previsibilidad** en las políticas gubernamentales, hace que el gobierno cuente con **escaso “poder de fuego” en materia de política económica** para enfrentar este difícil escenario. Por el lado fiscal rige el dilema de la “frazada corta”, ya que se cuenta con un margen de maniobra acotado sin poner en riesgo los abultados vencimientos de los años venideros. Esto explica el tono y el escaso impacto de las medidas anunciadas hasta el momento. La caída de la demanda de pesos derivada del acortamiento del horizonte de previsibilidad doméstico (estatización de AFJPs, reforma de la carta orgánica del BCRA, incertidumbre con respecto al programa financiero, INDEC, etc.) le pone un techo a la efectividad de la política monetaria. Si bien este proceso se revirtió parcialmente en las últimas semanas, se tradujo solo en una suave caída de las tasas de interés, que todavía resultan fuertemente positivas en términos reales para los tomadores de crédito.

Finalmente, si bien la política cambiaria es la herramienta eficaz para enfrentar el derrumbe de la actividad económica y la destrucción de empleos, el margen de maniobra también resulta limitado. La sociedad argentina ha demostrado (en la crisis con el campo y con la estatización de las AFJP) estar muy “entrenada para correr” contra el peso cuando hay incertidumbre. Dado el historial de vaivenes cambiarios de



Fuente: LCG en base a Bloomberg y estimaciones propias.

<sup>1</sup> La falta de datos disponibles nos impidió elaborar una serie de largo plazo del tipo de cambio real multilateral.

nuestro país se torna muy difícil la noción de tipo de cambio de equilibrio, por lo que a corto plazo los agentes tienden a sobre-reaccionar y demandan inicialmente más dólares. Así, esta inestabilidad de corto plazo es una complicación adicional que restringe el margen de utilización de esta herramienta.

Dado este complicado escenario, vale la pena analizar con mayor detalle las perspectivas del mercado cambiario y los posibles incentivos del Gobierno Nacional en materia de tipo de cambio.

## Perspectivas 2009: deslizamiento con cuentagotas

Históricamente, en la Argentina las etapas de crecimiento económico encontraban su limitante en la restricción externa. Luego del colapso de la convertibilidad, un escenario muy favorable de precios internacionales y el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo permitió superar esta enfermedad crónica de nuestra economía, pudiendo combinar un fuerte crecimiento económico con abultados superávits en cuenta corriente.

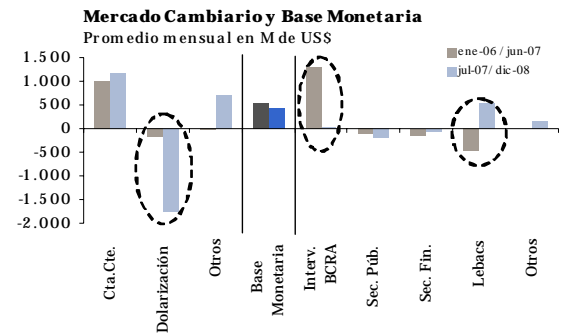
Los extraordinarios términos de intercambio generaron un inédito excedente de divisas en el mercado cambiario, el cual sobraba para cubrir la mínima dolarización de portafolios existente y la compra de dólares del Tesoro para pagar sus obligaciones financieras. El BCRA absorbía la diferencia y acumulaba reservas, sosteniendo en torno de los \$3 un tipo de cambio que presionaba a la baja. La consecuente emisión monetaria era sólo parcialmente esterilizada vía colocaciones de Lebac y la elevada liquidez llevó las tasas reales a niveles negativos, presionando sobre el nivel de precios. La **econo-**

mía argentina se había acostumbrado a funcionar con sobrante de dólares.

A partir del III-07, esta dinámica se modificó radicalmente. La sucesión de episodios negativos, tanto externos (inicio de la crisis *sub-prime*, caída de *Lehman Brothers* y desplome de los mercados bursátiles) como internos (conflicto agropecuario, estatización de AFJPs) generó una creciente dolarización de portafolios, que alcanzó los US\$ 30.000 M. desde jul-07 y absorbió todo el excedente de la cuenta corriente cambiaria.

Para el 2009, un escenario de precios internacionales no tan favorable como el del año pasado redundará en un marcado descenso del excedente comercial (que no será más pronunciado por la caída de las importaciones derivada de la menor actividad económica) que, combinado con la dolarización de portafolios (que aún se mantiene en niveles elevados), generará **presiones alcistas sobre el tipo de cambio nominal**.

No obstante, **el BCRA cuenta con margen suficiente para continuar administrando la evolución del tipo de cambio**. Analicemos cuales son para el Gobierno los incentivos de política económica tendientes a una mayor depreciación del tipo de cambio. El primero viene por el lado de la **actividad económica**. Como mencionamos, dadas las limitadas herramientas disponibles, una mayor depreciación del tipo de cambio es el remedio más eficaz para contener la caída en la actividad y el empleo. En los últimos meses, y como consecuencia de la salida de capitales asociada a la crisis internacional y a la caída de los precios de exportación, nuestros países vecinos dejaron depreciar fuertemente sus monedas. En el caso argentino, este remedio solo pudo ser aplicado en dosis homeopáticas, debido al riesgo derivado de una mayor suba del tipo de cambio sobre la salida de depósitos, que apenas compensó en parte la apreciación real del 2008 derivada de la mayor inflación. Como se observa en el



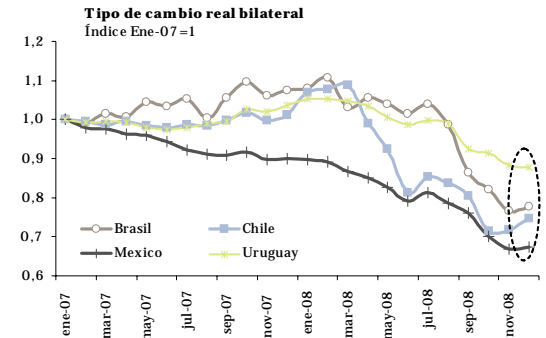
Fuente: LCG en base a BCRA y estimaciones propias.

gráfico, **si se compara contra ene-07, el tipo de cambio real con respecto a estos países se apreció, en promedio, 22%**. Además, el diferencial de tasa de inflación de nuestro país para el 2009 (pese a la desaceleración de los últimos meses) hace que en materia de competitividad se empiece el año “corriendo desde atrás”.

El segundo incentivo viene por el **lado fiscal**. Al analizar la posición fiscal neta en dólares, queda claro que **el gobierno está “largo” en tipo de cambio**; esto es, que una depreciación incrementaría los recursos netos del Gobierno Nacional. Esto se debe a que los ingresos asociados a la paridad cambiaria (derechos de exportación e importación, IVA y ganancias de las importaciones) son sustancialmente mayores que las erogaciones (subsidios de energía y alimentos y servicios de la deuda en moneda extranjera). A modo de ejemplo, una **depreciación del 10% del tipo de cambio le generaría al Gobierno Nacional (luego de la coparticipación), recursos adicionales por \$3.800 M.**

Algo similar ocurre en términos cuasi-fiscales para el BCRA. Al tomar la posición neta en dólares de la institución, se observa que una depreciación de la misma cuantía del tipo de cambio le significaría, todo lo demás constante, una ganancia de capital de aproximadamente **\$15.000 M**, que podría ser girada posteriormente al Tesoro Nacional.

Por el lado del mercado también se anticipa una depreciación del tipo de cambio, como lo demuestran las cotizaciones del dólar futuro (que dieron un salto durante el mes de octubre y actualmente se ubican en torno a \$3,70 a jun-09 y \$3,90 a dic-09). Sin embargo, y pese a los potenciales beneficios de un mayor deslizamiento del tipo de cambio, el **Gobierno** ya ha dado sobradas muestras de que con su política de “flotación administrada” prefiere, ante todo, **minimizar el riesgo de incentivar una nueva fuga de depósitos del sistema bancario.**



Fuente: LCG en base a Bloomberg

**Posición fiscal neta en dólares**

En millones

|                                   | US\$          | TC actual<br>3.5 \$/US\$ | 10% deva<br>3.85 \$/US\$ |
|-----------------------------------|---------------|--------------------------|--------------------------|
| Recursos                          | 23.065        | 80.727                   | 88.799                   |
| Obligaciones                      | 12.262        | 42.916                   | 47.208                   |
| <b>Diferencia</b>                 | <b>10.803</b> | <b>37.810</b>            | <b>41.591</b>            |
| Ingresos adicionales en M de \$   |               | 3.781                    |                          |
| Ingresos adicionales en M de US\$ |               | 982                      |                          |

Fuente: LCG en base a Mecon



Además, **el *timing* no es un tema menor**. Habiendo desaprovechado la oportunidad de un mayor deslizamiento en momentos en los cuales los países vecinos depreciaban fuertemente sus monedas, parece muy improbable que el Gobierno esté dispuesto a convalidar un salto discreto en el tipo de cambio en tiempos más cercanos a la crucial elección legislativa de octubre. Especialmente si tenemos en cuenta que los beneficios potenciales de la medida no serían inmediatos, con el riesgo de generar mayor incertidumbre a corto plazo y algunos deslizamientos de precios puntuales, y que es una medida impopular (al menos para la mayoría asalariada de la sociedad).

De esta forma, estimamos que el gobierno (a través del BCRA) va a seguir manejando a voluntad el tipo de cambio de forma gradual, permitiendo solo **deslizamientos con cuentagotas**, ubicándose en torno a los **\$ 3,70 en octubre y algo por debajo de los \$ 4 hacia fines de año**. Naturalmente, este escenario asume un marco de relativa estabilidad que permita que el gobierno no se vea forzado a acelerar el proceso de ajuste cambiario.

## El dólar en el peor escenario

Si bien entendemos que el escenario de normalidad planteado en la sección anterior es el que presenta una mayor probabilidad de ocurrencia, el marco de los acontecimientos es incierto, tanto por factores domésticos (económicos y políticos) como externos (nuevas caídas en el precio de los bienes primarios, devaluaciones adicionales en países vecinos, probable sucesión de *defaults* de deudas soberanas o corporativas a nivel global).

En el último año, la sociedad ha reafirmado que reacciona con altísima velocidad ante los shocks negativos y más aún

ante situaciones de incertidumbre provenientes de ruido político. Desde el inicio de la crisis internacional cayó la demanda de pesos en términos reales, y hubo una fuga sostenida de capitales, con picos muy significativos durante el conflicto con el campo y tras el anuncio de estatización de las AFJPs.

No pudiendo subestimar la velocidad de propagación, menos podemos descartar que se encienda la mecha. El riesgo es que con un escenario electoral adverso, el Gobierno pretenda hacerse de mayores recursos. Viendo las consecuencias de la estatización de las AFJPs, no creemos que se trate de algo de similar magnitud ni tan burdo. Pero podría haber otras medidas más sutiles que generen una mala reacción en los agentes financieros, tales como “ensuciar” el BCRA para utilizar reservas, ampliar aún más los márgenes de emisión, o buscar financiaciones forzadas o compulsivas de los vencimientos de deuda.

Por ello, creemos conveniente evaluar cual podría ser el sendero del tipo de cambio en un eventual escenario extremo de *stress* que a la postre tensiona los mercados financieros y de cambios y saque del control del BCRA el manejo del tipo de cambio. Reiteramos que no es el escenario más probable, pero tampoco es un escenario de probabilidad cero.

Previsiblemente para este contexto hipotético, la dinámica sería del tipo: caída de la demanda de dinero, salida masiva de depósitos, inyección de liquidez por parte del BCRA (principalmente vía redescuentos) y refugio en el dólar, resultando en una caída de reservas y devaluación de la moneda. La emisión monetaria para cubrir necesidades fiscales podría agregar un condimento adicional -no menor- a esta situación crítica. Vayamos por partes.

## A) La salida de depósitos

**Hoy, el sistema financiero está líquido.** Las disponibilidades alcanzan en promedio al 24% de los depósitos totales, bastante por encima del promedio histórico del 17%. Hay además otro 19% de liquidez excedente entre letras y pases pasivos del BCRA que pueden transformarse fácilmente en efectivo en caso de ser necesario.

Es un buen punto de partida aunque insuficiente para prevenir una corrida si el origen de la misma es el temor a una depreciación brusca de la moneda. De hecho, en febrero de 2001 –cuando comenzó la salida de depósitos- las disponibilidades también alcanzaban a cubrir el 24% de los depósitos bancarios. Por otra parte, más importante que el nivel promedio de la liquidez es la distribución de esa liquidez entre las entidades financieras, ya que seguramente aquellas que presenten mayores dificultades en un escenario de *stress* serán las que estén en una peor situación actual.<sup>2</sup>

En nuestro ejercicio, hemos supuesto una **caída de depósitos privados en pesos del 25%** y del 9% en los depósitos privados en dólares, lo cual **equivale a una salida de casi \$ 37.000 M.**

Este supuesto de salida de depósitos es menor al 41% de fines de la Convertibilidad.<sup>3</sup> Creemos que difícilmente se produzca, aún en este escenario extremadamente pesimista, una sensación de “bomba a punto de explotar” como en el 2001. Ello radica principalmente en la presencia de un régimen de flotación cambiaria –que admite una mayor gradualidad de los ajustes- y a la existencia de un prestamista de última instancia para el sistema financiero. Además, la economía se ha acostumbrado a funcionar con un nivel más elevado de me-

---

<sup>2</sup> Por ejemplo, el Banco Nación tiene casi la mitad de la liquidez excedente en el sistema (\$ 20.000 M de los \$ 45.000 M).

<sup>3</sup> Sí utilizamos la misma caída del 9% en los depósitos en dólares.

dios de pago –que incluye las cuentas a la vista- que en ese entonces.

¿Cómo se financia esta salida? Estimamos que, al igual que en el episodio de 2001, **el BCRA deberá atender con redescuentos** un 30% de la corrida, inyectando liquidez a los bancos en situación más crítica. Estimamos este monto en unos **\$ 11.000 M**. Los **\$ 26.000 M restantes** saldrán de las **disponibilidades bancarias del sistema**, lo cual supone cierta actividad en el mercado interbancario para equilibrar situaciones de iliquidez transitoria en entidades puntuales.

## B) Contingencias y ajustes

Además de los redescuentos, existen otros **factores latentes de expansión monetaria por la vía fiscal**. Sobre finales de 2008, el Gobierno habilitó la posibilidad de financiar al Tesoro Nacional con emisión monetaria, ya sea por la vía directa del **BCRA** –se aumentó el tope efectivo autorizado de adelantos transitorios- o indirectamente a través del **Banco Nación** –que tendrá que reducir su stock de Lebac si se ve en la obligación de financiar al Tesoro-. La probabilidad de ocurrencia de esta contingencia fiscal, que asciende a unos **\$ 24.000 M en total**, dependerá del ritmo de expansión del gasto que adopte el Gobierno en un año electoral, del grado de deterioro que sufra la recaudación tributaria –amenazada por caída de precios internacionales, retracción de la actividad y caída del cumplimiento tributario- y de la posibilidad de refinanciar algunos vencimientos próximos de su deuda. En este ejercicio supondremos que ambas fuentes extraordinarias son utilizadas al máximo de sus posibilidades.

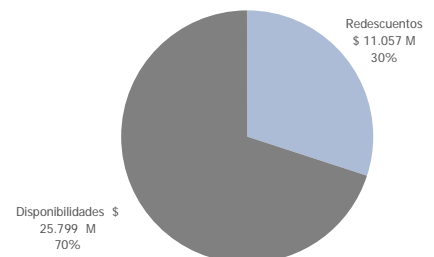
Veamos el mercado de cambios. **La única fuente de oferta de divisas es el superávit comercial externo** –

### Depósitos del sector privado

En millones de pesos

|              | Stock inicial  | Salida         |               | Stock final    |
|--------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| En pesos     | 137.291        | -34.323        | -25,0%        | 102.968        |
| En dólares   | 28.608         | -2.533         | -9,0%         | 26.076         |
| <b>Total</b> | <b>165.899</b> | <b>-36.855</b> | <b>-22,2%</b> | <b>129.044</b> |

¿Cómo se financia la salida de depósitos?



porque no entran capitales financiero, ni IED, ni financiamiento de organismos internacionales-. Y, como hemos mencionado, el superávit externo ya no será lo que era, producto de una menor demanda externa, una menor cosecha de granos y de la caída de los precios de *commodities*. Estimamos la oferta de divisas en unos **US\$ 6.000 M** anuales, prácticamente la mitad de la oferta de divisas del año pasado.

Del lado de la **demanda de divisas**, sabemos con certeza que el **Tesoro** necesitará en 2009 unos **US\$ 7.500 M** para pagar sus servicios de deuda en moneda extranjera – básicamente por los Boden en dólares y organismos internacionales-. Mucho más difícil de prever es el ritmo de **dolarización de portafolios**. Nuestro ejercicio asume una dolarización de **US\$ 13.000 M**, lo cual supone que toda la salida de depósitos se va al dólar (unos US\$ 9.000 M) y que además se dolariza el 20% del circulante (US\$ 4.000 M) al igual que en la crisis de 2001.

Por último, mucho se ha discutido en las últimas semanas acerca de cuál es la **capacidad de respuesta del BCRA** ante una eventual situación de *stress*.<sup>4</sup> Veamos cual es la posición externa del BCRA. A estos fines, entendemos que hay tres ajustes que deben realizarse a las reservas internacionales: a) el pasivo del BCRA por las cuentas corrientes en moneda extranjera que tienen los bancos en esa entidad (US\$ 5.000 M); b) las obligaciones en moneda extranjera que tiene el BCRA con los organismos internacionales (US\$ 2.000 M);<sup>5</sup> y c) las pérdidas que deberá asumir en el futuro el BCRA

#### Activos Externos Netos

En millones de dólares

|                                      |               |
|--------------------------------------|---------------|
| <b>Reservas Brutas - 31/12/08</b>    | <b>46.386</b> |
| <b>Ajuste Reservas</b>               | <b>-7.425</b> |
| . CC en moneda extranjera            | -4.979        |
| . Organismos internacionales         | -2.046        |
| . Pérdidas por operaciones a término | -400          |
| <b>Activos Externos Netos</b>        | <b>38.961</b> |

<sup>4</sup> Mediáticamente, se ha cuestionado de forma equivocada el verdadero nivel de las reservas del BCRA. Las reservas son las que publica diariamente el BCRA –US\$ 46.386 M al 31/12/08-. En todo caso, la discusión debe centrarse en la posición externa neta del BCRA, lo cual implica realizar algunos ajustes –por obligaciones que tiene el BCRA en moneda extranjera- a ese nivel de reservas.

<sup>5</sup> El BCRA se endeudó con el BIS en los momentos más álgidos de la salida de capitales y sirvieron para “inflar” el nivel de reservas. Sin embargo, su impacto sobre la posición externa neta del BCRA es neutra, ya que supone un aumento equivalente en el activo –reservas- y en el pasivo –obligación con el BIS-.

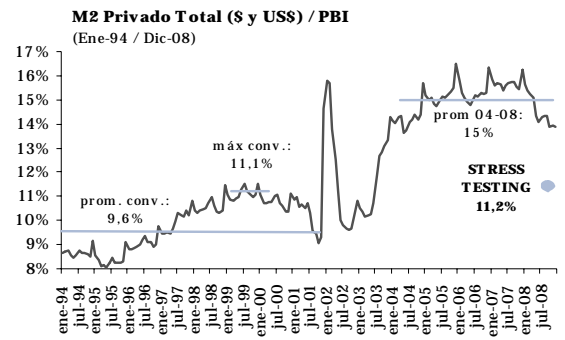
por sus operaciones a término, que estimamos en US\$ 400 M.<sup>6</sup> En conjunto, por estos conceptos, **estimamos un ajuste de US\$ 7.400 M que lleva los Activos Externos Netos del BCRA a US\$ 39.000 M.**

## C) Los resultados

Hemos supuesto la duración de la salida de depósitos en un año. Además de simplificar el ejercicio –porque permite tomar las necesidades financieras y la estimación de superávit externo de 2009-, este plazo es similar al que marcó la “agonía” de la Convertibilidad.<sup>7</sup>

Los resultados del *stress testing* son:

- Como consecuencia de la desconfianza en el peso, la demanda de dinero del sector privado (medida por el **M2**, circulante más cuentas a la vista) **caería hasta un 23%.**
- El **ratio M2 Privado/PBI descendería del 13,9% actual al 11,2%.** Pese a la importancia de la caída, dicho nivel supera con creces el promedio e incluso el máximo de la Convertibilidad –9,6% y 11,1% respectivamente-, lo cual es consistente con el cambio estructural de la economía. Podríamos decir que nos quedaría una economía con poca liquidez, pero no una economía “seca”.
- La **Base Monetaria** –pasivo monetario del BCRA que incluye el circulante y los encajes en pesos del sis-



Fuente: LCG en base a BCRA.

<sup>6</sup> El BCRA vendió activamente dólar futuro a una cotización menor a la luego vigente. La estimación supone el máximo de una pérdida del 10% sobre un stock neto de operaciones a término de US\$ 4.000 M.

<sup>7</sup> La salida de depósitos comenzó en febrero de 2001 y finalizó compulsivamente con el “corralito” de diciembre.

tema financiero- **se reduciría en \$ 13.000 M.** El efecto expansivo de los factores extraordinarios (redescuentos, BCRA y BNA) y del superávit externo, será más que compensado por la masiva salida del peso con refugio en el dólar (\$ 49.000 M de absorción) y la compra de divisas por parte del Tesoro.

- El exceso de demanda en el mercado de divisas generaría una **pérdida de reservas para el BCRA de US\$ 14.800 M**, cayendo el nivel de reservas a US\$ 31.600 M y los **Activos Externos Netos a US\$ 24.100 M.**

En base a estos resultados, surgen algunos ratios de interés que pueden ser de utilidad para predecir la evolución del tipo de cambio nominal. El más importante es el que señala la **relación entre los Pasivos Financieros en pesos del BCRA<sup>8</sup> y los Activos Externos Netos**, que en este ejercicio subiría de \$ 4,0 por dólar a **\$ 5,1**.

Esta relación indica que, **aún en un escenario extremadamente pesimista** de corrida financiera y cambiaría, con una caída del 25% en los depósitos y del 23% en la demanda de dinero medida por M2, y luego de haber inyectado liquidez para sostener a las entidades bancarias en dificultades, **el BCRA podría defender un tipo de cambio de \$ 5,1 por dólar.**

**Esto implicaría una suba del tipo de cambio del 45%, similar a la observada recientemente en Brasil como respuesta a la crisis internacional y muy inferior al 300% del traumático final de la Convertibilidad.**

#### Base Monetaria

En millones de pesos

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| <b>Factores expansivos</b>  | <b>56.888</b> |
| Superávit comercial         | 22.200        |
| Redescuentos                | 10.688        |
| Caída stock de letras BNA   | 12.000        |
| Adelantos transitorios BCRA | 12.000        |

#### Factores contractivos

|                              |                |
|------------------------------|----------------|
| <b>Factores contractivos</b> | <b>-77.070</b> |
| Dolarización portafolio      | -49.320        |
| . De depósitos en pesos      | -34.323        |
| . De circulante              | -14.997        |
| Compra dólares del Tesoro    | -27.750        |

#### Variación Base Monetaria

|                                 |                |
|---------------------------------|----------------|
| <b>Variación Base Monetaria</b> | <b>-20.182</b> |
|---------------------------------|----------------|

#### Base Monetaria ex-post

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| <b>Base Monetaria ex-post</b> | <b>89.267</b> |
|-------------------------------|---------------|

#### Mercado de divisas

En millones de dólares

|                          |              |
|--------------------------|--------------|
| <b>Oferta de divisas</b> | <b>6.000</b> |
| Superávit comercial      | 6.000        |

#### Demanda de divisas

|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| <b>Demanda de divisas</b>   | <b>-20.830</b> |
| Dolarización portafolio     | -13.330        |
| . De depósitos en pesos     | -9.276         |
| . De circulante             | -4.053         |
| Necesidad de divisas Tesoro | -7.500         |

#### Variación de Reservas

|                                       |                |
|---------------------------------------|----------------|
| <b>Variación de Reservas</b>          | <b>-14.830</b> |
| <b>Reservas ex-post</b>               | <b>31.556</b>  |
| <b>Activos Externos Netos ex-post</b> | <b>24.132</b>  |

<sup>8</sup> Incluye base monetaria, letras del BCRA y pasivos pasivos.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lggsa.com.ar](http://www.lggsa.com.ar)  
contacto: [info@lggsa.com.ar](mailto:info@lggsa.com.ar)