

# Título I: Argentina

## Capítulo 4: Aspectos monetarios de la Argentina



## Capítulo 4: Aspectos monetarios de la Argentina

### 4.1. Introducción

La economía argentina en el año 2017 presentó características particularmente interesantes en el ámbito monetario. Para poder entender dichos aspectos, es primero necesario repasar el rumbo de la política monetaria encarado en el año 2016 por la administración entrante y los resultados obtenidos.

La política monetaria definida en el año 2016 se enfocó en el mandato de la estabilidad monetaria<sup>25</sup>, entendiendo a esta como la estabilidad de precios. Se utilizó la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria, de manera similar a lo que hacen el resto de los países que han establecido esquemas de metas de inflación. En pos del logro de los objetivos se siguió el camino de la normalización monetaria y cambiaria, en el que se buscó aumentar el nivel de reservas del Banco Central, las cuales escaseaban a fines de 2015.

Habiendo finalizado el 2016 con una tasa de inflación anual mayor al 40%, el Banco Central ratificó para 2017 el seguimiento de un esquema de metas de inflación. Bajo este esquema, la política del Banco Central a lo largo del año consistió en fijar una tasa de interés que, comparada con la inflación esperada, resultase lo suficientemente positiva para reducir paulatinamente la tasa de inflación. La tasa de interés que el Banco Central fijó como referencia a lo largo del año 2016 fue la de Lebac<sup>26</sup> de más corto plazo (35 días). Durante el año 2017, la tasa de referencia pasó a ser la tasa de interés de corto plazo, que es el centro del corredor de pasés a 7 días, cuyo techo es la tasa por pasés activos y cuyo piso es la tasa por pasés pasivos.

Por otra parte, en el ámbito cambiario, antes de finalizar el año 2015 se dispuso la unificación del mercado de cambios. Como consecuencia, el peso argentino se devaluó un 35% en el mes de diciembre de ese año. Luego, se dispuso un régimen cambiario de flotación, donde el Banco Central se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario de manera puntual, con el objetivo de suavizar el impacto que shocks externos podrían tener en la economía argentina. Dicho sistema de flotación del tipo de cambio se preservó durante el año 2017.

En lo que resta del capítulo se procede a analizar la evolución de las variables monetarias y cambiarias a lo largo del año 2017. Una inflación acumulada del 24,8% en el año<sup>27</sup>, un tipo de cambio fluctuante, que acumuló a lo largo del año una depreciación del 18,4%, y un incremento de las reservas del Banco Central del orden de los US\$15.747 millones, son algunos de los resultados más relevantes del desempeño económico del año 2017 en el ámbito monetario.

### 4.2. Política Monetaria

A lo largo de todo el año 2017, la política monetaria tuvo un claro sesgo contractivo, con el objetivo de disminuir los elevados niveles de inflación que ha experimentado la economía argentina en los últimos años. Con ese motivo, el Banco Central adoptó un Régimen de Metas de

<sup>25</sup> Al lector interesado en los objetivos que persigue el Banco Central, se le recomienda recurrir al informe “Objetivos y planes respecto al desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2017”. El mismo se encuentra disponible en [http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/ObjetivosBCRA\\_2017.pdf](http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/ObjetivosBCRA_2017.pdf)

<sup>26</sup> Lebac se refiere a las Letras emitidas por el Banco Central.

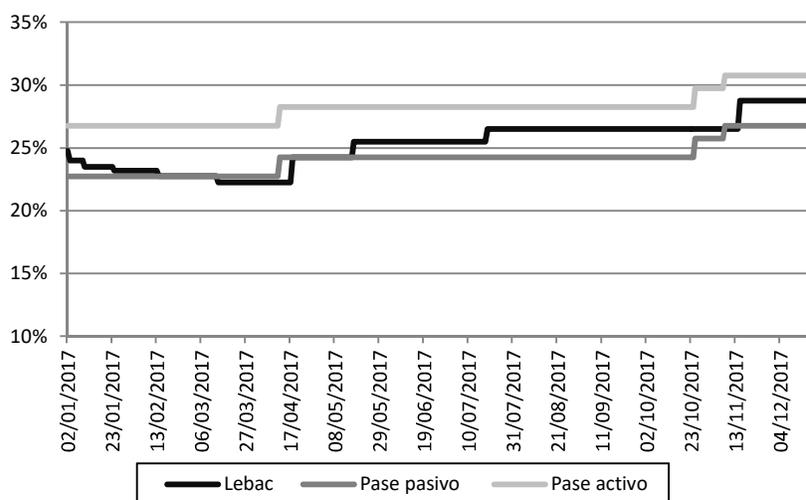
<sup>27</sup> Esta cifra corresponde al índice de precios al consumidor de alcance nacional elaborado por el INDEC.

Inflación en el que la meta de inflación interanual (entre diciembre) para el año 2017 se ubicó entre 12% y 17%.

Durante el año 2017, la autoridad monetaria utilizó la tasa de interés de corto plazo como su principal instrumento de política monetaria. Bajo esta modalidad, una vez definida la tasa de interés, la base monetaria y los agregados monetarios aumentan o disminuyen según las necesidades de liquidez del mercado. En este esquema de conducción, la cantidad de dinero de la economía se vuelve una variable endógena y la autoridad monetaria no tiene control directo de la base monetaria.

En el Gráfico 4.1 se observa la evolución de la tasa de interés de referencia de la autoridad monetaria (Lebac 35 días), junto con la evolución del corredor de tasas de interés de pasaje a siete días definido en concordancia por el Banco Central. Dicho gráfico muestra cómo, con excepción del primer trimestre del año, el Banco Central fue aumentando la tasa de interés de referencia con el fin de disminuir las expectativas de crecimiento de la inflación de acuerdo a la meta propuesta por la entidad monetaria.

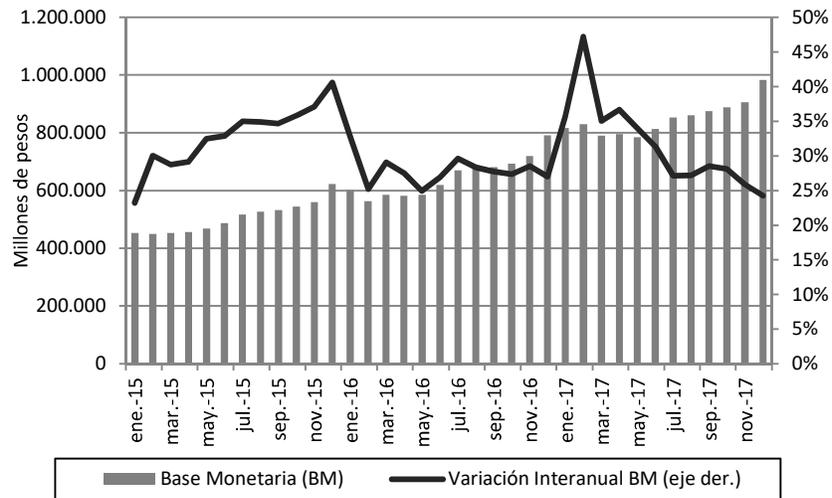
**Gráfico 4.1: Evolución de las tasas de interés de referencia. Periodo ene-17 a dic-17**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En el Gráfico 4.2 se puede observar los resultados de la política contractiva encarada por la autoridad monetaria.

En particular, durante el primer semestre de 2017, la base monetaria mostró un leve crecimiento del 2,9% entre diciembre de 2016 y junio de 2017. Al mismo tiempo que la tasa de incremento interanual de dicho agregado monetario pasó del 36% en enero a un 31% en junio de 2017, pasando por un pico del 47% en febrero del mismo año. Posteriormente, durante el segundo semestre, la base monetaria mostró un crecimiento del 20,8%; mientras que la tasa de incremento interanual mantuvo una tendencia decreciente, desde 28,5% en septiembre hasta 24,3% en diciembre. En comparación con la inflación del año, de 24,8%, la base monetaria se redujo levemente en términos reales.

**Gráfico 4.2: Evolución de la Base Monetaria promedio mensual. Periodo ene-15 a dic-17**

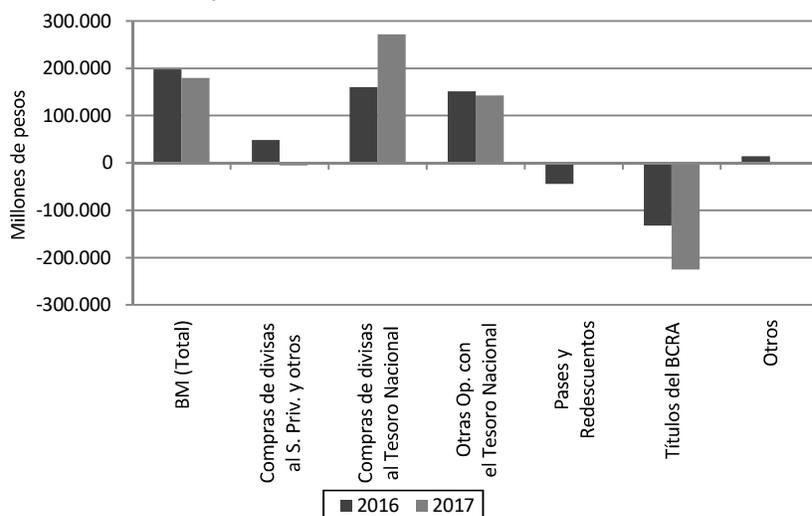
Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

El Gráfico 4.3 presenta los distintos factores que explican la evolución de la base monetaria. La Base Monetaria total se expandió en 2017 \$179.450 millones. El principal factor a la hora de explicar el incremento en la base monetaria experimentado en el año 2017 lo constituye la compra de divisas al Tesoro Nacional.

Otro de los factores que explican el incremento de la base monetaria fue el financiamiento al Tesoro Nacional mediante adelantos transitorios y transferencias de utilidades (factores que se incluyen en el gráfico bajo el concepto de "Otras operaciones con el Tesoro Nacional"). De todas maneras, es preciso destacar dos aspectos respecto al mismo: en primer lugar, el incremento en la base monetaria debido a este rubro fue menor al correspondiente al año 2016. Pero, inclusive más relevante, el financiamiento al Tesoro Nacional se mantuvo dentro del límite de \$150 mil millones que pactaron a comienzos de año las autoridades del Banco Central con sus pares del Ministerio de Hacienda. De esta manera, pese a las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional, el financiamiento por parte del Banco Central se ajustó a lo acordado.

Por último, el gráfico también permite observar el claro efecto contractivo que impusieron sobre la evolución de la base monetaria las operaciones efectuadas con Lebacs por parte de la autoridad monetaria. Estas son el principal factor que se incluye dentro del concepto "Títulos del BCRA", y son responsables de la absorción de \$225.364 millones a lo largo del año 2017. Dicho volumen es 170% la absorción del año anterior, correspondiente a \$132.257 millones.

**Gráfico 4.3: Factores de explicación de la variación Base Monetaria. Variación nominal anual**

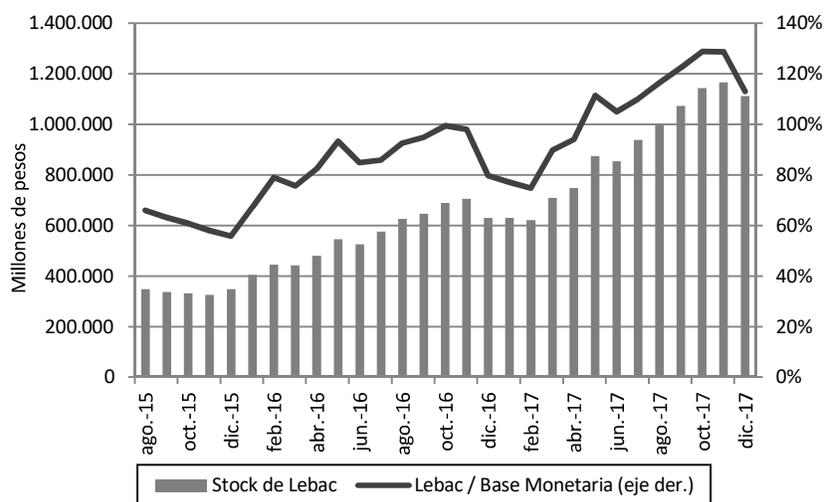


Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En el Gráfico 4.4 es posible observar la contrapartida de la política monetaria adoptada por el Banco Central. Como consecuencia de utilizar las letras del Banco Central como principal instrumento de absorción, el stock de estos títulos se incrementó de manera significativa. De esta manera, en diciembre del 2017 el stock de letras era \$1.111.789 millones, un 76% superior al stock correspondiente al mismo mes del año anterior.

Otra forma de analizar la situación consiste en estudiar la evolución del ratio Lebac/Base Monetaria, también graficado en el Gráfico 4.4. En efecto, en diciembre del año 2015 y 2016 esta relación asumía un valor de 49,2% y 84,2%, respectivamente; mientras que el valor asumido en diciembre de 2017 fue de 113%. Esta situación concierne un claro condicionante para la política monetaria del año 2018.

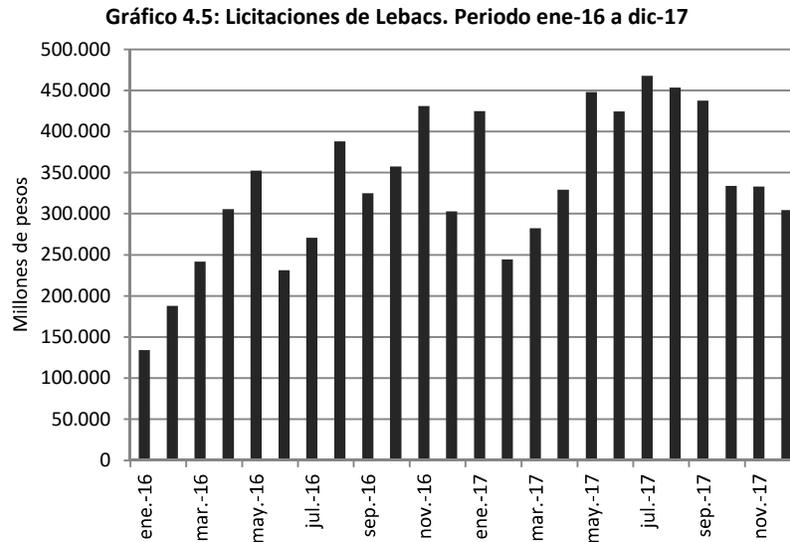
**Gráfico 4.4: Evolución Stock de Lebac. Periodo ago-15 a dic-17**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Esta política de utilizar las letras del Banco Central como principal instrumento de absorción se ve reflejada en el monto de las licitaciones mensuales de Lebac, presentadas en el Gráfico 4.5,

las cuales se mantienen, salvo excepciones, por encima de los \$250.000 millones desde mediados de 2016, y por encima de los \$300.000 en casi todo 2017. Estas licitaciones permiten contrarrestar el efecto expansivo sobre la Base Monetaria que los vencimientos de Lebac generarían.



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

### 4.3. Inflación

La inflación consiste en la suba generalizada y persistente de todos los precios de la economía y su cálculo surge de medir periódicamente la variación en el costo nominal de una canasta de bienes de consumo predeterminada. En particular, la economía argentina ha experimentado tasas de inflación de dos dígitos de manera consecutiva en los últimos 10 años; las consecuencias que implica la persistencia de una inflación de esta magnitud no deben subestimarse.

Existe una vasta bibliografía respecto a los problemas que genera la inflación (De Gregorio, 2003; Harberger, 1998), pero en general hay coincidencia en la teoría económica: la inflación introduce incertidumbre en el proceso de inversión, distorsiona los precios relativos de la economía (afectando severamente la asignación de recursos), perjudica el funcionamiento de los mercados financieros y tiene efectos claramente regresivos sobre la distribución del ingreso. Todos estos argumentos justifican la necesidad de una autoridad monetaria comprometida con una política monetaria cuyo principal objetivo sea lograr la estabilidad de la moneda.

Como fue explicado anteriormente, a lo largo del año 2017 el Banco Central procuró llevar adelante una política de sesgo antiinflacionario fijándose una meta de inflación de 12% a 17%. Sin embargo, pese a sus esfuerzos, la variación anual acumulada en el año 2017 de los índices de precios al consumidor fue superior a la meta fijada, aunque menor a las variaciones de dichos índices en 2016.

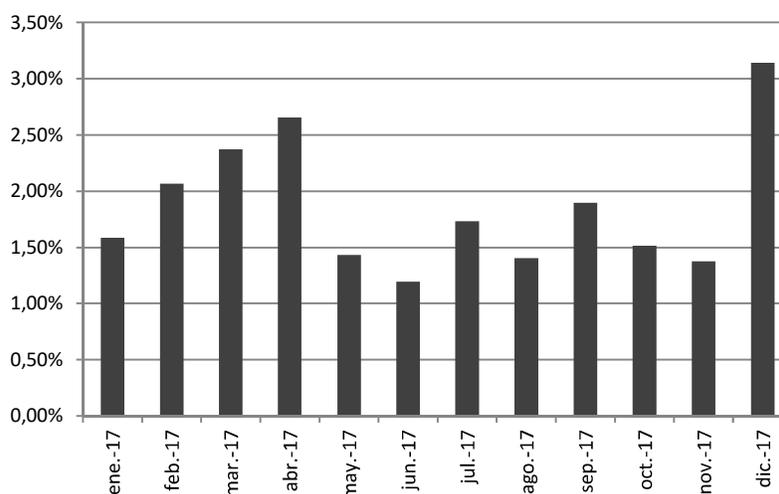
Con el objetivo de recuperar un índice de precios nacional oficial, cuyas mediciones representasen fielmente el cambio en el costo de la canasta de consumo<sup>28</sup>, en abril del 2016 el INDEC

<sup>28</sup> El lector interesado en los problemas que evidenciaban los índices de precios al consumidor elaborados por el INDEC durante el periodo 2007-2015 puede recurrir al Balance de la Economía Argentina 2015, página 28, donde se elaboró un apartado específico relativo a esta temática (IIE, 2016).

publicó un nuevo índice de precios al consumidor cuya área geográfica de alcance se limita al Gran Buenos Aires (en adelante IPC GBA) y en diciembre del mismo año publicó un índice de precios al consumidor de alcance nacional (en adelante IPC Total Nacional) de gran utilidad al ser más representativo de la realidad económica argentina. De esta manera, el IPC Total Nacional experimentó en el año 2017 un incremento del 24,8%. Analizando el índice elaborado por la Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires (en adelante IPC CABA), debido a los problemas de trazabilidad en el tiempo que tiene el IPC Total Nacional, se observa un incremento del 41,05% para el año 2016. Es decir, la inflación correspondiente a 2017 se ubicó muy por debajo de la correspondiente a 2016.

Si bien este primer resultado es claramente positivo, es necesario resaltar que la evolución de este índice no fue estable a lo largo de todo el periodo. En este sentido, el análisis de las tasas mensuales de inflación (Gráfico 4.6) evidencia las diferencias en el comportamiento de la inflación a lo largo del año 2017. Mientras que en el primer cuatrimestre del año el IPC Total Nacional sufrió un incremento promedio de 2,2% mensual, en los 7 meses siguientes –entre mayo y noviembre- dicho valor disminuyó hasta alcanzar un valor promedio del 1,5% mensual. El mes de diciembre, en discordancia con las expectativas de los actores del mercado hasta el mes anterior, el Índice de Precios al Consumidor nacional aumentó un 3,14% respecto a noviembre, finalizando el año con un crecimiento de los precios del 24,8%.

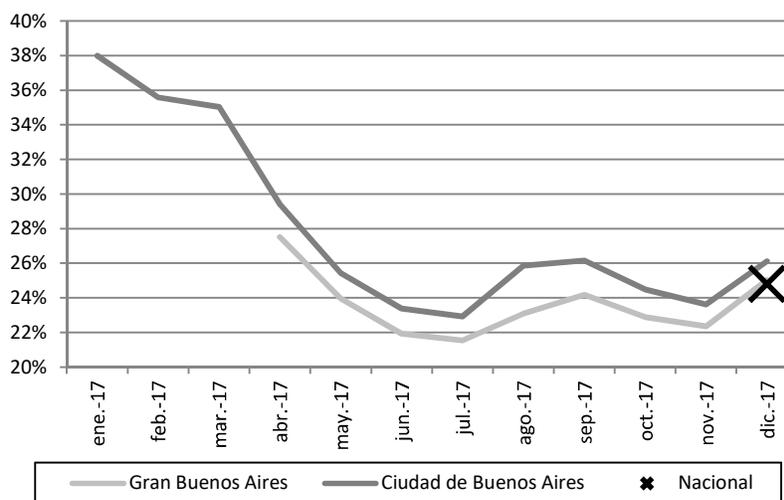
**Gráfico 4.6: Inflación mensual. Año 2017**



Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

El análisis de la variación interanual confirma lo expuesto anteriormente. Tanto la variación interanual de precios al consumidor medida para el Gran Buenos Aires por INDEC como para la Ciudad de Buenos Aires por su Dirección de Estadísticas presentan valores decrecientes entre enero y julio de 2017, cuando exhiben sus menores valores: 21,5% y 22,9% respectivamente. A partir de allí, la inflación para el Gran Buenos Aires se mantiene alrededor de 23% interanual, mientras la de la Ciudad se ubica en valores superiores, marcando el mayor nivel del año en septiembre con 26,2%. En diciembre, ambas mediciones de inflación se aceleran, finalizando el año con variaciones interanuales de los precios de 25,0% Gran Buenos Aires, 26,1% Ciudad de Buenos Aires, y 24,8% el índice nacional previamente mencionado.

Gráfico 4.7: Inflación Interanual. Año 2017



Fuente: IIE sobre la base de INDEC y Dirección General de Estadística y Censos de la Ciudad de Buenos Aires.

A continuación, en la Tabla 4.1 se presenta la variación del Índice de Precios al Consumidor Total Nacional según sus categorías: precios estacionales, regulados y núcleo. Los bienes con comportamiento estacional incluyen frutas, verduras, ropa exterior, transporte por turismo y alojamiento y excursiones; los bienes y servicios regulados comprenden aquellos cuyos precios están sujetos a regulación o tienen alto componente impositivo: combustibles para la vivienda, electricidad, agua y servicios sanitarios, sistemas de salud y servicios auxiliares, transporte público de pasajeros, funcionamiento y mantenimiento de vehículos, correo, teléfono, educación formal y cigarrillos y accesorios; por último, el IPC Núcleo representa el resto de los grupos del IPC.

Es destacable en los datos de variación interanual del Índice de Precios al Consumidor las diferencias entre los precios regulados y el IPC Núcleo. Los regulados aumentaron 38,7% en el año, traccionados fundamentalmente por los aumentos en los servicios públicos en línea con la política fiscal de reducción de subsidios<sup>29</sup>. El IPC Núcleo, por otro lado, marcó un aumento interanual del 21,1%, variación notablemente inferior.

En la división de la variación de precios en bienes y servicios, los bienes aumentaron en promedio 20,1% en 2017, mientras los servicios lo hicieron en 34,2%.

**Tabla 4.1: Variación interanual del Índice de Precios al Consumidor según categorías. Año 2017**

Nivel general	24,8%
Estacionales	21,5%
Regulados	38,7%
IPC Núcleo	21,1%

Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

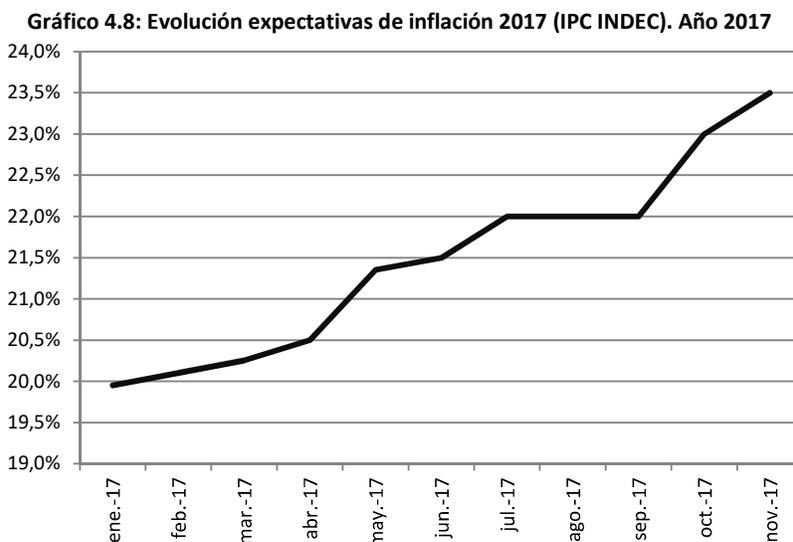
Por último, vale la pena presentar la evolución que tuvieron durante 2017 las expectativas de inflación para el total del año. Para ello, el Banco Central publica el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) que “consiste en un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo que habitualmente realizan analistas especializados, locales y extranjeros, sobre la evolución de variables seleccionadas de la economía argentina” (Banco Central de la República Argentina, 2016).

<sup>29</sup> Ver Capítulo 3.

En el Gráfico 4.8 se presenta la evolución de las expectativas de variación interanual del índice de precios al consumidor elaborado por el INDEC. Es importante destacar que desde el mes de enero de 2017 la expectativa de inflación anual se encontró por encima de la meta del Banco Central para el año, de entre 12% y 17%.

Las expectativas de inflación mantuvieron una tendencia creciente desde enero (19,95% esperado) hasta julio (22%), nivel donde se estancó por tres meses. En octubre y noviembre nuevamente aumentó la inflación esperada para el año, alcanzando este último mes 23,5%. De todas formas, las expectativas quedaron lejos del valor con que cerró la inflación de 2017, 24,8%.

Para el año 2018, la mediana de las expectativas de inflación del REM arroja un valor de 17,4%.



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

#### Recuadro 4.1: Desarrollo y expectativas del sistema financiero argentino

El desarrollo del sistema financiero en la Argentina, a lo largo del siglo XX, no siguió una tendencia uniforme, sino que este se puede dividir en distintas etapas de regímenes “liberales” y otras de regímenes “estatistas”. Durante el presente siglo, la búsqueda de un esquema definitivo y empático del sistema financiero argentino con la economía real de nuestro país es materia pendiente.

No obstante, se nos impone una renovada expectativa de las condiciones en las cuales el sistema financiero argentino deberá desempeñarse para acompañar un nuevo ciclo de crecimiento.

En estos términos, realizamos una reflexión considerando la perspectiva histórica, pero concentrándonos sobre las probabilidades y nuevas exigencias a las cuales podrá ser sometido en el futuro cercano el sistema financiero argentino en general y el sistema bancario en particular.

En el periodo que abarca desde el año 2001 hasta 2008, los bancos se sometieron a regulaciones especiales y comenzaron a encontrar nuevos nichos para el desarrollo de su negocio financiero. La crisis económica, financiera y de deuda pública en las postrimerías del año 2001, implicó que la Argentina evitara por escaso margen el crack completo de su sistema bancario. Los bancos se vieron restringidos en su capacidad de otorgar préstamos al sector privado, lo que se refleja en una caída de la participación de los créditos al sector privado en el total de activos de los bancos privados, contra un aumento de la participación de los títulos

públicos durante el periodo entre los años 2002 y 2003. La caída mencionada se concentró en los préstamos a largo plazo (hipotecarios y prendarios).

El año 2008 constató una crisis económica global que tuvo características típicas de una burbuja financiera de tamaño extraordinario, con epicentro en el colapso del mercado de “hipotecas subprime” de los Estados Unidos; esto provocó un efecto dominó principalmente sobre el sistema financiero y bancario.

En el caso de nuestro país, a diferencia de lo ocurrido en los países centrales, el sector financiero resultó ileso, fundamentalmente porque aún se encontraba vigente el programa especial de tutela y limitaciones al sistema bancario y financiero post crisis 2001. No obstante, nuestro país no pudo mantenerse al margen de las consecuencias de mediano y largo plazo.

Desde el año 2007 el nivel de inflación en el país se situó en niveles elevados entre el 15% y el 40% anual (a excepción del año 2009). Este proceso de alta inflación generó consecuencias sobre las hojas de balance de las entidades financieras, produciendo un protagonismo creciente del resultado financiero por sobre el resultado técnico. Esta característica permitió aumentar márgenes donde ocultar ineficiencia operativa detrás del resultado financiero positivo creciente, a la vez que contribuyó a distraerse de los objetivos deseables de un sector financiero aliado con la economía real. En el período 2007-2013, las tasas de interés nominales se caracterizaron por ser extremadamente altas (del 20% al 35% anual) y el spread bancario elevado, alcanzando un 18% en promedio aproximadamente. Mientras tanto, los préstamos al sector privado de largo plazo cayeron un 14% en términos reales y las líneas a corto plazo aumentaron 105%.

Desde 2011 hasta 2015 se produjo un proceso de monetización creciente del déficit fiscal por lo cual, y en virtud de controlar la inflación, el BCRA recurrió a colocar Lebac y Nobac a fin de neutralizar -parcialmente- la emisión de moneda por encima de a la capacidad de absorción de la demanda de dinero, pasando de esta manera los bancos privados a financiar indirectamente al Estado Nacional en detrimento de colocaciones de cartera de crédito al sector privado.

En el periodo 2007-2015 las ganancias de los bancos alcanzaron valores extraordinarios en sus hojas de balances, lo que se refleja en un aumento acumulado para el periodo de 20 p.p. del ratio entre resultado total y patrimonio neto.

En diciembre de 2015, el BCRA, con el cambio de su directorio y el refuerzo de su independencia, inició un camino de normalización monetaria y cambiaria, implementando una serie de medidas restrictivas como transición hacia el régimen de metas de inflación.

Considerando la circunstancia de la inflación objetivo como política expresa del BCRA, a la vez que la evidencia empírica expone desde julio de 2016 una corrección en la tendencia del proceso inflacionario, es factible plantear como hipótesis de escenario más probable que la reducción de la inflación dejará expuestos los balances de las entidades financieras que operan en el mercado local, en términos de que ya no les será posible continuar resguardados detrás de la nominalidad exagerada.

El BCRA como autoridad monetaria y regulatoria en materia de entidades financieras, estará obligado a tomar nuevas medidas siempre que desee evitar que el desapalancamiento proyectado no se transforme en crisis y/o que a su vez alimente burbujas especulativas. Estas nuevas medidas deberán dar cuenta de nuevos métodos de examen respecto de las capacidades reales de las entidades financieras para hacer frente a las condiciones de estrés que el futuro inmediato podrá imponer al mercado.

Un antecedente a considerar es la Ley Dodd- Frank, el más innovador de los últimos ochenta años en materia regulatoria del mercado financiero más grande del planeta, el de Estados

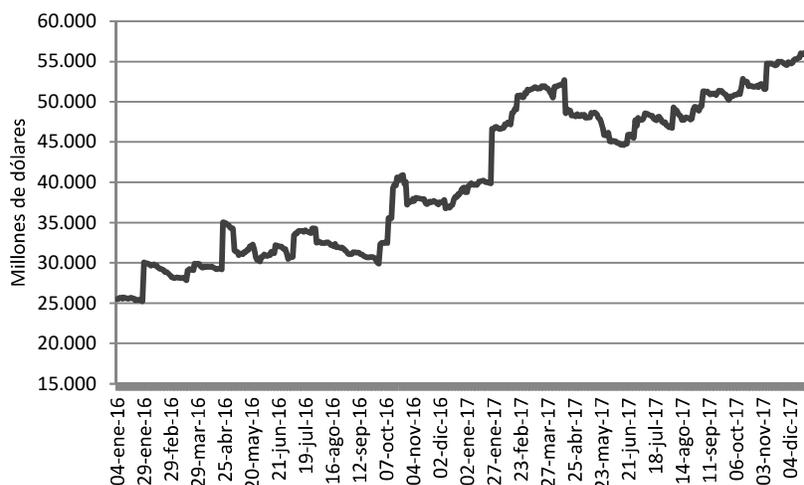
Unidos, que surge como respuesta a las deficiencias en la regulación financiera que dieron lugar a la crisis de las hipotecas subprime del año 2007.

Si bien la crisis financiera del año 2007 lejos estuvo de impactar sobre nuestro país, y considerando el cuasi crack bancario del año 2001-2002 de la Argentina, es necesario que las entidades financieras, los mercados y las autoridades regulatorias sean conscientes de que las oportunidades que comienzan a producirse en materia de expansión del crédito y de apalancamiento de la economía real implican responsabilidades extras en la medida que deseemos custodiar para la próxima generación de argentinos los progresos que puedan lograrse en esta materia.

#### 4.4. Reservas Internacionales

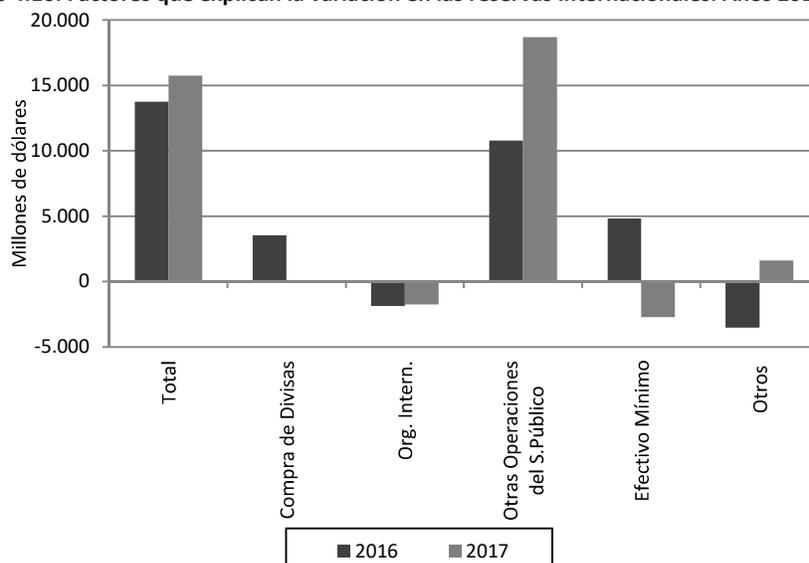
El Banco Central cerró el año 2017 con un nivel de reservas brutas de US\$55.055 millones; alcanzando valores ampliamente superiores a los vistos en años anteriores.

**Gráfico 4.9: Evolución de las Reservas internacionales. Periodo 04/01/2016 al 30/12/2017**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Si se analizan los factores que explican este crecimiento en las reservas brutas (Gráfico 4.10), la mayor parte del incremento se explica por distintas operaciones llevadas adelante entre el Banco Central y el Sector Público, y en menor medida por otros factores entre los que se incluyen los pasivos pasivos en dólares con el exterior.

**Gráfico 4.10: Factores que explican la variación en las reservas internacionales. Años 2016 y 2017**

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Comparando la variación que sufrieron estos factores durante el año 2017 con las que sufrieron en el año 2016, es factible observar que las operaciones entre el Banco Central y el Sector Público, si bien en 2016 eran positivas, las mismas se ven intensificadas durante el año 2017. En cambio, los factores que sufrieron disminuciones significativas fueron la compra de divisas por parte del Banco Central y los movimientos en las cuentas corrientes que las entidades financieras poseen en el Banco Central (representados en el factor “efectivo mínimo” del gráfico mencionado). Además, los movimientos de las cuentas corrientes que las entidades financieras poseen en el Banco Central fueron negativos por un valor de US\$2.726 millones para 2017, en comparación con los US\$4.817 millones positivos que se evidenciaron en el 2016.

## 4.5. Aspectos cambiarios

### 4.5.1. Tipo de cambio nominal

Al momento de analizar la evolución del mercado cambiario a lo largo del año 2017 es imprescindible resaltar que, a fines del año 2015, la nueva administración nacional dispuso la unificación del mercado de cambios y la consiguiente eliminación del cepo cambiario. Como resultado, el peso argentino se devaluó un 35% en el mes de diciembre.

Posteriormente a la devaluación de diciembre de 2015, la nueva conducción del Banco Central adoptó un esquema de tipo de cambio flotante. Dicho régimen consiste en permitir al tipo de cambio flotar, dejando que el mercado establezca libremente la paridad de las operaciones de compraventa de moneda extranjera. El Banco Central se resguarda, sin embargo, la posibilidad de realizar operaciones puntuales, guardando la potestad de intervenir en aquellas ocasiones que considere oportunas, bajo la premisa de suavizar el impacto de eventuales shocks externos.

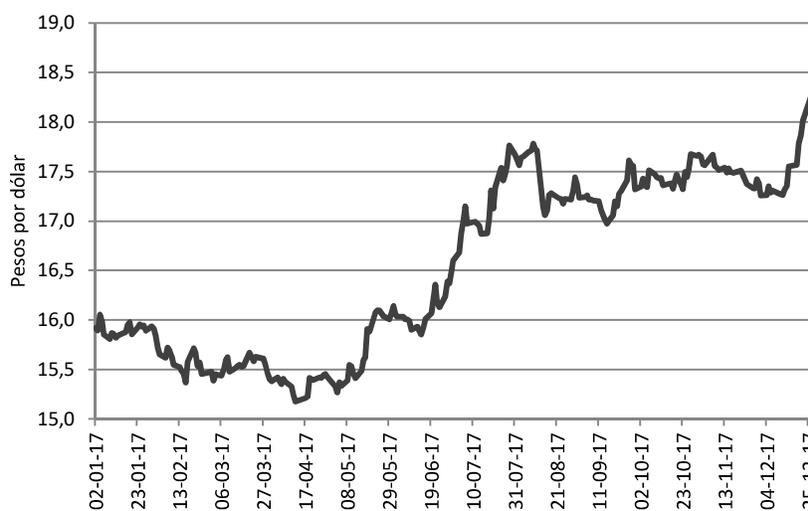
Esta modificación en el esquema cambiario del país, al pasar de un tipo de cambio oficial fijo a un esquema de flotación cambiaria, se encuentra en línea con la modificación en los objetivos

de la autoridad monetaria<sup>30</sup>. Al priorizar llevar adelante una política monetaria activa, con foco en la desaceleración de la inflación, y en el marco de una economía abierta, el Banco Central renunció a la posibilidad de determinar el tipo de cambio a una paridad fija.

En el siguiente gráfico es posible observar la evolución del tipo de cambio de referencia a lo largo del año 2017. En el conjunto del año, el peso argentino se depreció un 18,4%. Pero del gráfico surgen a simple vista las fluctuaciones a las que estuvo sujeto el valor de la divisa estadounidense. Durante el primer semestre del año su valor permaneció por debajo de los 16,5 pesos, alcanzando un mínimo de 15,17 pesos a mediados de abril. En cambio, durante el segundo semestre, el tipo de cambio se mantuvo en general por encima de los 17 pesos, creciendo fuertemente en los últimos 20 días de diciembre, cuando alcanzó un máximo de 18,83 pesos (tipo de cambio de referencia). De esta manera, para fin de año, el valor de la divisa estadounidense cerró en una cotización de \$18,77.

Algunos de los eventos que incidieron sobre la cotización de la moneda estadounidense en la Argentina durante 2017 son las denuncias de corrupción que afectaron a altos dirigentes políticos de Brasil, el lanzamiento de la campaña electoral previa a las Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) para las elecciones legislativas y el resultado de las PASO. Hacia el final del año, la retención de divisas de exportadores ante la expectativa de depreciación, la mayor demanda estacional y la percepción de relajamiento de la política monetaria restrictiva produjeron un fuerte aumento en la cotización del dólar.

**Gráfico 4.11: Evolución tipo de cambio nominal. Año 2017**

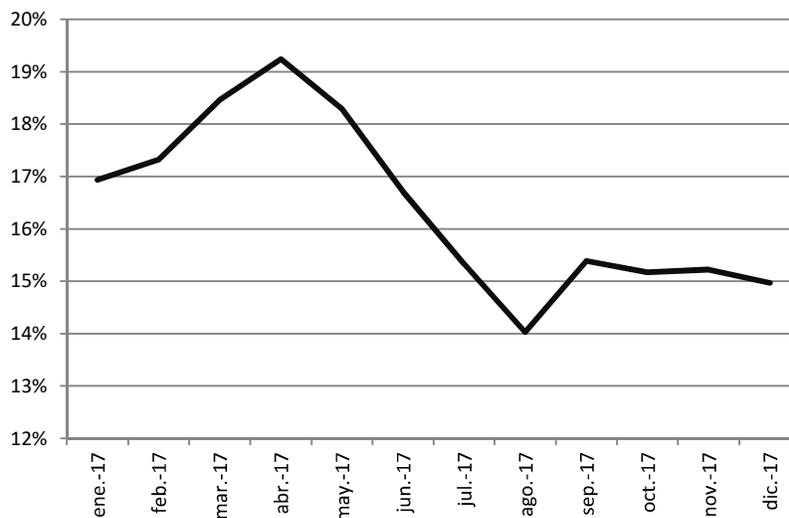


Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Por último, se presenta en el Gráfico 4.12 la evolución de las expectativas de depreciación en cada mes para los siguientes 12 meses, según el Relevamiento de Expectativas del Mercado que realiza el Banco Central. En el gráfico se puede observar el aumento en la depreciación esperada entre enero (16,9%) y abril (19,4%), para luego descender y permanecer estable en torno al 15% desde septiembre.

El REM de diciembre de 2017 pronosticaba como mediana del tipo de cambio nominal para diciembre del 2018, \$20,40, inferior a los \$21 por dólar esperado a diciembre de 2018 en el relevamiento de enero de 2017.

<sup>30</sup> Para una comparación teórica de las diferencias de un régimen de tipo de cambio fijo con un esquema de flotación cambiaria, se recomienda acudir al Capítulo 10 de Schmitt-Grohe y Uribe (2009).

**Gráfico 4.12: Evolución de las expectativas de depreciación en los siguientes 12 meses. Año 2017<sup>31</sup>**

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

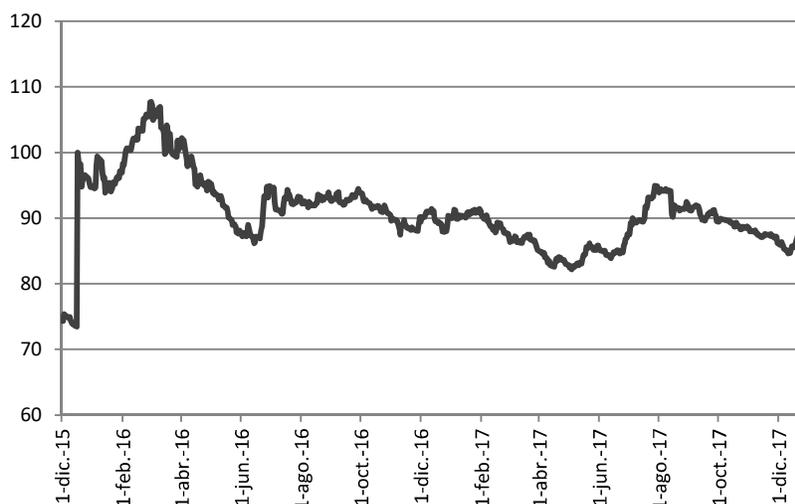
#### 4.5.2. Tipo de cambio real

En el presente inciso se hará énfasis en la evolución reciente del tipo de cambio real y sus implicancias para la economía argentina. Para ello, primero es necesario definir a qué refiere el concepto de tipo de cambio real.

El tipo de cambio real multilateral mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de nuestros principales socios comerciales. De esta manera, constituye una medida amplia de la competitividad (de tipo precio) de una economía. En el Gráfico 4.13 se presenta la evolución de este indicador entre diciembre del 2015 y diciembre del 2017. Para su medición, se recurrió al índice de tipo de cambio real multilateral diario (ITCRM) elaborado por el Banco Central.

<sup>31</sup> Para el cálculo de la depreciación esperada se procedió a calcular la diferencia porcentual entre la mediana de los pronósticos relevados por el Banco Central y el promedio mensual del tipo de cambio nominal para cada uno de los meses a los cuales hacen referencia los pronósticos.

**Gráfico 4.13: Evolución tipo de cambio real multilateral. Índice Base 17/12/2015. Periodo 01/12/2015 -31/12/2017**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En el mes de junio de 2017, el promedio mensual del índice elaborado por el Banco Central se encontraba 6% por debajo del promedio del mismo índice para el mes de enero, evidenciando una apreciación real para la economía argentina de dicha magnitud con respecto al primer mes del año 2017. En el segundo semestre del año, con una inflación en descenso y un tipo de cambio nominal en ascenso, el valor del índice recuperó un valor similar al mostrado desde la segunda mitad de 2016 hasta principios de 2017.

Es necesario puntualizar que la evolución recientemente descrita del tipo de cambio real multilateral posa un llamado de atención a la economía argentina. Esto se debe a que el valor actual del índice continúa ubicándose significativamente por debajo del promedio de la última década, señalando un encarecimiento relativo de los bienes argentinos con respecto al de sus principales socios comerciales. Esta situación es rápidamente observable en el Gráfico 4.14, que se presenta a continuación.

**Gráfico 4.14: Evolución tipo de cambio real multilateral. Índice Base 17/12/2015. Periodo nov-01 a dic-17**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.