



CAPÍTULO 4:

Aspectos monetarios de la Argentina

TÍTULO I - ARGENTINA

Capítulo 4: Aspectos Monetarios de la Argentina

4.1. Introducción

El desempeño macroeconómico de Argentina a lo largo del 2018 ha estado fuertemente influido por variables estrechamente vinculadas al ámbito monetario, como lo son el tipo de cambio o la inflación. Para facilitar la comprensión de estos aspectos, resulta útil repasar el rumbo que tomó la política monetaria en los últimos años.

El cambio de administración nacional que inició su gestión a fines de 2015 hizo hincapié en el mandato de la estabilidad monetaria, ante lo cual se comenzó a aplicar un esquema de metas de inflación, en donde la tasa de interés era el principal instrumento de política monetaria. Con respecto a la política cambiaria, se dispuso la unificación del mercado de cambios y se estableció un régimen de tipo de cambio flotante. Luego de un 2016 con altibajos, los resultados fueron auspiciosos durante 2017, lográndose un descenso de la inflación, aunque a un ritmo menor al deseado por el BCRA, debido principalmente al importante aumento de los precios regulados derivado del congelamiento tarifario que se había generado en administraciones previas y también a ciertas inconsistencias entre la política monetaria y fiscal. En lo que concierne al tipo de cambio, el mismo se mantuvo estable a lo largo de todo 2017, lo que dada la persistencia inflacionaria y la apreciación real del peso resultante, empezó a alertar sobre cierto atraso cambiario.

En 2018, año que comenzaba con una meta de inflación ajustada del 15% anual, el contexto interno y externo llevaron a que el desenlace de estas variables sea muy diferente. La inflación se aceleró fuertemente, lo que hizo imposible el cumplimiento de la meta. En particular, la inflación mensual llegó a ser de 6,5% en septiembre. Una de las causas directas de esta aceleración inflacionaria fueron los periodos de inestabilidad cambiaria, cuyos puntos culmines ocurrieron en el segundo trimestre del año y finales de agosto del 2018. En un contexto de fuerte volatilidad cambiaria, se dieron diversos cambios en la manera de llevar a cabo la política monetaria, que incluyeron dos cambios en la presidencia del Banco Central.

Con el objetivo explícito de recuperar el ancla sobre las expectativas, se estableció a finales de septiembre un nuevo esquema de política monetaria que comenzó a regir en el mes de octubre. En primer lugar, se reemplazó el régimen de metas de inflación, tras apenas dos años de funcionamiento, por un esquema de metas sobre los agregados monetarios. Por otra parte, se decidió mantener un esquema de tipo de cambio flotante, pero se establecieron bandas que determinan zonas de no intervención y de intervención cambiaria por parte de la autoridad monetaria. Por otro lado, se reforzó el compromiso de no realizar más transferencias al Tesoro, permitiendo terminar con el principal factor que llevó al crecimiento desmedido de las Letras del Banco Central (LEBAC) y la emisión monetaria, lo que también resultaría favorable para disminuir la incidencia de la inflación. En cuanto a la política de pasivos remunerados del Banco Central, si bien se eliminaron por completo las LEBAC, se potenció la emisión de Letras de Liquidez (LELIQ) las que constituyen el instrumento a través del cual se cumple con las metas de agregados monetarios, pasando a tener como tasas de interés de referencia a la tasa de este instrumento. Las siguientes secciones analizan en mayor profundidad la evolución de las principales variables monetarias y cambiarias.

4.2. Política monetaria

A lo largo de la vigencia de las metas monetarias, una de las principales facultades del Banco Central en su rol de autoridad monetaria del país era establecer la tasa de interés de referencia de la política monetaria. Dicha tasa tiene repercusiones en todas las operaciones que realiza el BCRA, en los instrumentos financieros y muchas variables económicas. Bajo un régimen de metas de inflación, se selecciona la tasa de interés como instrumento de política monetaria a fin de influir en las expectativas del mercado. El mecanismo funciona de tal forma que, al subir la tasa de interés de referencia, se aumenta el retorno de las inversiones en pesos quitando estímulo al sector real de la economía y disminuyendo la presión sobre la inflación.

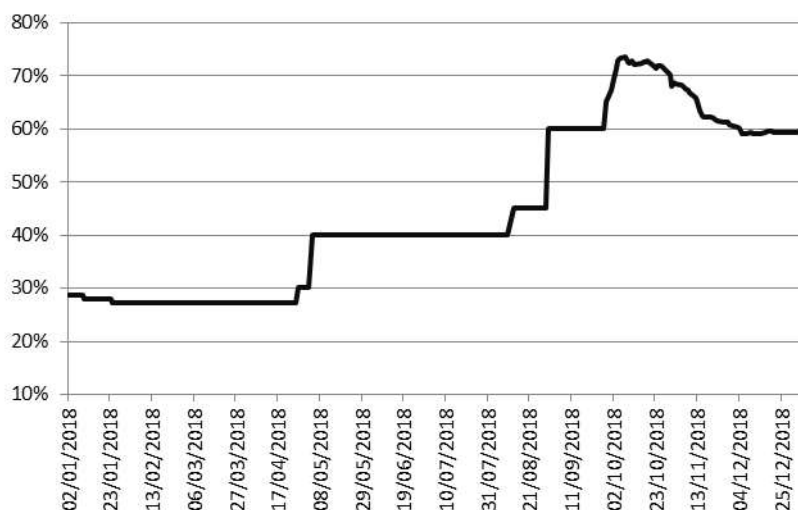
Como puede observarse en el Gráfico 4.1, durante los primeros meses del año la tasa de referencia¹² (en ese momento el centro del corredor de pasés a 7 días) se mantuvo prácticamente inalterada, e incluso con leves bajas. En ese momento, el Banco Central consideraba que las presiones observadas sobre el nivel de precios se correspondían a elementos temporales (como el aumento de los precios regulados) y que la política monetaria tenía un sesgo contractivo adecuado.

Sin embargo, al comenzar las presiones sobre el mercado cambiario en el segundo trimestre, el Banco Central recurrió a aumentar la tasa de referencia para enfrentar las turbulencias y contener el traslado a precios. El 27 de abril se produjo el primer aumento, en el que se elevó la tasa de política a 30,25% anual; posteriormente, el 3 de mayo, se resolvió un nuevo aumento para llevarla hasta un 33,25% anual y por último, el 4 de mayo, se incrementó hasta alcanzar un 40%.

En agosto se decidió que el rendimiento de las Letras de Liquidez (LELIQ) funcionara como tasa de referencia. Si bien al principio esta se mantuvo el nivel de 40%, el shock cambiario de finales de agosto llevó a que se incremente 5 p.p. Ante el aumento acelerado en las expectativas de inflación, el Banco Central pasó a establecer una tasa de interés del 60%, a la vez que se comprometió a no disminuirla al menos hasta el mes de diciembre.

En octubre, al comenzar a regir el nuevo plan monetario que estableció una meta sobre la cantidad de dinero, la tasa de interés de referencia pasa a determinarse de manera endógena, por la oferta y demanda de liquidez. A pesar de ello, se decidió mantener una tasa mínima de 60% al menos hasta el mes de diciembre y que solamente se reduciría en caso de contar con evidencia de una definitiva desaceleración inflacionaria (cuando se hubieran presentado por dos meses consecutivos bajas en las expectativas de inflación a doce meses). En este marco, la tasa de LELIQ escaló 11 p.p. hacia fines del mes, pero luego disminuiría de manera sostenida. A comienzo del mes de diciembre, y ante una caída en dos meses consecutivos de las expectativas de inflación, se consideró adecuado eliminar el piso de 60% para la tasa de LELIQ.

¹² Se presenta a las tasas como TNA (tasa nominal anual).

Gráfico 4.1: Tasas de interés de referencia. Tasa nominal anual, año 2018

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Como se mencionó anteriormente, desde el 1 de octubre de 2018 se reemplazó el esquema de metas de inflación por uno basado en meta de agregados monetarios, en el marco de un segundo acuerdo con el FMI. El agregado elegido fue la base monetaria, definida como el promedio mensual de los saldos diarios, por estar bajo control directo del Banco Central, y se estableció la meta de no incrementarla hasta junio de 2019, aunque permitiendo ajustes estacionales en diciembre y junio propios de la evolución de la economía en esos meses y los que podrían resultar si el dólar se encontrara en valores fuera de la zona de no intervención (ver Recuadro 4.1).

Recuadro 4.1: El fin de las metas de inflación y el nuevo esquema de política monetaria

Luego de que el régimen de metas de inflación implementado en 2016 no diera los resultados esperados, en el marco del segundo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional de 2018 se decidió que a partir de octubre de 2018 el Banco Central de la República Argentina (BCRA) abandone este esquema.

La nueva estrategia del BCRA está centrada en un control de agregados monetarios, que pasa a funcionar como ancla nominal de la economía, con el objetivo principal de reducir la inflación. Se optó definir a la base monetaria como el agregado objetivo, que se compone de los billetes en manos del público y los encajes y reservas bancarias, por ser el agregado que está bajo el control directo del BCRA. De esta manera, se busca robustecer el compromiso con el cumplimiento de la meta monetaria con una meta inmediatamente observable y verificable, lo que aporta transparencia y puede ayudar a recuperar credibilidad a la gestión del BCRA.

El nuevo régimen de política monetaria entró en vigencia el 1º de octubre de 2018, mediante el cual el BCRA se comprometió a mantener un crecimiento promedio mensual de la base monetaria del 0% nominal hasta junio de 2019 (respecto al promedio mensual de septiembre). El desafío que presenta este objetivo es elevado, dado que durante los meses posteriores a la corrida cambiaria de agosto todavía se verificaba un traspaso a precios de la suba del tipo de cambio y, por lo tanto, la base monetaria se contraería fuertemente en términos reales en los primeros meses del plan. Se definieron ajustes estacionales de la meta de base monetaria en los meses de diciembre de 2018 y junio de 2019, meses en donde típicamente se incrementa estacionalmente la demanda de dinero por motivos transaccionales (pago de aguinaldos, por ejemplo), teniendo en cuenta que no descontar estos factores llevaría a una

contracción monetaria excesiva. A su vez, cabe destacar que para el segundo semestre de 2019 se planea un incremento mensual del 1% de la base monetaria.

La meta monetaria se implementa a través de operaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos. Dado que el cambio de esquema llevó a que la cantidad de dinero se determine de forma exógena, la tasa de interés de las LELIQ pasa a fijarse de manera endógena por la oferta y demanda de liquidez, y será aquella necesaria para cumplir con el crecimiento nulo de la base. Dado que el BCRA se comprometió a continuar con el cronograma de desarme de LEBAC hacia finales de 2018, las LELIQ se transformaron en el principal instrumento de política monetaria de la máxima autoridad monetaria del país.

A pesar de que la tasa en este esquema se determinaría de forma endógena, el BCRA se había comprometido durante la gestión anterior a mantener un piso del 60% para la tasa de LELIQ hasta el mes de diciembre; este compromiso se confirmó que se mantendría hasta que no se vea evidencia de una desaceleración inflacionaria, definida por dos meses consecutivos de baja de expectativas de inflación a 12 meses en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). El 5 de diciembre de 2018, como resultado de la caída en expectativas de inflación, luego de darse a conocer de forma pública los resultados del REM de noviembre, el Comité de Política Monetaria del BCRA anunció la eliminación de ese piso en la tasa de interés de referencia.

Por otra parte, la meta monetaria se complementa con un nuevo esquema de bandas de flotación cambiaria, definiendo zonas de intervención y no intervención cambiaria, para reducir la volatilidad del tipo de cambio. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, ajustándose diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin del año 2018.

En el caso de que el tipo de cambio supere la banda que determina la zona de no intervención, el BCRA puede realizar ventas diarias de moneda extranjera por hasta 150 millones de dólares, para maximizar el impacto sobre la liquidez. Estas ventas no serán esterilizadas, generando una contracción adicional de la base monetaria que tenderá a corregir la depreciación excesiva. En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por debajo de la zona de no intervención, el BCRA está habilitado a comprar moneda extranjera. Sólo ante esta señal de aumento de la demanda de dinero, la autoridad monetaria se reserva la posibilidad de aumentar la base monetaria respaldada por el incremento de reservas.

A lo largo de los primeros tres meses de aplicación del esquema, el tipo de cambio se mantuvo dentro de la zona de no intervención, por lo que no fue requerida la participación del BCRA en el mercado cambiario.

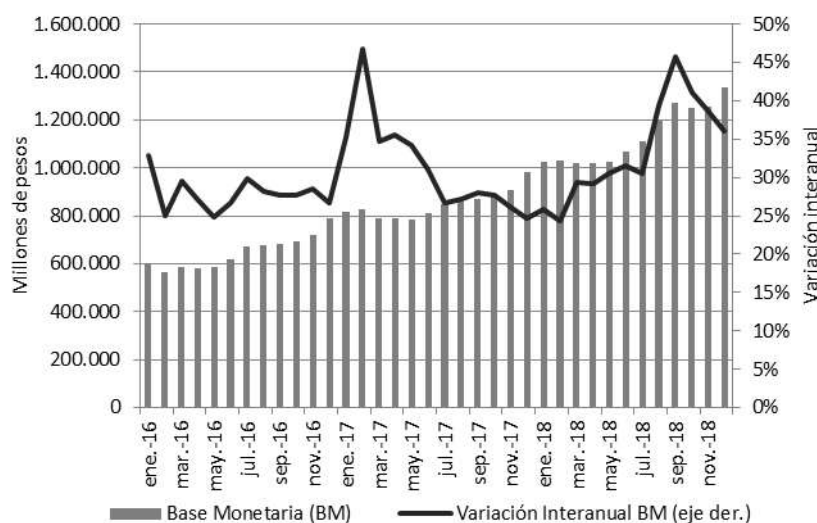
Más recientemente, el Comité de Política Monetaria decidió que, para el primer trimestre del 2019, se mantendría el ancho de la zona de no intervención (utilizando como referencia los límites vigentes al 31 de diciembre del 2018, 37,117 y 48,034 pesos por dólar) pero que los límites de la zona de no intervención se actualizarán diariamente a una tasa mensual del 2%, dado el esperado proceso de desinflación. A su vez, el BCRA determinó que si el tipo de cambio disminuye por debajo de la zona de no intervención, la meta de base monetaria se incrementará con las compras de dólares del BCRA (no esterilizará las compras de dólares), que serán de hasta 50 millones de dólares por día y no podrán exceder el 2% de la meta en el acumulado del mes.

Por último, desde junio pasado y como parte del primer acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el BCRA se comprometió a no realizar más transferencias al Tesoro, lo que refuerza el objetivo de una inflación decreciente a lo largo del tiempo. Esto, complementado

con el fuerte ajuste fiscal de 2018 y las metas de equilibrio fiscal primario para 2019 y superávit en 2020, se espera que brinde la consistencia necesaria a la política monetaria para bajar la inflación.

El compromiso es particularmente desafiante si se tiene en cuenta que el agregado meta, la base monetaria, venía creciendo a un ritmo superior al 30% interanual (como se observa en el Gráfico 4.2) y que la inflación continuaba elevada, lo cual implica una importante disminución de la base en términos reales. El objetivo pudo ser cumplido, e incluso permitió alcanzar sobrecumplimientos en los meses de octubre, noviembre y también diciembre, cuando la meta fue ajustada por estacionalidad.

Gráfico 4.2: Base monetaria. Promedio mensual, periodo 2016 - 2018

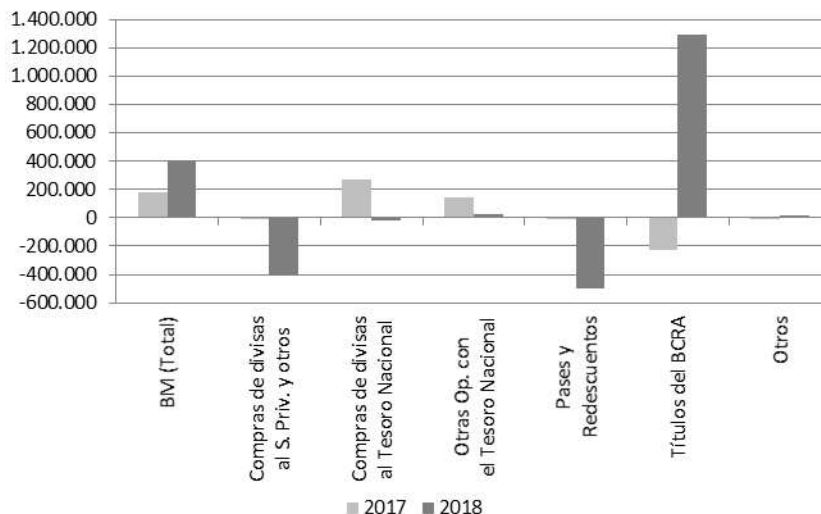


Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En el Gráfico 4.3 se presentan los distintos factores que explican la evolución de la base monetaria. Durante el 2018, la base monetaria total se expandió en \$407.864 millones. El principal factor a la hora de explicar el incremento en la base monetaria lo constituye la compra de Títulos del BCRA. Esto se contrapone al año 2017 cuando la colocación de LEBAC eran un factor de absorción (reducción) de la base monetaria. El desarme del stock de LEBAC que comenzó luego del primer shock cambiario de 2018 explica por lo tanto gran parte del incremento de la base monetaria en el último año.

Otra de las diferencias más notorias con respecto a 2017 para explicar la evolución de la base monetaria es que en ese año la compra de divisas y las transferencias al Tesoro Nacional fueron un factor muy importante de expansión monetaria, pero durante 2018 ambos efectos fueron prácticamente eliminados, particularmente durante el segundo semestre.

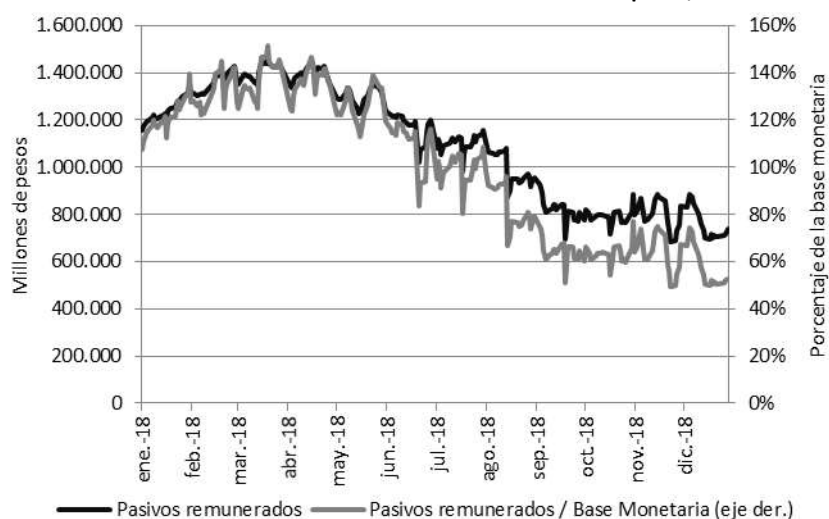
Gráfico 4.3: Factores de explicación de la variación Base Monetaria
Variación nominal anual en millones de pesos, periodo 2017 - 2018



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Tanto las LEBAC como las LELIQ son parte de la deuda remunerada (que paga intereses) del Banco Central; su evolución es muy relevante puesto que se trata también de deuda del sector público que de alguna manera debe pagarse. En efecto, los pagos de intereses por esa deuda forman parte de lo que se conoce como el déficit cuasi fiscal. El Gráfico 4.4 ilustra la evolución del stock de pasivos remunerados (LEBAC, LELIQ, pases y otros instrumentos) durante el año 2018. Dicho gráfico muestra como durante los primeros meses del año continuó la dinámica “explosiva” del stock de LEBAC, lo que llevó a que se superen los 1,4 billones de pesos en los meses de marzo y abril. A partir de ese entonces, el stock se vio disminuido hasta alcanzar los 820 mil millones en promedio durante el mes de septiembre, manteniéndose en valores similares durante el resto del año (ver Recuadro 4.2).

Gráfico 4.4: Stock de Pasivos Remunerados. En millones de pesos, año 2018



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Recuadro 4.2: Por qué no explotó la “bomba” de las LELIQ en 2018

A pesar de los exigentes objetivos que fijó el esquema monetario del Banco Central que comenzó su aplicación en el mes de octubre y los temores de un posible efecto adverso sobre la acumulación de pasivos remunerados (LEBAC, LELIQ, pases y otros instrumentos) por parte de la autoridad monetaria, pasados tres meses del inicio del nuevo plan no solo esos pasivos remunerados no aumentaron desproporcionadamente, sino que se vieron disminuidos.

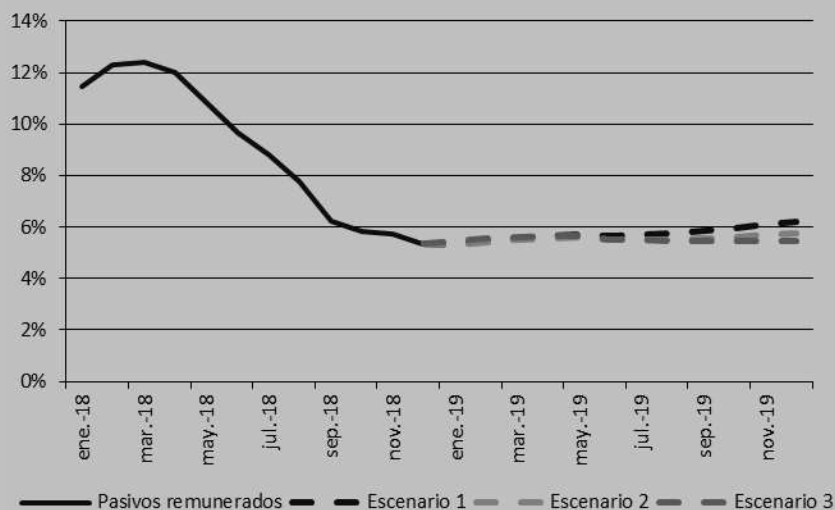
La dinámica explosiva que previamente se había observado en el comportamiento de las LEBAC durante los dos últimos años llevó a que el stock de pasivos remunerados del BCRA alcance un total de 1,4 billones de pesos en los meses de marzo y abril de 2018. Si bien a partir de ese entonces su stock se redujo hasta los 820 mil millones de pesos en promedio durante el mes de septiembre, las altas tasas de interés vigentes en el mercado posteriores al shock cambiario de agosto de 2018 presentaron dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda en pasivos remunerados del Banco Central, sumado a que estos se verían compuestos en gran parte por LELIQ, un instrumento percibido como más peligroso que las LEBAC debido a los más cortos plazos de sus vencimientos (a solamente 7 días).

Durante octubre, el BCRA estimaba concluir 2018 con un stock promedio de 900 mil millones de pesos en pasivos remunerados, pero a pesar de ello, el stock de pasivos remunerados se vio disminuido a un total de 765 mil millones de pesos en promedio durante diciembre.

Una combinación de diferentes factores llevó a que la “bomba” de las LELIQ no explotara en 2018, y a que los pasivos del Banco Central tuvieran un comportamiento más benigno al esperado. Entre ellos se encuentra que, a pesar que en principio se esperaba que el desarme del stock de LEBAC fuera absorbido por LELIQ, el que la mayoría de las LEBAC estuviera en manos de tenedores privados permitió que estos fondos se hayan invertido en otro tipo de instrumentos.

A su vez, otros factores llevaron a que no se incremente el stock de pasivos remunerados, como el ajuste estacional previsto en el esquema monetario para el mes de diciembre de la meta monetaria (que permitía expandir más de 60 mil millones de pesos la base monetaria en diciembre, algo que fue posible sin efectos perjudiciales para la inflación debido al aumento de la demanda de dinero) y al fin de las transferencias del BCRA al Tesoro con el objetivo de financiar el déficit fiscal, uno de los principales culpables de la explosiva dinámica de las LEBAC en el pasado.

Luego de la desaparición de las LEBAC al finalizar 2018, resulta relevante analizar cómo evolucionaría el stock de pasivos remunerados, el que se encuentra compuesto casi en su totalidad por LELIQ. El Gráfico 4.5 muestra la evolución observada de los pasivos remunerados del BCRA como porcentaje del PBI durante 2018 y su posible evolución en este año bajo tres escenarios posibles que se describen a continuación.

Gráfico 4.5: Pasivos remunerados del BCRA. Porcentaje del PBI, periodo 2018 - 2019

Fuente: IIE sobre la base de BCRA e INDEC.

El primero de los escenarios plantea una situación en la cual, a pesar de continuar la reducción en la inflación de los precios durante 2019, no se reduzcan las tasas de interés nominales vigentes de las LELIQ durante el mes de diciembre de 2018 (60% nominal anual). Este escenario plantea la posibilidad de un fuerte incremento de las tasas de interés reales, que concluirían 2019 en valores cercanos al 50% anual, cifra muy superior a las tasas reales vigentes a finales de 2018 (cercasas al 30% anual, un nivel de por sí muy elevado).

Si bien este es un escenario improbable, su ocurrencia llevaría a que el stock de pasivos remunerados del BCRA concluya 2019 en un total del 6,2% en relación al PBI; a pesar que esto significaría un incremento de casi 1 p.p. respecto a diciembre de 2018, el stock de pasivos remunerados sería el mismo que el vigente antes del comienzo del esquema monetario (septiembre de 2018). Un escenario como este podría generar altos riesgos para el objetivo de disminuir la inflación; para mantener constante en los niveles de diciembre de 2019 este ratio de pasivos remunerados en términos del PBI se requeriría aumentar la base monetaria a un ritmo del 3% mensual en 2020 (lo que equivale a un incremento anual del 43% de la base monetaria).

El segundo escenario plantea una situación más probable, en la cual, a pesar de continuar la baja de la inflación, la tasa de interés real se mantenga en un nivel de 2,5% mensual. Al descender las tasas de interés nominales de las LELIQ por el menor ritmo de aumento en los precios, el stock de pasivos remunerados del BCRA se ubicaría en una cifra de 5,8% del PBI a finales de 2019, un incremento de 0,5 p.p. respecto a diciembre de 2018. Planteando el mismo ejercicio realizado con anterioridad, para mantener este ratio de pasivos remunerados en términos del PBI durante 2020 se requeriría incrementar la base monetaria al 2% mensual (un aumento anual del 27%).

Por último, el tercer escenario prevé que continúen descendiendo tanto la inflación como las tasas de interés reales (de acuerdo a las expectativas de los agentes relevadas por el BCRA), lo que llevaría a que el stock de pasivos remunerados sea en diciembre de 2019 de 5,4% del PBI, con un incremento de 0,1 p.p. en relación a 2018. Esta baja de las tasas de interés reales permitiría mantener este ratio de pasivos remunerados en términos del PBI durante 2020 con un aumento mensual de la base monetaria de 1% (equivalente a un incremento anual de 13%). Esto indica que, para poder avanzar luego de 2019 con la reducción

de la inflación, será vital que se presente una baja sensible de las tasas de interés reales vigentes en la economía.

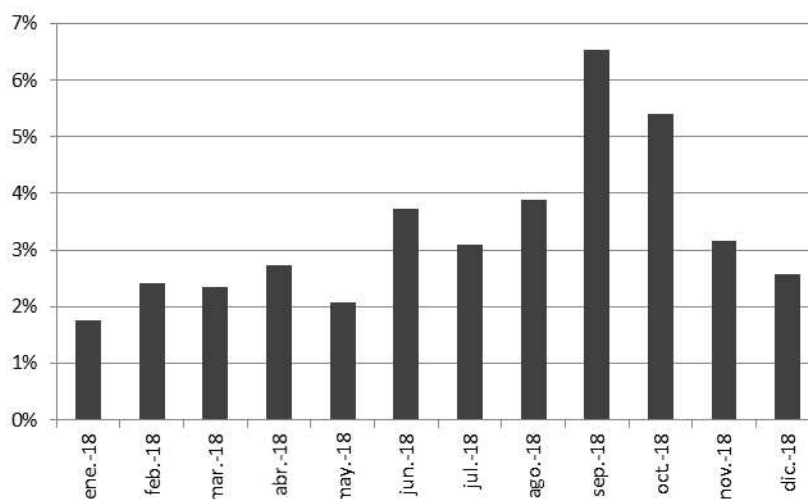
4.3. Inflación

Definida en términos sencillos, la inflación no es más que el aumento generalizado y sostenido de los precios en una economía. En la teoría económica hay relativo consenso respecto a los problemas que conlleva: causa incertidumbre para la toma de decisiones de inversión, producción y consumo, afecta negativamente la asignación de recursos al distorsionar los precios relativos, atenta contra el correcto funcionamiento de los mercados financieros y tiene efectos regresivos sobre la distribución del ingreso, entre otros.

Desafortunadamente, la inflación ha sido una constante en la historia argentina posterior a la segunda guerra mundial. Salvo algunos periodos excepcionales de estabilidad de precios, el país ha experimentado largos periodos de inflación de dos dígitos e incluso episodios hiperinflacionarios; los últimos años no escapan a esta tradición. Desde el comienzo de la nueva administración a fines de 2015, el Banco Central intentó llevar a cabo una política antinflacionaria mediante un esquema de metas de inflación. Si bien la variación anual acumulada en el año 2017 de los índices de precios al consumidor fue de 25%, ubicándose 8 puntos porcentuales por encima de la meta fijada, el dato positivo era que se había logrado reducirla respecto a los niveles de 2016. Sin embargo, debido a la conjunción de diversos factores, que derivaron en fuertes aumentos del dólar, la inflación volvió a crecer en 2018, llegando a 47,6%.

La evolución del índice de precios no fue homogénea a lo largo de 2018, como lo indican las tasas mensuales de inflación del Gráfico 4.6. Luego de un diciembre de 2017 donde la inflación había superado el 3%, el primer dato del año resultó auspicioso, ya que se registró una inflación mensual de 1,7%. Si bien para los meses posteriores se registró un leve aumento, se lo atribuyó a factores temporales como alzas en el precio de los combustibles y aumentos programados de las tarifas de gas y luz. En el mes de mayo, causó sorpresa el registro de inflación de solo 2,1% en un mes donde el tipo de cambio había aumentado de manera considerable. El traslado a precios del shock cambiario se verificó con más fuerza en junio, con un dato de inflación de 3,7%, traccionado principalmente por el incremento de los precios de los bienes transables (fuertemente afectados por el mayor tipo de cambio).

Durante el bimestre julio-agosto, la inflación se mantuvo en promedio en 3,5%, aun denotando efectos propios del *pass through* (ver Recuadro 4.3), efecto que se hizo sentir fuerte en septiembre luego de la corrida cambiaria de finales de agosto. Así, ante la nueva suba del dólar, la inflación del mes de septiembre fue de 6,5%. Hacia el último trimestre del año, el IPC mostró una desaceleración importante como respuesta a la implementación del nuevo plan monetario, la disminución en el nivel de actividad y la estabilidad del dólar, culminando diciembre con un aumento de 2,6%.

Gráfico 4.6: Índice de Precios al Consumidor nacional. Variación mensual, año 2018

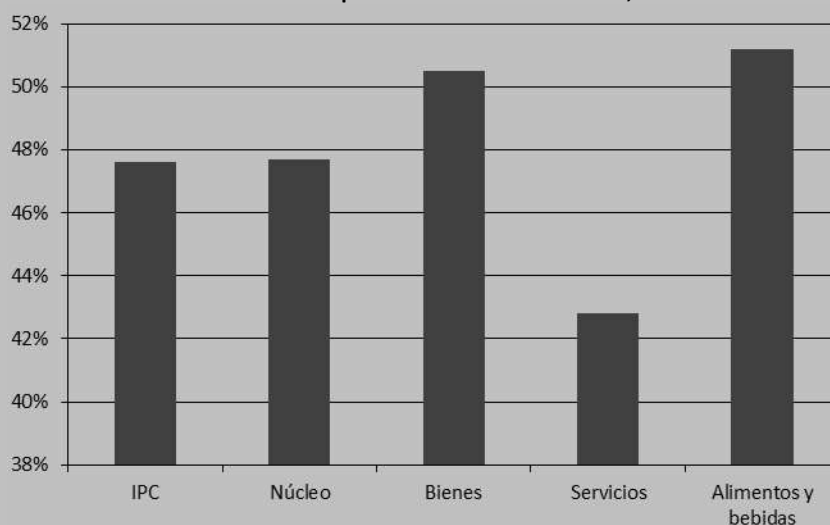
Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

Recuadro 4.3: Pass Through y los efectos de la depreciación en los precios

El año 2018 concluyó con una de las cifras de inflación más elevadas de los últimos años; tras darse a conocer los datos del mes de diciembre de 2018, el Índice de Precios al Consumidor de alcance nacional publicado por INDEC presentó una variación interanual de 47,6%.

Buena parte de lo ocurrido con los precios se encuentra ligado a los distintos *shocks* cambiarios ocurridos a lo largo del año, que llevaron a que el tipo de cambio nominal, es decir, el precio del dólar, aumente entre diciembre de 2017 y 2018 un 114%. Dado que muchos de los bienes y servicios en la economía son susceptibles a ser negociados internacionalmente, ante depreciaciones de la moneda suele darse un proceso gradual de traspaso de estos aumentos del tipo de cambio al precio de estos mismos bienes y servicios y al resto de la economía; a este efecto se lo conoce en la jerga económica como efecto traspaso o de *pass through*.

Al descomponer la composición de la variación en 2018 del Índice de Precios al Consumidor se perciben algunas señales de este efecto. Como se observa en el Gráfico 4.7, el aumento acumulado a diciembre en los precios de los bienes (50,5%) fue muy superior (7,7 p.p.) al de los precios de los servicios (48,2%). Esto se explica porque, al ser los bienes en su mayoría productos transables internacionalmente (que pueden ser importados) y los servicios en gran parte no transables, típicamente el efecto de las depreciaciones en precios se transmite más rápido y en mayor medida sobre los primeros.

Gráfico 4.7: Evolución de los precios. Variación interanual, diciembre 2018

Fuente: IIE sobre la base de BCRA e INDEC.

Por la misma razón mencionada anteriormente, al ser los alimentos y bebidas bienes típicamente transables, el efecto de la depreciación fue mayor; en 2018 acumularon un aumento de precios de 51,2%, por encima del aumento promedio de los precios en la economía. Dado que la canasta de consumo de las personas más vulnerables típicamente contiene una mayor participación de alimentos, bebidas y otros bienes transables en detrimento de servicios, este efecto de la depreciación en los precios es particularmente perjudicial en afectar el poder de compra de los hogares de menores ingresos.

El efecto *pass through* no es nuevo en la Argentina; históricamente los aumentos en el tipo de cambio nominal en el país han sido detonantes de elevados traspasos de precios al resto de los bienes, lo que dejó en el largo plazo sin efecto en términos reales al tipo de cambio y llevó a que estos procesos no solo perjudiquen al poder de compra de los consumidores, sino también a la competitividad de las empresas.

A propósito, el Gráfico 4.8 presenta el efecto de los traspasos de precios de los últimos tres grandes aumentos del tipo de cambio, ocurridos en enero de 2014, diciembre de 2015 (derivado de la unificación cambiaria) y a lo largo de 2018, en primera instancia durante abril y el segundo trimestre, y en segunda instancia hacia finales del mes de agosto. Cada línea del gráfico muestra la evolución durante 12 meses del coeficiente de *pass through*, definido como el cociente entre la variación acumulada en precios y en el tipo de cambio a partir de los tres eventos mencionados de fuertes incrementos del tipo de cambio. A modo de interpretación de las líneas del gráfico, cuando ese cociente alcanza un valor igual a 1 significa que el traslado de los aumentos del tipo de cambio a precios fue total.

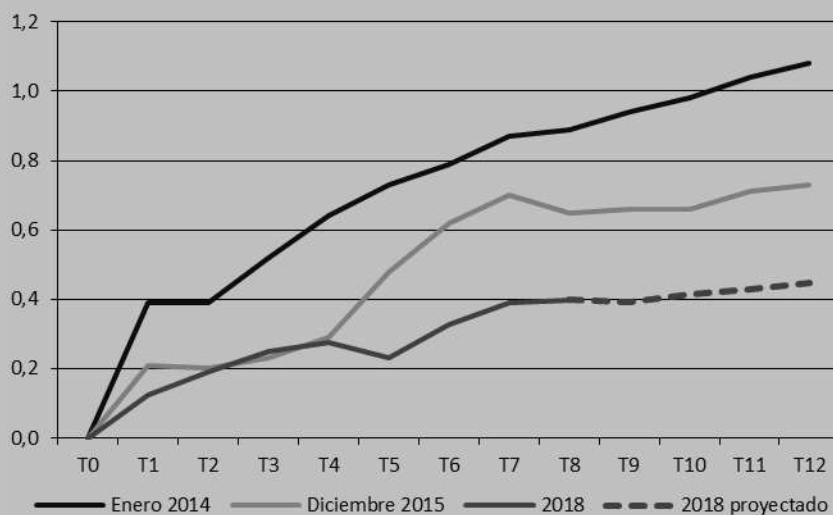
Puede advertirse en el gráfico que la devaluación de 2014 no solo tuvo un alto traslado a precios, sino que en tan solo 10 meses la inflación superó al aumento del tipo de cambio ocurrido desde enero, por lo que en términos reales, pasado un año de la devaluación, el efecto no solo que fue nulo sino que se tornó negativo.

Para el caso de la unificación cambiaria de finales de 2015 la situación fue diferente; si bien en los primeros 7 meses posteriores a la depreciación hubo un traslado a precios sostenido, posteriormente a esta fecha este se vio estancado, finalizando en diciembre de 2016 con un

coeficiente de *pass through* de 0,73, por lo que se mantuvo un efecto real positivo sobre el tipo de cambio.

Los *shocks* cambiarios ocurridos en 2018 tuvieron un desarrollo mucho más favorable. Si bien en los primeros 4 meses el efecto sobre los precios fue muy similar a los de la unificación cambiaria, a partir de los tres meses siguientes, si bien continuó el traslado a precios, este ocurrió en una medida mucho menor. A partir del séptimo mes post depreciación inicial, al igual que para el caso de 2015/2016, se estancó el traslado a precios de la depreciación; de hecho, los pronósticos presentes en el Relevamiento de Expectativas de Mercado llevado a cabo por el BCRA en diciembre de 2018 prevén que a los doce meses del *shock* cambiario de abril el coeficiente de *pass through* sea inferior 0,5.

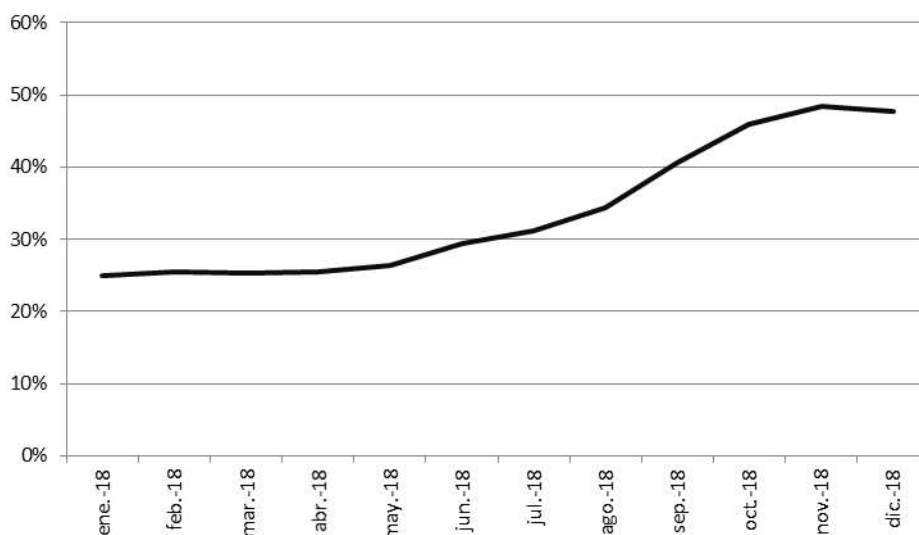
Gráfico 4.8: Evolución del tipo de cambio y los precios
Cociente entre variación del índice de precios al consumidor y variación del tipo de cambio



Fuente: IIE sobre la base de BCRA e INDEC.

La importancia de un *pass through* moderado y en baja resulta evidente mediante un simple ejercicio matemático. Si el traspaso a precios de los *shocks* de 2018 hubiera sido como el de la unificación cambiaria de diciembre 2015, el año hubiera terminado con una inflación de 72%; por el contrario, de haber presentado 2018 un *pass through* similar al de la devaluación de 2014, el aumento interanual del índice de precios hubiera alcanzado un valor de 95%.

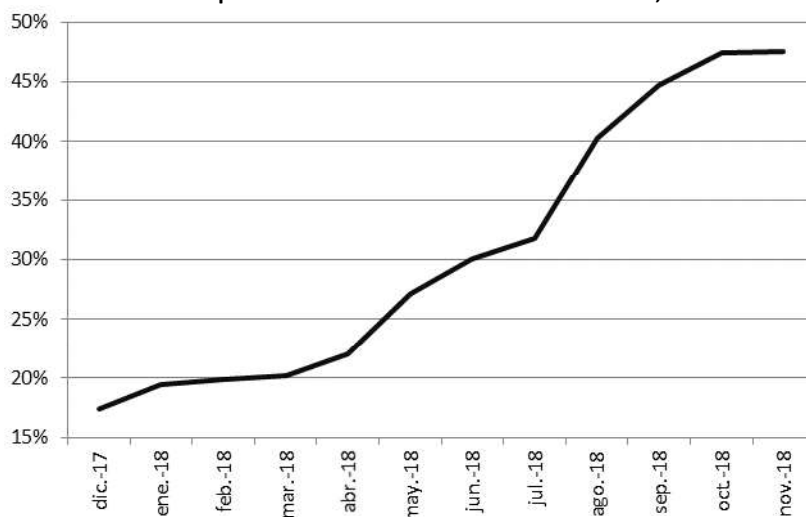
El análisis resulta análogo al observar las variaciones interanuales del IPC, reportadas en el Gráfico 4.9. Luego de un primer trimestre en el cual la inflación interanual se mantuvo en un promedio de 25,3%, la inflación comenzó a acelerarse en el segundo trimestre (27,1%) y el tercero (35,4%). Hacia octubre, la inflación interanual llegaba al 45,9% y en noviembre se registró el valor más alto del año, 48,5%. En el mes de diciembre se observa la primera caída, llegando la inflación interanual a un nivel de 47,7%.

Gráfico 4.9: Índice de Precios al Consumidor nacional. Variación interanual, año 2018

Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

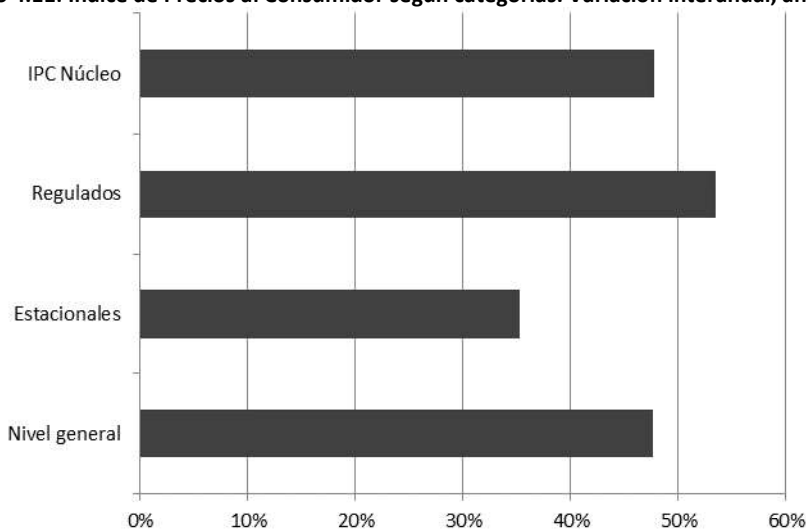
En el Gráfico 4.10 se presenta la evolución de las expectativas de variación interanual del índice de precios al consumidor, según el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) que elabora y publica el Banco Central de manera mensual. Puede advertirse como a medida que el aumento de precios incrementaba su ritmo, y la depreciación del peso era cada vez mayor, fueron aumentando las expectativas de inflación para el año.

El último relevamiento del 2017, correspondiente al mes de diciembre, pronosticaba una inflación del 17,4% para el año siguiente, valor levemente superior a la meta. Durante el primer trimestre, si bien la expectativa fue subiendo, no superaba el 20%. El primer gran salto tuvo lugar en el REM correspondiente al mes de mayo, donde ya se contaba con la información del significativo aumento del tipo de cambio durante abril, y la expectativa era de un 27,1% de inflación anual. El segundo episodio de depreciación de finales de agosto llevó a que la inflación esperada a 12 meses alcance un 44,8%. Las expectativas continuaron aumentando en octubre y se mantuvieron elevadas en noviembre. En los meses posteriores, y ante la estabilización del dólar y el efecto contractivo del nuevo plan monetario, las expectativas inflacionarias se moderaron con cierta fuerza. En efecto, para el año 2019, la mediana de las expectativas de inflación del REM arroja un valor de 26,9%.

Gráfico 4.10: Expectativas de inflación. Variación interanual, año 2018

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Por último, en el Gráfico 4.11 se presenta la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor nacional desagregado en tres categorías: precios estacionales, regulados y núcleo. Entre los bienes con comportamiento estacional (se incluyen frutas, verduras, ropa, transporte por turismo y alojamiento y excursiones) el incremento de precios fue de 35,2%. Dentro de la categoría regulados, se encuentran los bienes y servicios cuyos precios están sujetos a regulación o tienen alto componente impositivo: combustibles, 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. El incremento de esta categoría fue superior al nivel general, alcanzando un 53,5%, debido en parte al programa de readecuación tarifaria. Por último, la inflación núcleo mide el aumento en el IPC excluyendo aquellos productos que dependen de la época del año y los regulados, por lo que a menudo esa es la medida de inflación que se utiliza para analizar el impacto de la política monetaria. En el 2018, la inflación núcleo fue similar a la general, alcanzando un 47,7%.

Gráfico 4.11: Índice de Precios al Consumidor según categorías. Variación interanual, año 2018

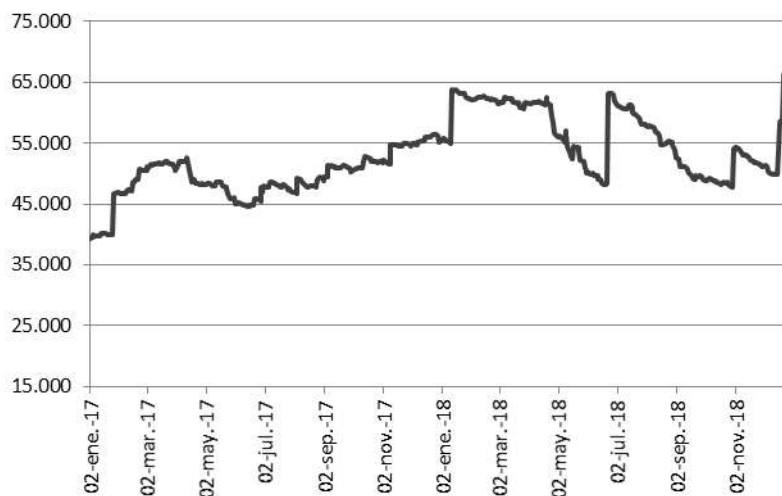
Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

4.4. Reservas internacionales

La importancia de disponer de mayores reservas es que permite contar con fondos para enfrentar desequilibrios financieros tanto de origen interno como de origen externo. Como muestra el Gráfico 4.12, durante todo el 2017 las reservas internacionales exhibieron una tendencia creciente, gracias al retorno del país a los mercados de capitales y las compras de divisas en el mercado local por parte del Banco Central. De este modo se registró un nivel record en enero del 2018, con un promedio de 60,6 mil millones de dólares. Desde entonces, el nivel se mantuvo relativamente constante hasta los meses de marzo y abril, cuando el Banco Central comenzó a vender reservas de manera agresiva, por casi 5 mil millones de dólares, intentado llevar tranquilidad al mercado de cambios. La disminución en las reservas fue incluso más pronunciada en mayo, cuando se vendieron 6,5 mil millones de la divisa, la mayor caída en 12 años.

En junio de 2018, las reservas aumentaron en 15 mil millones de dólares, gracias al ingreso del primer tramo del acuerdo *stand by* con el FMI. Sin embargo, inmediatamente se retomó la tendencia decreciente. En particular, durante el mes de septiembre las reservas cayeron 3,5 mil millones de dólares, debido a las ventas directas y subastas para intentar controlar la escalada del tipo de cambio. A fines de octubre, las reservas volvieron a niveles de 54 mil millones, como resultado del segundo desembolso de fondos en el marco del acuerdo de financiamiento con el FMI. Un nuevo desembolso en diciembre, sumado a una ampliación del swap de monedas con China, permitieron cerrar el año con un incremento del nivel de reservas del 18%, alcanzando 65,8 mil millones de dólares.

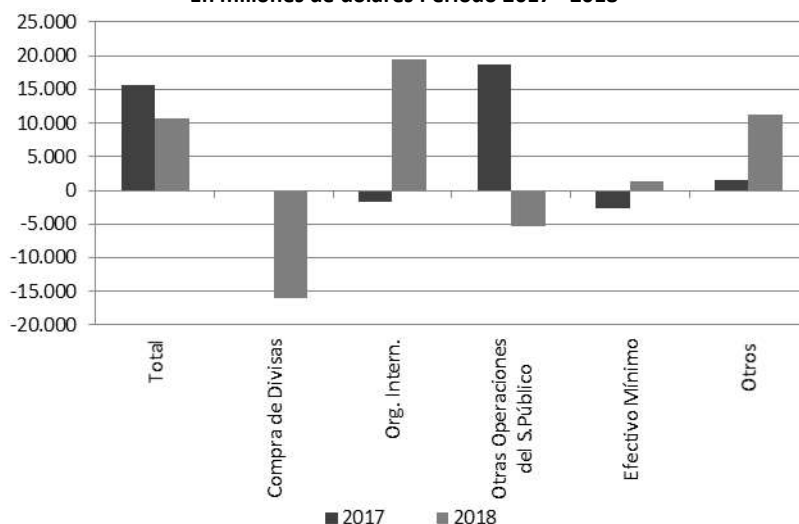
Gráfico 4.12: Reservas internacionales. En millones de dólares, periodo 2017 - 2018



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

El Gráfico 4.13 presenta los factores que explican la dinámica reciente de las reservas; el gráfico refleja que este aumento de las reservas se debe fundamentalmente al ingreso de fondos de los organismos internacionales, mientras que las ventas de divisas representaron casi 16 mil millones.

Gráfico 4.13: Factores que explican la variación en las reservas internacionales
En millones de dólares Período 2017 - 2018



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

4.5. Aspectos cambiarios

4.5.1. Tipo de cambio nominal

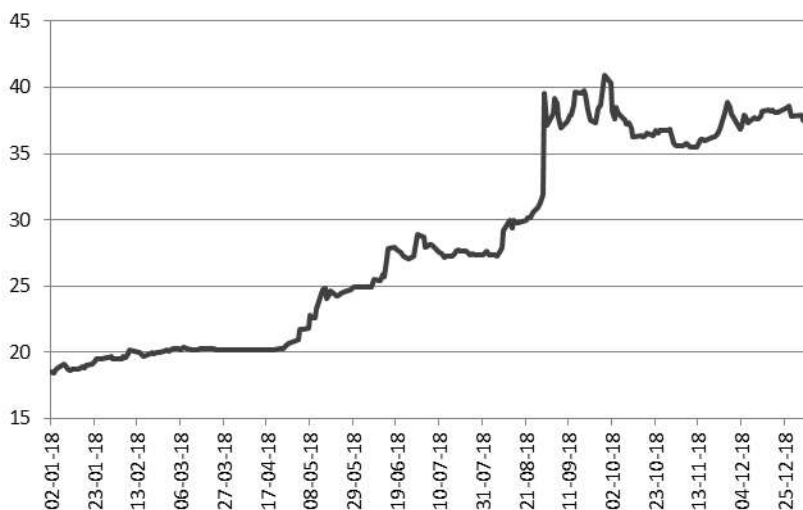
Al momento de analizar la evolución del mercado cambiario a lo largo del año 2018 es imprescindible mencionar que, durante todo el año 2017, el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable, incluso en un contexto de libre flotación cambiaria establecida desde fines de 2015. El tipo de cambio aumentó en un moderado 12%, muy por debajo de la inflación del año, por lo cual se empezó a advertir la posibilidad de cierto atraso cambiario.

El Gráfico 4.14 muestra la evolución del tipo de cambio nominal durante todo 2018, en el cual se observa el aumento del mismo, lo que causó que el peso argentino cierre el año como la segunda moneda que más se depreció en el mundo, después del bolívar venezolano. El año comenzó con un salto del 8% comparando el promedio de enero de 2018 con diciembre del año anterior, lo cual llevó a la divisa norteamericana a un valor de 19 pesos argentinos. Posteriormente volvió a estabilizarse durante algunos meses, hasta que comenzó un periodo de volatilidad cambiaria que influiría negativamente en el desempeño económico del país durante el resto del año.

La escasez de divisas producto de las bajas exportaciones del complejo sojero (como resultado de una fuerte sequía) junto el desarme de las posiciones en LEBAC fueron factores desencadenantes para que el tipo de cambio nominal cierre abril en \$20,69. La depreciación del peso en el segundo trimestre del 2018 se vio amplificada en el marco de un retiro de capitales de los países emergentes, profundizado en el caso de nuestro país por una situación de vulnerabilidad fundada en los déficits de cuenta corriente y fiscal. En medio de la escalada del dólar se anunció el primer acuerdo con el FMI, con un desembolso inicial superior a las proyecciones más optimistas, pero a pesar de ello la demanda de dólares no se detuvo. A mediados de junio, el tipo de cambio alcanzó un nivel de \$27,06 con lo cual el aumento acumulado en el año llegaba al 50%. En ese momento se decidió un canje de LEBAC por LETES en dólares y un aumento de los encajes bancarios que, junto a las subastas diarias de divisas, lograron una estabilidad transitoria.

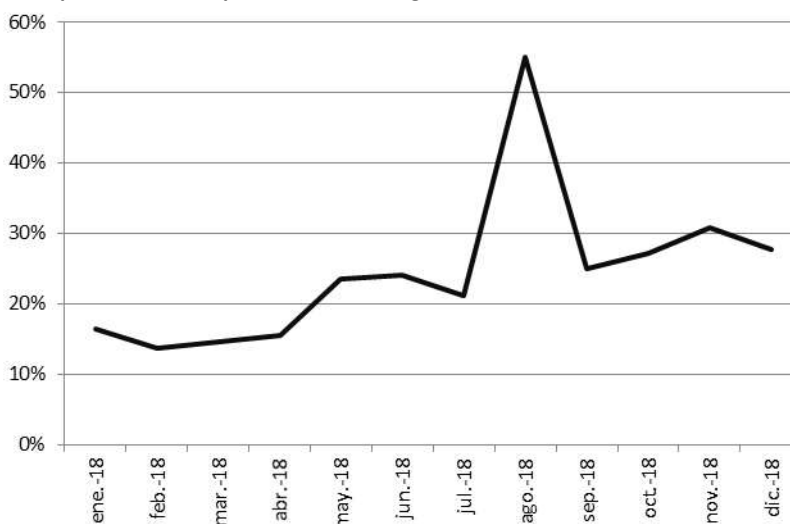
Como resultado de esas políticas, el precio del dólar descendió en junio por primera vez en todo el año. Sin embargo, luego de una alta estabilidad en julio y buena parte de agosto, a finales de ese mes el dólar volvió a aumentar significativamente; a una nueva salida de fondos de los países emergentes (que tuvo entre sus puntos destacados la crisis de Turquía) se le sumaba un nuevo hecho doméstico, la causa judicial conocida por como “Cuadernos”, que daba cuenta de un supuesto pago de sobornos involucrando a funcionarios de la administración anterior y empresarios. A este debe sumarse como agravante de esta nueva corrida cambiaria, tal como lo diagnosticó el FMI, un manejo errático de la política de intervenciones cambiarias del BCRA durante estos momentos turbulentos y también una débil estrategia de comunicación del gobierno. Lo peor de la corrida llegaría el 30 de agosto, cuando el tipo de cambio aumentó en un solo día de \$31,94 a \$37,12. Para ese entonces, el dólar había duplicado el valor que tenía a principio de año. El Banco Central debió llevar la tasa de interés al 60% anual y establecer un nuevo aumento de los encajes bancarios. Durante el mes de septiembre, además de las subastas, el Banco Central vendió directamente dólares en el mercado de cambios, a pesar de que el primer acuerdo con el FMI contemplaba que no se intervendría de esta forma.

Gráfico 4.14: Tipo de cambio nominal. En pesos por dólar, año 2018



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

A partir de octubre, se logró una mayor estabilidad cambiaria en la medida que se avanzaba con la aplicación del nuevo plan monetario y disminuían las tensiones internas y externas. Como se mencionó anteriormente, el plan contemplaba una banda cambiaria con y sin intervención, en valores iniciales de \$34 a \$44 que se ajustaría de manera diaria a una tasa mensual de 3% hasta el final de 2018. Las altas tasas de interés endógenas y las licitaciones diarias de LELIQ fueron eficaces para disminuir fuertemente la demanda de dólares. Desde el momento en que se estableció la nueva política monetaria, la moneda estadounidense se ubicó rápidamente en valores más cercanos a la banda inferior que a la banda superior de la zona de no intervención. La confianza en este esquema puede advertirse al observar el Gráfico 4.15, que reporta las expectativas de depreciación en los siguientes 12 meses de acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado realizado por el Banco Central. Allí se puede ver la efectividad que tuvo el nuevo plan monetario para contener las expectativas de depreciación desde el comienzo de su implementación.

Gráfico 4.15: Expectativas de depreciación en los siguientes 12 meses. Variación interanual, año 2018

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

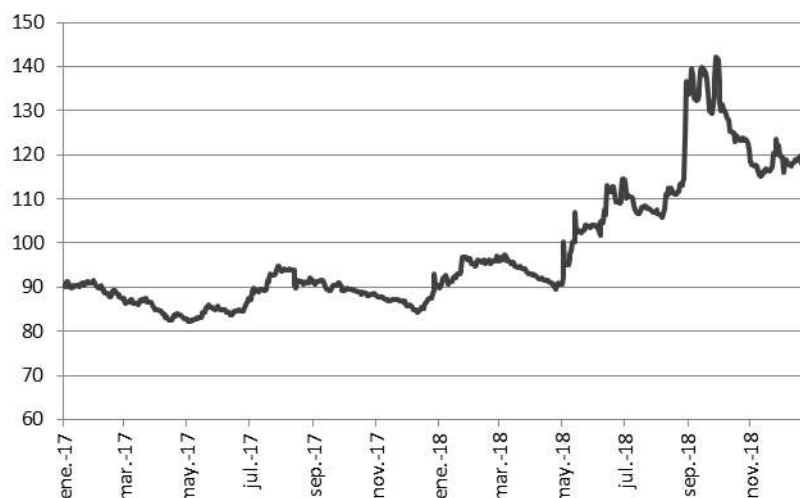
4.5.2. Tipo de cambio real

El tipo de cambio real multilateral mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestro país con respecto a los de nuestros principales socios comerciales. De esta manera, constituye una medida amplia de la competitividad de la economía. Si bien es cierto que una moneda más débil, incentiva un aumento de las exportaciones y una disminución de las importaciones, los factores que determinan el tipo de cambio real son más profundos y se relacionan con los costos de producción de la economía, los que dependen no solamente de los precios de los factores productivos (capital, trabajo, energía, materiales) y la tecnología sino también de las regulaciones, los impuestos y los aranceles al comercio exterior, entre otros.

El Banco Central elabora un índice de tipo de cambio real multilateral diario (ITCRM) para su medición, tomando como base el 17 de diciembre de 2015, fecha en la que se unificó el mercado de cambios. En el Gráfico 4.16 se puede observar que durante todo 2017 el tipo de cambio real se ubicó por debajo de este nivel, lo que podía considerarse como un llamado de atención sobre la apreciación de la moneda.

En el 2018 la situación cambió drásticamente, como resultado de las fuertes depreciaciones de la moneda y, teniendo en cuenta que el traslado a precios fue bajo en términos relativos, hubo grandes ganancias de competitividad. A mediados de mayo, el tipo de cambio real se encontraba a niveles similares a la fecha usada como base, como resultado de un incremento del 18,6% respecto a principio de año. Durante el mes de junio el tipo de cambio real continuó aumentando, resultando un 7,7% al mes anterior, pero luego se mantendría relativamente estable en los meses de julio y agosto. En el mes de septiembre se alcanzaron los máximos valores del año, con un salto de 20,7% del tipo de cambio real. Desde entonces, debido a una mayor estabilidad del tipo de cambio nominal, y una persistente inflación, se advierte un leve descenso del índice, aunque manteniéndose en niveles elevados.

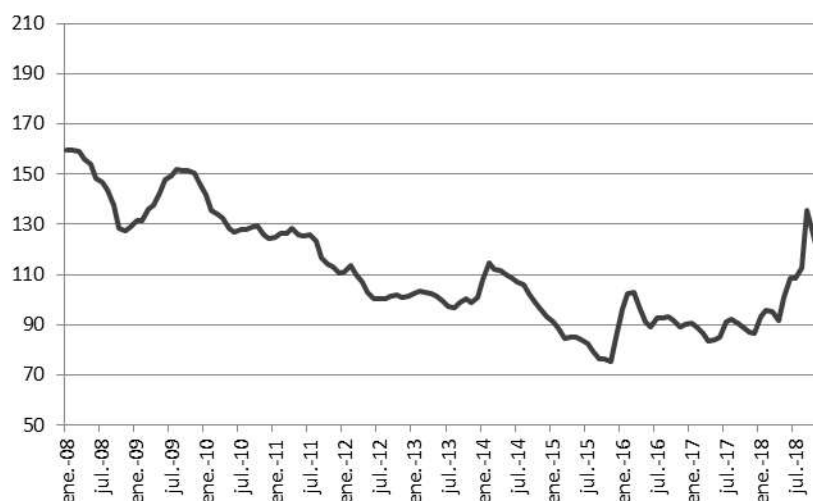
Gráfico 4.16: Tipo de cambio real multilateral
Índice base 17 de diciembre 2015=100, periodo 2017 - 2018



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En efecto, cabe destacar que a pesar de que la moneda local se haya apreciado durante el último trimestre del 2018, el tipo de cambio real se ubica en un nivel relativamente alto si se lo considera en perspectiva histórica. El ITCRM tuvo durante los últimos diez años un valor promedio de 111,4. Al analizar el tipo de cambio real para el año 2018 se observa que desde el mes de agosto se ubicó por encima de este valor histórico. El nivel de competitividad registrado en septiembre fue el más alto en ocho años y, pese al descenso registrado en los meses siguientes, el ITCRM cerró 2018 en valores que no se alcanzaban desde finales de 2011. En la medida en que el *pass-through* no se intensifique, el año 2019 transcurriría con un tipo de cambio real favorable para el crecimiento de las exportaciones.

Gráfico 4.17: Tipo de cambio real multilateral
Índice base 17 de diciembre 2015=100, periodo 2008 - 2018



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

