



CAPÍTULO 4

Aspectos monetarios
y cambiarios

Capítulo 4: Aspectos monetarios y cambiarios

La evolución de los agregados macroeconómicos de Argentina a lo largo del 2019 estuvo fuertemente influida por variables vinculadas al ámbito monetario, como lo son el tipo de cambio y la inflación. Para facilitar la comprensión de estos aspectos resulta útil revisar el desarrollo de la política monetaria en los últimos años.

A fines de 2015, con cambio de gobierno, se propuso como principal objetivo conseguir la estabilidad monetaria, ante lo cual se optó por aplicar un esquema de metas de inflación donde la tasa de interés era el principal instrumento de política monetaria. En términos de política cambiaria, se decidió unificar el mercado de cambios y adoptar un tipo de cambio flotante. El esquema no logró resultados favorables principalmente debido a inconsistencias entre una política monetaria contractiva y una política fiscal que continuaba con un sesgo expansivo financiado con un creciente endeudamiento en moneda extranjera. El tipo de cambio se mantuvo estable durante el 2017 y, ante la persistencia de la inflación, se comenzó a alertar sobre un atraso cambiario. Con la fuerte depreciación de la moneda en abril 2018, con la combinación de un contexto interno vulnerable y externo desfavorable se aceleró la inflación. Los problemas se profundizaron hacia fines de agosto de ese año y ante esto, en octubre de 2018 se implementó un esquema de agregados monetarios, con un tipo de cambio flotante delimitado por zonas de no intervención junto con otras medidas. Ya en 2019, al mantenerse la inestabilidad del tipo de cambio, se decidió reemplazar la zona de no intervención cambiaria por una de referencia cambiaria, de modo que la autoridad monetaria podría intervenir en el mercado de cambios cuando lo considerara pertinente.

A mediados de año la inflación comenzaba a desacelerarse y la cotización de la divisa se encontraba estable y a la baja, pero la calma se vio interrumpida por el proceso electoral que comenzó en agosto, volviendo a presentarse presiones sobre ambas variables. Con las vulnerabilidades externas latentes y tras conocerse los resultados de las elecciones primarias, se desató un nuevo episodio de incertidumbre financiera que llevó a un nuevo salto abrupto del tipo de cambio, con consecuencias como la aceleración de la inflación, derrumbe de la confianza de los agentes, aumento de la tasa de interés de referencia, cierre del mercado de deuda de corto plazo, y una fuerte caída de los depósitos en dólares y de reservas internacionales, entre otros efectos negativos. En las siguientes secciones se analiza en mayor profundidad la evolución de las principales variables monetarias y cambiarias.

4.1. Aspectos monetarios

4.1.1. Política monetaria

Iniciado en octubre de 2018, el régimen de control de agregados monetarios implementado por el BCRA buscó contener el crecimiento de la base monetaria con el objetivo de combatir la inflación. En dicho esquema, se definió mantener constante el promedio mensual de la base monetaria desde octubre hasta el final del primer semestre de 2019, en 1.271 miles de millones de pesos, con dos ajustes por mayor demanda estacional de dinero en diciembre de 2018 y junio de 2019. Entretanto, se permitían cambios en esta meta en caso de intervenciones, excepcionales, en el mercado cambiario. Esta cláusula se activó en los meses de enero y febrero de 2019, periodos en los que el BCRA intervino en el mercado cambiario de manera de evitar una significativa caída en la cotización del dólar, inyectando así pesos y elevando la meta de base monetaria. Con algunos ajustes, la meta se mantuvo hasta agosto. Tras la incertidumbre

que se generó ante el resultado de las elecciones primarias de agosto, el primer día de septiembre se comunicó la aplicación de un control de cambios por parte de la autoridad monetaria. En octubre, luego de las elecciones generales y del triunfo de la oposición, el control cambiario se profundizó.

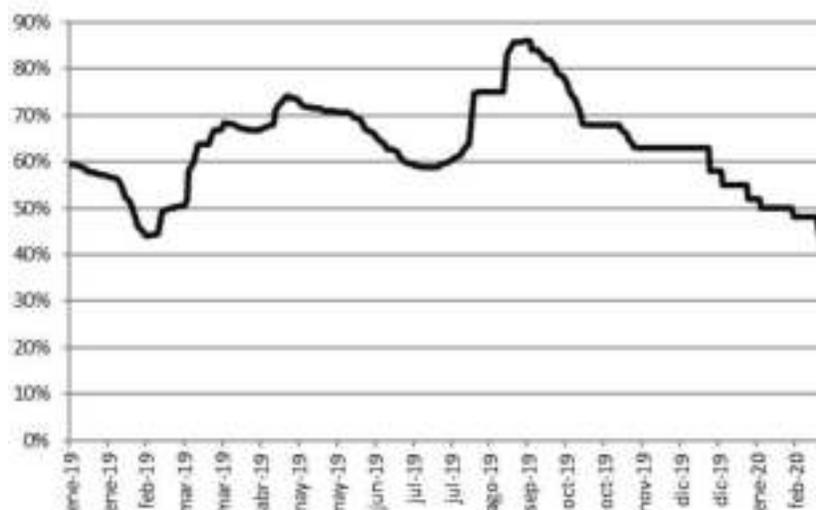
Paralelamente, dentro del esquema monetario establecido desde principio de año, la tasa de interés de referencia se determinaba de manera endógena, por la oferta y demanda de liquidez, sin un piso establecido por el BCRA. De todos modos, en abril se decide reestablecer un piso para la tasa en 62,5% con el fin de dar mayor previsibilidad a la tasa que se encontraba volátil. Asimismo, en el mes de julio se redujo el mínimo de la tasa de interés de referencia a 58% por la desaceleración de la inflación que se estaba presenciando, acompañada a su vez por menores expectativas de inflación futura.

Este escenario dio un giro con los resultados de las elecciones PASO, evento que se mencionó previamente. Un cambio notable de las expectativas a futuro del país se reflejó en una mayor inestabilidad, aumento del tipo de cambio, y un aumento de la tasa de interés de referencia. La tasa de política monetaria pasó de 63,7% el 9 de agosto a 85,3% el 9 de septiembre, ilustrando el aumento en la percepción del riesgo de los agentes.

Como puede observarse en el Gráfico 4.1, hasta mediados de febrero la tasa de interés se mantuvo a la baja, cuando se observó una mayor volatilidad cambiaria, que llevó a un aumento de la tasa subsiguiente, alcanzando un 68,2% anual hacia fines de marzo. Dada esta variación de la tasa, se decidió dar mayor previsibilidad a los mercados fijando un piso de 62,5%. Ante un nuevo episodio de inestabilidad cambiaria en abril, la tasa retomó el sendero alcista y alcanzó un 74,1% a principios de mayo, para luego volver a bajar. La desaceleración de la inflación mensual, acompañada por mejores expectativas, llevó a que en el mes de junio el piso de la tasa de interés de referencia se ubique en 58%.

Tras alcanzar un piso de 58,7% en julio, la tasa comenzó a elevarse debido a las tensiones crecientes provocadas por las expectativas previas a las elecciones primarias, que también presionaban sobre el mercado cambiario. Este aumento de la tasa de interés se hizo abrupto luego de las PASO, llegando a 85,3% los primeros días de septiembre. Con el aumento del tipo de cambio resultante, la aceleración de la inflación y la incertidumbre respecto a las políticas futuras del gobierno, la tasa de interés de política monetaria se mantuvo elevada para luego comenzar a decrecer.

Luego del cambio de gobierno, la tasa de LELIQ pasó a estar determinada directamente por la autoridad monetaria, la cual estableció un sendero a la baja de la tasa, llevando la tasa real a terreno negativo de forma gradual. Todo lo anterior se decidió con el fin de dar un impulso a la economía, en un intento de fomentar el consumo (en un contexto de controles cambiarios que impiden refugiarse en moneda extranjera). La tasa de política monetaria pasó de 63% el 10 de diciembre a 55% el 31 del mismo mes, continuando con mayores bajas en el 2020, alcanzando 40% al 20 de febrero.

Gráfico 4.1: Tasa de interés de referencia. Tasa nominal anual, periodo enero 2019 - febrero 2020

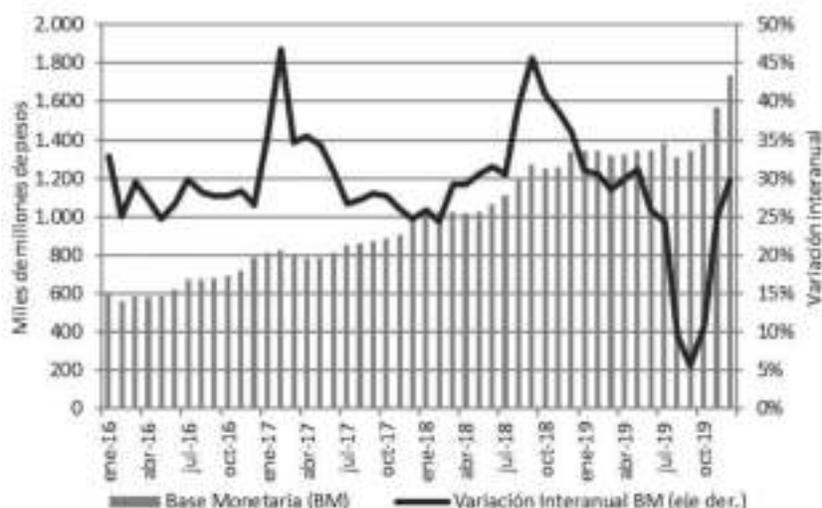
Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Luego de las elecciones primarias de agosto se profundizaron las dificultades para sostener el esquema de control de la base monetaria. La volatilidad del mes de agosto llevó por distintos canales al incumplimiento de la meta. Por un lado, ante el incremento de la demanda por moneda extranjera, el BCRA efectuó ventas de dólares para reducir la volatilidad cambiaria, reforzando el esquema contractivo de la política monetaria al ajustar la meta a la baja. En contraparte, los bancos, con una actitud precautoria por la mayor incertidumbre, integraron encajes por encima de lo requerido, inmovilizando parte de la base monetaria.

Las limitaciones a la compra de dólares producto de los controles cambiarios implicarían un aumento forzado de la demanda de dinero no considerado anteriormente, mientras que el aumento del tipo de cambio y la aceleración de la inflación implicarían una reducción de la oferta real de dinero mayor a la esperada. De este modo, se aumentó la meta tanto de septiembre como de octubre en 2,5% respecto a la meta del mes anterior, ajustándola según las operaciones cambiarias netas del Banco Central. En ambos meses se registró un sobrecumplimiento de las nuevas metas ajustadas, pero se comenzó a notar un crecimiento del promedio mensual de la base, especialmente en octubre. Es necesario remarcar la notable caída del crecimiento interanual de la base monetaria a septiembre, tocando un mínimo de 6%, para luego volver a incrementarse en los meses siguientes, en los que la política monetaria se fue relajando gradualmente, en particular a partir del mes de noviembre.

Con el cambio de gobierno del 10 de diciembre de 2019, el esquema de metas de base monetaria se abandonó formalmente, incluso habiéndose modificado los objetivos del Banco Central, lo que prevé una política monetaria más laxa. El salto de la base monetaria fue muy superior a la media histórica en los meses de enero y febrero de 2020, lo que preocupa dado el contexto de inflación persistente que se observa en la economía.

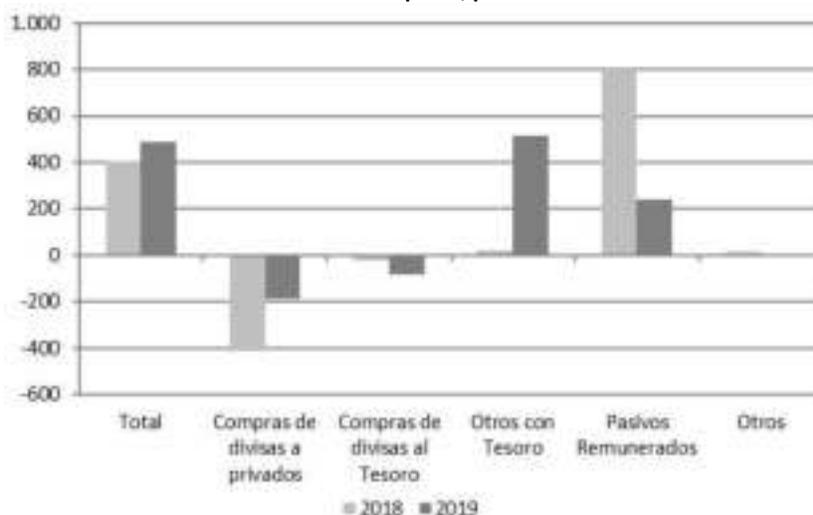
Gráfico 4.2: Base monetaria. Promedio mensual, periodo 2016 - 2019



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 2019, la base monetaria total se expandió en \$486.404 millones. El principal factor que explica este comportamiento lo constituye “Otras operaciones con el Tesoro Nacional”. Lo anterior es consecuencia directa de la asistencia por parte del Banco Central al Tesoro para el pago de deuda de este último, ya que con el reperfilamiento anunciado por el Ministerio de Hacienda, el mercado de capitales se cerró para el sector público. Esto se contrapone con el 2018, cuando las transferencias al Tesoro fueron casi nulas. En cambio, el incremento de los pasivos remunerados del BCRA fue el principal factor de explicación del crecimiento de la base monetaria en ese año, ya que con el desarme del stock de LEBAC se produjo una gran emisión, que fue absorbida en parte a través de LELIQs.

Gráfico 4.3: Factores de explicación de la variación Base Monetaria
En miles de millones de pesos, periodo 2018 - 2019



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Recuadro 4.1: Monetización de la economía argentina

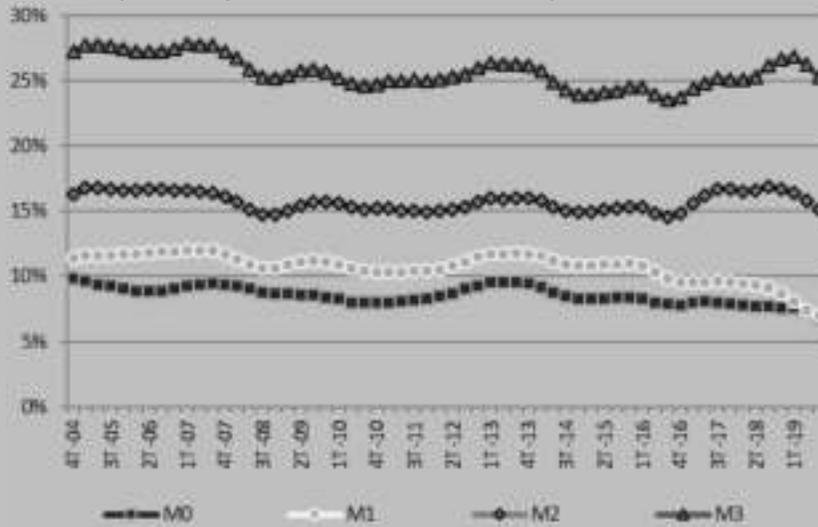
El nivel de monetización de una economía es un indicador que resulta fundamental a la hora de planificar, ejecutar y evaluar el impacto de las políticas macroeconómicas; este se define como el uso del dinero como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor en un país para un determinado período. La importancia de contar con una elevada monetización en la economía se justifica a partir de los vínculos que tiene con el desarrollo del sistema financiero, que a su vez incide positivamente en el crecimiento económico; economías más desarrolladas tienden a contar con niveles de monetización mayores a aquellas menos desarrolladas (Khmurych, 1998; McLoughlin & Kinoshita, 2012).

Conocer el nivel de monetización de la economía también adquiere relevancia dado que permite apreciar la confianza que una población tiene en su moneda corriente y estimar su demanda de saldos reales, lo que a su vez es útil a la hora de evaluar el impacto de políticas monetarias. Para el caso de Argentina, al tratarse de un país con persistentes problemas inflacionarios (la inflación promedio anual entre 1984 y 2019, sin considerar los episodios hiperinflacionarios de 1989 y 1990, fue de 68%) y un nivel de desarrollo económico medio, cabría esperar que el nivel de monetización de la economía sea bajo y se encuentre en disminución. Al mismo tiempo, una consecuencia directa de un bajo nivel de monetización es el mayor (menor) impacto que tendría una expansión (contracción) monetaria sobre la inflación. De esta manera, se estaría ante un proceso de causalidad bidireccional: a menor nivel de monetización, una política monetaria expansiva provoca una mayor inflación, a la vez que una elevada inflación disminuye el nivel de monetización de la economía.

En el Gráfico 4.4 se advierte que, al tercer trimestre de 2019, la economía argentina se encuentra en un proceso de baja en la monetización medida según los agregados monetarios M_0 y M_1 , por lo que de cara a 2020 una política monetaria expansiva podría generar mayor presión sobre la inflación.⁹

⁹Para estimar la monetización de la economía se utilizan los agregados monetarios M_0 (billetes y monedas (emitidos por el BCRA y puestos en circulación) en poder del público y de las entidades financieras y depósitos en pesos de las entidades financieras en el BCRA), M_1 (sumatoria de los billetes y monedas emitidos por el BCRA que no forman parte de las existencias de efectivo de las entidades financieras del país y de los saldos de los depósitos en cuentas corrientes de los sectores público (netos de la utilización de Fondos Unificados) y privado no financieros (en moneda nacional)), M_2 (sumatoria de los conceptos comprendidos en M_1 y de los saldos de los depósitos en cajas de ahorro de los sectores público y privado no financieros (en moneda nacional)) y M_3 (sumatoria de los conceptos comprendidos en M_2 de los saldos de los depósitos a plazo fijo y de los correspondientes a otros depósitos de los sectores público y privado no financieros (en moneda nacional)).

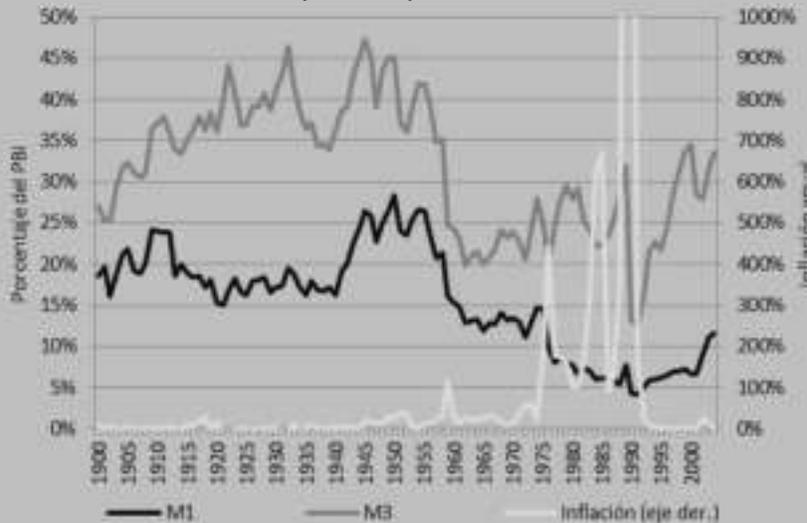
Gráfico 4.4: Monetización de la economía argentina
Porcentaje del PBI, promedio móvil de 4 trimestres, periodo 4T-2004 - 3T-2019



Nota: * PBI del tercer trimestre de 2019 estimado.
 Fuente: IIE sobre la base de BCRA e INDEC.

Allí se observa que, medida como M_1/PBI , al tercer trimestre de 2019 la monetización exhibió su valor mínimo (7%) de toda la serie. Si bien se observaría así una monetización significativamente baja, al medirla a través de agregados monetarios menos líquidos como M_2 o M_3 los valores son inferiores a la media del período bajo análisis, pero no representan mínimos. Si bien el nivel de monetización en 2019 es bajo (M_1/PBI igual a 7% y M_3/PBI igual a 25,3% en el tercer trimestre de 2019), resulta superior al observado durante las hiperinflaciones de 1989 y 1990 (4,3% - M_1/PBI - y 13,2% - M_3/PBI - en 1989; y 4,1% - M_1/PBI - y 12,5% - M_3/PBI - en 1990), como muestra el Gráfico 4.5.

Gráfico 4.5: Monetización e inflación de la economía argentina
Porcentaje del PBI, periodo 1900 - 2004



Nota: * PBI del tercer trimestre de 2019 estimado.
 Fuente: IIE sobre la base de Ferreres (2005).

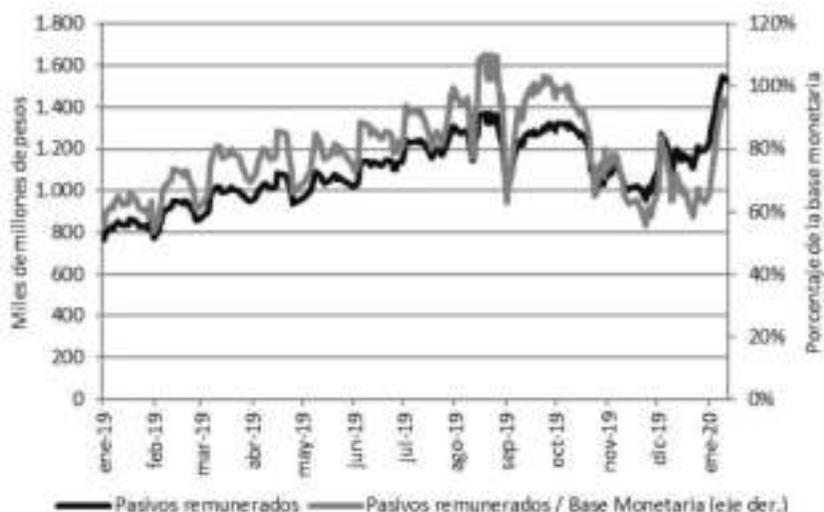
Los factores que afectan a la monetización y que podrían estar causando su disminución incluyen una elevada inflación, en alza desde 2004, causada principalmente por el financiamiento por parte del Banco Central de los déficits fiscales (suspendido entre octubre de 2018 y 2019). Un último factor que podría estar contribuyendo en los últimos años es el esquema monetario de crecimiento cero de la base monetaria implementado desde el primero de octubre de 2018 que, al definir un crecimiento nulo de la base monetaria (disminuyendo el crecimiento de los restantes agregados monetarios), las variaciones en los ratios expuestos pasan a depender de los cambios en el producto bruto.

A modo de conclusión, se debe trabajar para aumentar demanda de dinero de la economía; esto no significa que la tasa de interés deba ser negativa, sino que se deben solucionar los problemas fiscales del Estado para evitar su financiamiento monetario y las mayores presiones inflacionarias que atenten contra la confianza del público en la moneda local.

Tanto las LELIQ como los pases son parte de la deuda remunerada (que paga intereses) del Banco Central. En el Gráfico 4.6 se presenta la evolución del stock de pasivos remunerados del Banco Central (LELIQ, pases y otros instrumentos) durante el año 2019. Dicho gráfico muestra una tendencia creciente en el periodo enero – agosto 2019 para luego sufrir una abrupta caída el primer día hábil de septiembre. Este crecimiento moderado durante los primeros 8 meses del año se deduce de la utilización de estos instrumentos como “esterilizadores” de los incrementos de la base monetaria. Este incremento que se dio del stock de pasivos remunerados se detuvo abruptamente luego del pico alcanzado a mediados agosto, en el que el nivel de LELIQ, pases y otros superó \$1.369 mil millones de pesos, un 110% de la base monetaria. El 2 de septiembre de 2019, luego del anuncio del “reperfilamiento” de los instrumentos de deuda de corto plazo por parte del Tesoro Nacional, el stock cayó por debajo del billón de pesos, reflejando la actitud precautoria de los bancos debido a desconfianza del público y cubriéndose ante una posible corrida, por lo que se hicieron de liquidez y disminuyeron sus tenencias de instrumentos del BCRA. Tras observar que la corrida bancaria no se dio, las entidades comenzaron a aumentar nuevamente sus tenencias de LELIQ y pases.

A partir de fines de octubre y hasta el fin del mandato presidencial, tanto el stock de pasivos remunerados como su porcentaje respecto a la base comienzan a caer, mientras que el circulante aumenta. Este comportamiento viene dado, de acuerdo al Banco Central, por la mayor demanda de pesos en respuesta a los controles de cambios.

Por otro lado, con el gobierno entrante, a partir de mediados de diciembre, no solo aumenta la base, sino que también aumenta el stock de LELIQ y de pases en gran medida. El aumento de ambos agregados es producto de la fuerte expansión monetaria mencionada previamente.

Gráfico 4.6: Stock de Pasivos Remunerados del BCRA. Año 2019

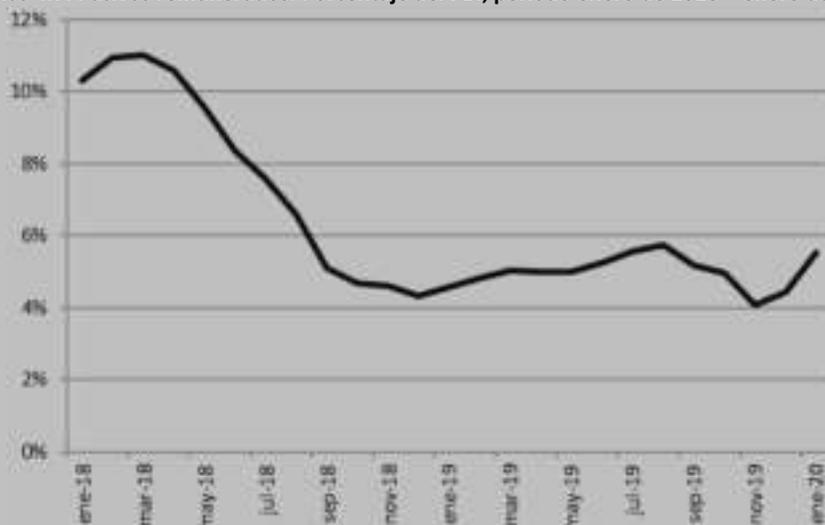
Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Recuadro 4.2: El manejo de los pasivos remunerados del Banco Central

La política monetaria llevada a cabo por el Banco Central durante la mayor parte de 2019 continuó en gran medida los lineamientos fijados hacia el último trimestre de 2018, que tuvieron como objetivo central un férreo control de la cantidad de dinero. Si bien previo a su aplicación los temores de una posible explosión en el stock de pasivos remunerados de la autoridad monetaria eran considerables, la realidad mostró una dinámica opuesta.

Como muestra el Gráfico 4.7, luego del pico que alcanzó el stock de pasivos remunerados del BCRA en los meses de febrero y marzo de 2018, donde llegaron a representar un 11% del PBI, su nivel se redujo fuertemente durante el resto del año. Sin embargo, el objetivo de controlar la base monetaria, junto con la esterilización de las compras de divisas realizadas, la decreciente pero existente necesidad de financiar al Tesoro, y las tasas de interés reales de signo positivo durante los primeros 8 meses de 2019, llevaron a que el stock de los pasivos monetarios presente un aumento de 1,4 p.p. en términos del PBI.

A pesar de lo mencionado previamente, y luego del impacto del resultado de las elecciones primarias de agosto, el plan monetario fue abandonado de forma gradual, y en un nuevo intento - explícito o no - de desarmar el stock de pasivos, este alcanzó el menor nivel de los últimos años, representando tan solo un 4,1% del PBI durante el mes de noviembre.

Gráfico 4.7: Pasivos remunerados. Porcentaje del PBI, periodo enero de 2018 – enero de 2020

Fuente: IIE sobre la base de BCRA e INDEC.

Si bien la evolución de los pasivos de la autoridad monetaria durante 2019 resultó alentadora, entre enero y noviembre el stock de pasivos remunerados se disparó 1,4 p.p. del PBI, de la misma forma que los primeros 8 meses de 2019, pero en 4 veces menos tiempo. Sumado a esto, y a diferencia de lo ocurrido durante los meses previos, esto se vio acompañado de un fuerte salto en el nivel de base monetaria y el circulante en la economía.

Despierta preocupación el manejo de la política monetaria por parte del BCRA tras el cambio de autoridades ocurrido en diciembre de 2019, ya que los niveles de aumento de los pasivos remunerados y no remunerados del BCRA en una economía que aún presenta signos de inflación persistente no resultan consistentes con una desinflación sostenible en el largo plazo.

4.1.2. 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 desde mediados del siglo XX. Salvo algunos periodos excepcionales de estabilidad de precios, el país ha experimentado largos periodos de inflación de dos dígitos e incluso episodios hiperinflacionarios.

Desde el comienzo de administración nacional entrante a finales 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%, y en 2019, a 53,8%.

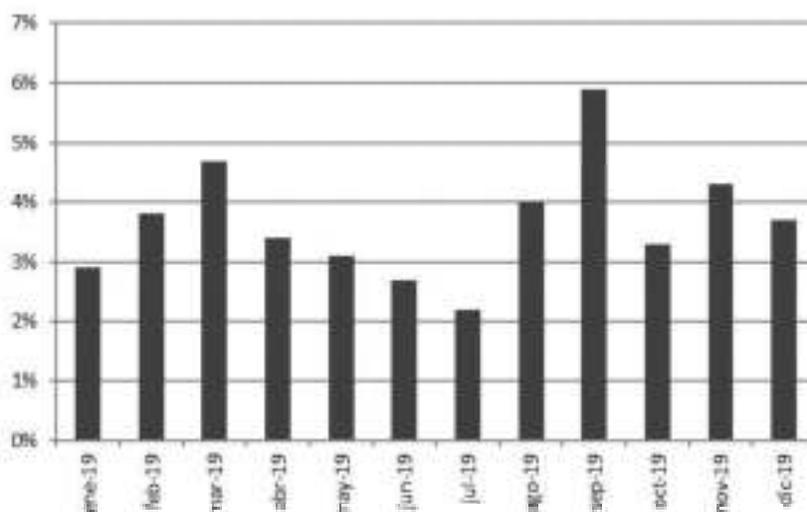
La evolución del índice de precios no fue homogénea a lo largo del 2019, como lo indican las tasas mensuales de inflación del Gráfico 4.8. Luego de un diciembre de 2018 donde la inflación alcanzó un 2,6%, el primer dato del año no consiguió disminuir esta marca, con un 2,9% de inflación. Esto interrumpió la tendencia descendente que se venía dando hacia fines del 2018. Para los dos meses posteriores los registros se aceleraron, llegando a 4,7% en el mes de marzo, suba atribuida principalmente a alzas en las tarifas de servicios públicos durante el primer trimestre, y a la inestabilidad cambiaria y depreciación de la moneda doméstica en ese mismo mes.

Luego del pico alcanzado en el tercer mes del año, la inflación se comenzó a desacelerar hasta tocar un piso de 2,2% en julio. Los factores que explicaron la aceleración de la inflación los primeros tres meses del año se atenuaron, sumado a una política monetaria contractiva y la posibilidad del BCRA de intervenir para disminuir la volatilidad cambiaria. Dado que la mayor parte del acomodamiento de precios relativos ya se había realizado, se esperaba que el sendero a la baja continuara incluso hasta el 2020.

Tras las elecciones primarias de agosto, la corrida contra el peso y su correspondiente depreciación, indujeron un incremento en los registros inflacionarios, acelerando el aumento del nivel de precios y aumentando las expectativas de inflación futura. Así, el traslado a precios del shock cambiario llevó a la inflación a 4% en agosto, ya que solo tuvo efecto a partir de mitad de mes, y se verificó con más fuerza en septiembre, con un 5,9%.

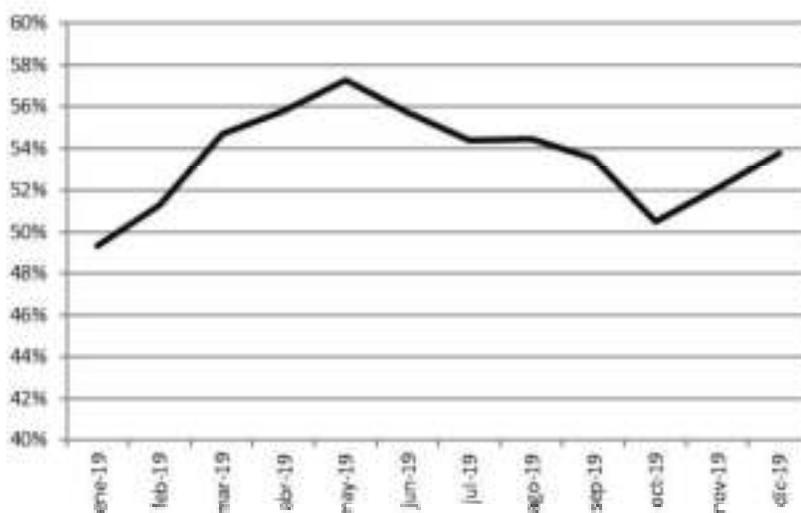
A modo de mitigar el efecto de la volatilidad cambiaria sobre el costo de vida de los hogares, el gobierno nacional lanzó un paquete de medidas con el fin de atenuar estos efectos durante los meses siguientes. De este modo, se anunció una eliminación del IVA en los alimentos de la canasta básica alimentaria, sumado a la decisión de no aplicar los aumentos de tarifas correspondientes a los últimos meses del año (medida que ya se había decidido a mediados del año). Además, con el objetivo de mantener estabilidad monetaria y financiera, la autoridad monetaria estableció un control de cambios, buscando disminuir la volatilidad cambiaria, dado el contexto de incertidumbre electoral.

El registro inflacionario del último trimestre del año promedió un 3,8% mensual por el efecto rezagado del *pass-through* que responde al salto en el tipo de cambio. A lo anterior se le suma un aumento en la oferta de dinero y una caída en la demanda de pesos debido a la creciente desconfianza en la moneda local. Esta conjunción de factores también presionó sobre el nivel de precios, haciendo que no disminuya la inflación a pesar de las medidas tomadas para evitarlo.

Gráfico 4.8: Índice de Precios al Consumidor nacional. Variación mensual, año 2019

Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

Un análisis similar se lleva a cabo para la variación interanual del índice de precios al consumidor, presentada en el Gráfico 4.9. En este caso, el pico interanual de inflación se dio en mayo, ya que para esos meses en 2018 los registros inflacionarios fueron moderados. La menor variación interanual que alcanzan los restantes meses 2019 se explican por la elevada inflación manifestada en este periodo en el año anterior, a causa de la marcada depreciación del peso (especialmente a partir de septiembre).

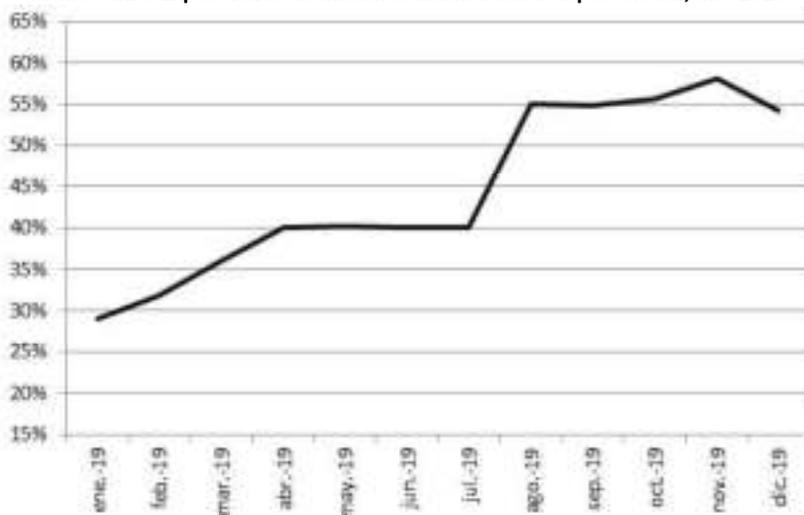
Gráfico 4.9: Índice de Precios al Consumidor nacional. Variación interanual, año 2019

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 se fue haciendo más pronunciado y la depreciación del peso era cada vez mayor, se incrementaron las expectativas de inflación para el año.

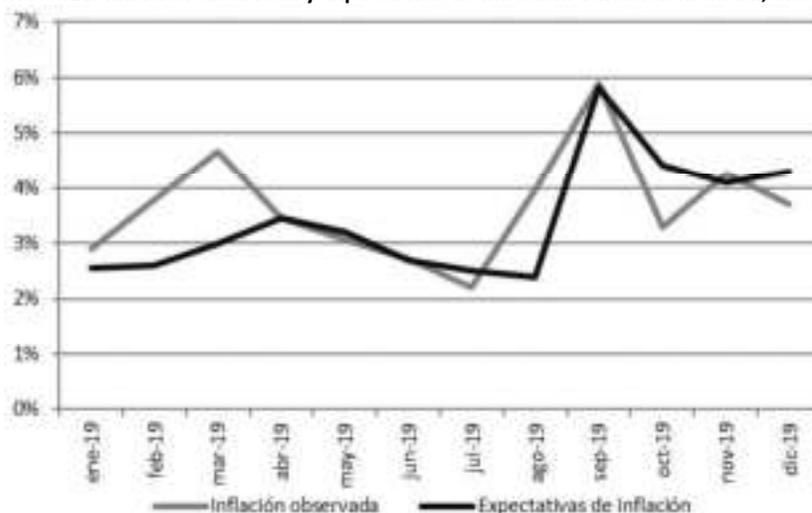
El último relevamiento del 2018, correspondiente al mes de diciembre, pronosticaba una inflación de 28,7% para el año siguiente. A medida que avanzaba el año y los registros inflacionarios mensuales no disminuían, las expectativas aumentaron paulatinamente hasta alcanzar un 40% en el mes de abril, luego del pico inflacionario de marzo, y se mantuvieron estables hasta julio. Luego de este mes se observa un salto importante, de 15 p.p. en agosto, tras las elecciones primarias. Posteriormente, se volvieron a moderar las perspectivas inflacionarias, a un nivel elevado vale aclarar, para aumentar en noviembre, dado que los registros mensuales no mostraban señales de desaceleración. En síntesis, desde el comienzo hasta el fin del año las expectativas de inflación se incrementaron notablemente, aumentando aproximadamente 25 p.p. desde diciembre de 2018 a diciembre de 2019. Para el año 2020, la mediana de las expectativas de inflación del REM arroja un valor de 41,7%.

Gráfico 4.10: Expectativas de inflación anual. Variación porcentual, año 2019



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

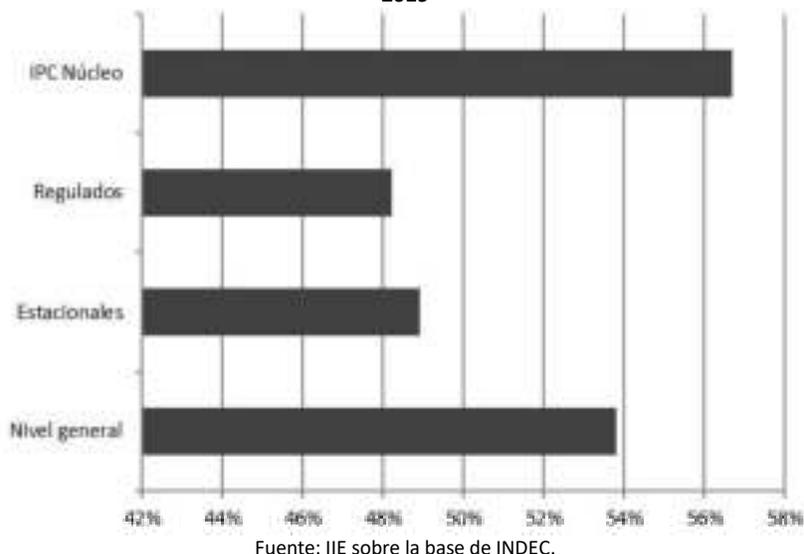
El Gráfico 4.11 muestra la relación entre la inflación esperada por los agentes del REM y la inflación efectiva. En el primer trimestre del año, la inflación mensual observada se ubicó por encima de las expectativas. Estas se ajustaron luego del pico inflacionario hasta julio, mes en el que se tocó un mínimo inflacionario, y predijeron con poco margen de error los registros mensuales. Contrastando con lo anterior, tras los resultados de las elecciones primarias de agosto y la gran devaluación del peso, las expectativas se ubicaron cerca de 2 p.p. por debajo de la actualmente observada ese mes. Luego, se ajustaron rápidamente e incluso sobreestimaron la inflación en algunos casos. Para el mes de octubre, la diferencia entre lo esperado y lo observado puede ser consecuencia de las medidas que implementó el gobierno para aliviar el aumento del costo de vida en los hogares, información a la que los participantes del REM no tuvieron acceso a la hora de formar sus expectativas.

Gráfico 4.11: Inflación observada y expectativas de inflación. Variación mensual, año 2019

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Por último, en el Gráfico 4.12 se presenta la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor de cobertura nacional desagregado en tres categorías: precios estacionales, regulados y núcleo. Entre los bienes con comportamiento estacional (se incluyen frutas, verduras, ropa, transporte por turismo, alojamientos y excursiones) el incremento de precios fue de 48,9%. 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, cigarrillos y accesorios. El incremento de esta categoría fue inferior al nivel general, alcanzando un 48,2%, debido en parte a que no se aplicaron los aumentos de tarifas correspondientes a la segunda mitad del año. 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 2019, la inflación núcleo fue superior a la general, alcanzando un 56,7%.

Gráfico 4.12: Índice de Precios al Consumidor nacional según categorías. Variación interanual, año 2019



4.1.3. Reservas internacionales

La importancia de contar con mayores reservas es que posibilita disponer de fondos y mayor margen para enfrentar desequilibrios financieros, ya sean de origen interno o externo. Como se ilustra en el Gráfico 4.13, las reservas registraron varios movimientos de ascenso y descenso, explicados los primeros por los desembolsos provenientes del acuerdo *stand by* con el FMI, y los segundos por intervenciones en el mercado de cambios en busca de contener la inestabilidad.

Como se mencionó, los aumentos abruptos que se observan en el 2019 son a causa de nuevos desembolsos del FMI u otro endeudamiento en moneda extranjera (en especial provenientes del Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial), mientras que las caídas se explican en mayor parte por venta de divisas en el mercado de cambios para disminuir su volatilidad además del afrontamiento de compromisos de deuda, especialmente hacia fin de año.

Durante los primeros meses del año, el Banco Central adquirió repetidamente divisas, reforzando el nivel ya elevado de reservas internacionales. Al contrario, en el segundo semestre hubo una caída neta de reservas, principalmente por operaciones del Tesoro Nacional y no por la aplicación de política monetaria por parte del BCRA. Aunque también ingresaron reservas por deuda obtenida con organismos internacionales, de igual manera se realizaron pagos de deuda en moneda extranjera por parte del Tesoro y subastas de divisas para cubrir necesidades en pesos (también por parte del Tesoro).

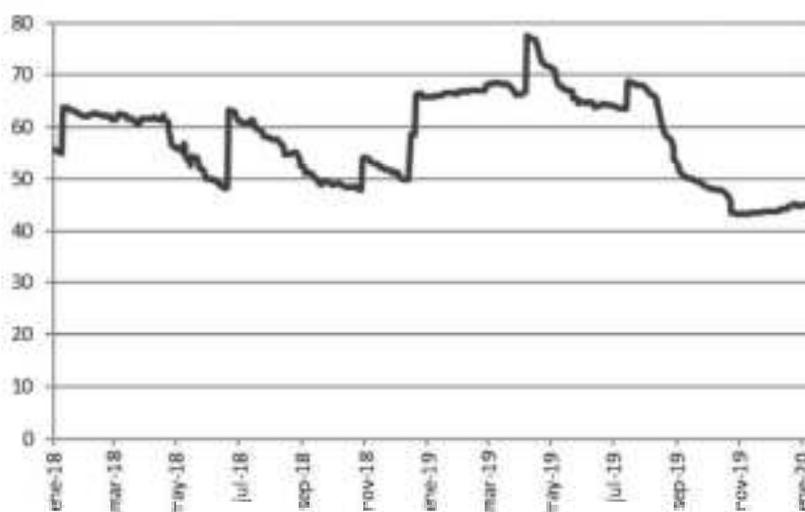
En agosto, tras las elecciones primarias, la caída de reservas se intensificó. Esto tiene su explicación en importantes intervenciones en el mercado cambiario, en un intento de estabilizar la situación; el cierre del mercado de capitales al sector público, haciendo que el Banco Central deba intensificar su asistencia al Tesoro para el pago de deuda; y la caída de depósitos en dólares, que fueron un incesante factor de disminución en las reservas. De esta forma, entre el 9 y el 30 de agosto las reservas internacionales cayeron un 18%.

Ubicándose el tipo de cambio real en niveles históricamente elevados y continuando la disminución de las reservas internacionales, se decidió aplicar ciertas medidas con el fin de mantener su nivel. Los controles de cambio implementados por el Banco Central y la postergación de los

vencimientos de la deuda de corto plazo por parte del Tesoro permitieron brindar cierta calma a los mercados y poner un freno al drenaje de reservas. Lo que continuó siendo una fuente de reducción de estas fue la salida de los depósitos en dólares, incrementada incluso previamente a las elecciones generales de octubre, que acumuló una caída de 35% entre mediados de agosto y octubre.

Tras las elecciones de octubre, se profundizó el control de cambios, limitando aún más la contracción de reservas. Una vez reestablecida la confianza en el mercado financiero, se frenó la caída de depósitos en moneda extranjera, e incluso el BCRA efectuó compras de divisas. Como consecuencia, a fin del 2019 las reservas experimentaron un leve aumento.

Gráfico 4.13: Reservas internacionales
En miles de millones de dólares, periodo enero 2018 - enero 2020

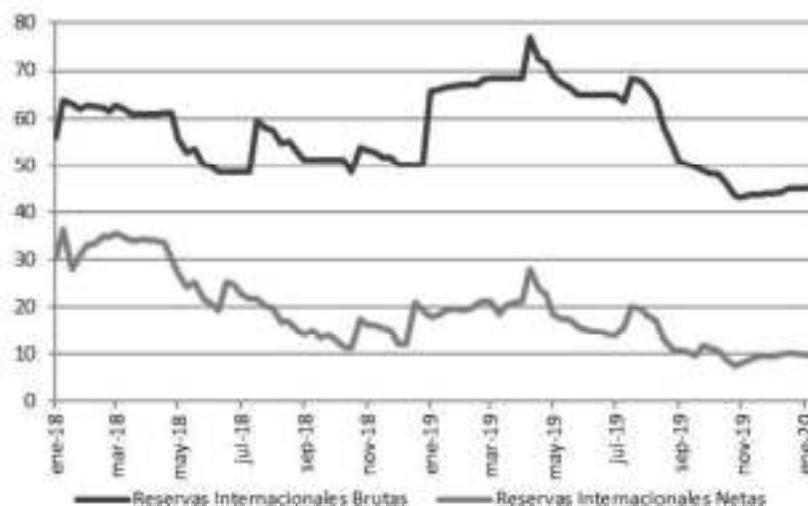


Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Si bien es importante observar la evolución de las reservas brutas, ya que otorgan cierto margen al momento de enfrentar desequilibrios financieros, cabe remarcar que este agregado no representa exactamente los fondos con los que cuenta la autoridad monetaria para disminuir la volatilidad ante shocks económicos, debido a que contabiliza endeudamiento interno y externo. Por lo tanto, dicho monto no está disponible libremente para discrecionalidad del Banco Central. Para analizar la verdadera capacidad estabilizadora del BCRA deben observarse las reservas netas, las cuales dan cuenta de los fondos propios y líquidos que se pueden utilizar sin limitaciones. La brecha entre ambas muestra el grado de endeudamiento y el verdadero “poder de fuego” de la autoridad monetaria.

En el Gráfico 4.14 se presentan tanto las reservas brutas como las reservas netas del país para el periodo enero 2018 – enero 2020. Como se observa, los movimientos de las reservas netas son de menor magnitud ya que no contabilizan, por ejemplo, los ingresos de dinero por el acuerdo *stand by* con el FMI. En enero del 2019, las reservas brutas se encontraban en 66 mil millones de dólares, mientras que las netas eran de 18 mil millones de dólares, de acuerdo a estimaciones propias. Con el correr del año y los diversos pagos de deuda asistiendo al Tesoro e intervenciones en el mercado de cambios, la brecha entre ambas se fue incrementando, al punto que al finalizar el 2019 las reservas brutas se ubicaban en 45 mil millones de dólares y las netas en 10 mil millones. A pesar de la caída en las reservas netas, estas se mantuvieron muy por encima de años previos, en los que incluso alcanzaron valores negativos (como sucedió en 2015).

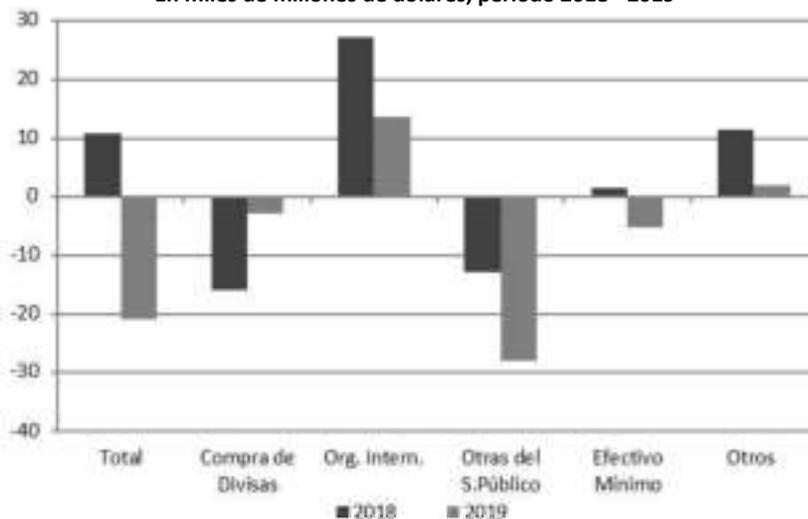
Gráfico 4.14: Reservas internacionales brutas y netas
En miles de millones de dólares, periodo enero 2018 - enero 2020



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

El Gráfico 4.15 presenta los factores que explican la dinámica reciente de las reservas. En este caso se observa que la disminución del año 2019 se debe principalmente por asistencias al Tesoro, que explican 28 mil millones de dólares de caída. El segundo factor de disminución de reservas lo ocupa el retiro de depósitos en dólares, haciendo caer así los efectivos mínimos de las entidades financieras en el BCRA en aproximadamente 5 mil millones de dólares. Por último, las ventas de divisas contribuyeron en mil millones a la contracción de las reservas internacionales de 2019.

Gráfico 4.15: Factores de explicación de la variación en las reservas internacionales
En miles de millones de dólares, periodo 2018 - 2019



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

4.2. Aspectos cambiarios

4.2.1. Tipo de cambio nominal

El Gráfico 4.16 muestra la evolución del tipo de cambio nominal durante 2019, en el cual se observa la depreciación del peso a lo largo del año. A primera vista se percibe como la volatilidad desde las elecciones primarias de agosto se incrementó notablemente, minando la ya baja estabilidad financiera inherente al proceso electoral.

A principio de año regía el esquema de zona de no intervención cambiaria, por el cual el BCRA no debía intervenir si el tipo de cambio se ubicaba dentro del margen establecido. En enero y febrero de 2019 la cotización de la divisa estadounidense se encontraba cerca del mínimo de la zona de no intervención, incluso perforando el límite inferior varias veces, lo que llevó al Banco Central a realizar compras de divisas en reiteradas ocasiones. A mediados de febrero el tipo de cambio comenzó a aumentar, desplazándose hacia el centro de la zona de no intervención, creciendo un 14% el primer trimestre del año.

Ante la alta inflación de los meses de febrero y marzo y la persistente inestabilidad del mercado cambiario, se estableció que las bandas de la zona de no intervención se mantendrían constantes hasta fin de año entre \$39,8 y \$51,4 por dólar, y que no se realizarían compras si la cotización se encontraba por debajo del mínimo de la banda. Nuevamente, al persistir la alta volatilidad y tener mayor margen de discrecionalidad, la autoridad monetaria informó a fines de abril que podría intervenir dentro de los límites establecidos dependiendo de la dinámica del mercado. Por lo tanto, la “zona de no intervención” pasó a nombrarse “zona de referencia cambiaria”.

Las medidas adoptadas junto con la persistencia de una política monetaria restrictiva permitieron devolver estabilidad al mercado de cambios. Ya que el BCRA tenía la posibilidad de intervenir cuando lo considerara necesario, no jugaba un rol importante la especulación respecto a los movimientos dentro de la banda, o fuera de ella. Consecuentemente, desde el establecimiento de la zona de referencia y mediados de julio, la cotización de la divisa norteamericana cayó un 5%.

Al comenzar a crecer las tensiones previo a las elecciones primarias de agosto, a partir del 16 de julio se observa como el tipo de cambio comienza a aumentar gradualmente. Al incrementarse la incertidumbre financiera y la percepción de riesgo por parte de los agentes tras las elecciones primarias, la divisa se volvió marcadamente volátil, como se observa en el punto de quiebre del Gráfico 4.16. Para reducir la inestabilidad financiera, el Banco Central realizó ventas de divisas con el objetivo de evitar una mayor depreciación del peso y, por lo tanto, un mayor traspaso a precios. A causa de la persistencia de las presiones sobre la divisa, y la constante pérdida de reservas por las ventas para saciar la alta demanda de dólares, el 1 de septiembre de 2019 se decidió implementar un control de cambios. Esto permitió que se recupere la calma en el mercado financiero y cambiario, pero hizo resurgir las brechas cambiarias que habían desaparecido con la unificación cambiaria de fines de 2015. En el Recuadro 4.3 se presenta un detallado análisis de esta medida y sus subsiguientes modificaciones.

Gráfico 4.16: Tipo de cambio nominal. En pesos por dólar, periodo enero 2019 - febrero 2020

Fuente: IIE sobre la base de BCRA, BNA y El Cronista.

Recuadro 4.3: Cronología de los controles cambiarios vigentes desde 2019

Como respuesta a los diversos factores que impactaron en la economía argentina y la incertidumbre generada en los mercados financieros como consecuencia de los resultados observados en las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO), el gobierno nacional implementó una serie de medidas extraordinarias sobre las operaciones en el mercado oficial de divisas.

El 1 de septiembre de 2019 el Gobierno dispuso una serie de restricciones para la compra de moneda extranjera (en medio de una fuerte caída de reservas del Banco Central de la República Argentina producto de la creciente volatilidad financiera y económica derivada de la incertidumbre política), con vigencia prevista inicialmente hasta el 31 de diciembre del mismo año.

Se estableció un límite de compra mensual para personas humanas de 10.000 dólares y un máximo de transferencias de fondos al exterior (también para personas humanas) por mes del mismo monto. No se incluyeron limitaciones para la extracción de dólares tanto para personas humanas como jurídicas, ni restricciones sobre viajes y compras con tarjetas en el exterior.

El Banco Central debía autorizar la compra de moneda extranjera y las transferencias al exterior por parte de empresas, al igual que operaciones de giro de utilidades o dividendos. Además, no se les permitía adquirir divisas con fines de atesoramiento sin conformidad previa del BCRA. En cuanto a los exportadores, se les exigió liquidar divisas dentro de un máximo de 5 días hábiles después de su percepción o 180 días corridos después del permiso de embarque (lo que ocurra primero). Este plazo se reducía a 15 días para actividades vinculadas al complejo agroexportador.

El BCRA introdujo también regulaciones para acceder a divisas mediante el mercado de capitales, para dificultar el arbitraje y la formación de una (alta) brecha cambiaria en el mercado paralelo de divisas. En este sentido, el 11 de septiembre se estableció que la adquisición de moneda extranjera por parte de personas humanas dentro de los US\$10.000 mensuales no podía destinarse a la compra en el mercado secundario de títulos valores por hasta 5 días hábiles. De manera complementaria, la Comisión Nacional de Valores (CNV) dispuso que las compras de títulos en dólares (especie D) sólo podían ser liquidadas en el plazo de

contado de 48 horas y los valores negociables acreditados deberán permanecer en la cartera del comprador como mínimo cinco días hábiles a contar desde la fecha de liquidación.

El 28 de octubre, un día después de las elecciones generales y la victoria de la oposición, ante la persistencia de la salida de reservas de las semanas previas, el BCRA decidió endurecer los controles. Con este fin, el tope de compras mensuales pasó de 10.000 dólares a sólo 200 (100 para compra física). Además, se mantuvo la restricción que imposibilita la adquisición de divisas con fines de atesoramiento por parte de empresas.

La última medida tomada por la administración saliente se efectuó el 31 de octubre de 2019, al determinarse que no se encontraría autorizado el uso de tarjetas de crédito y débito para operaciones en el exterior relacionadas con juegos de azar, operaciones cambiarias, adquisición de criptomonedas y transferencias a cuentas en Proveedores de Servicio de Pago o cuentas de inversión. Además, se estableció el límite de 50 dólares para los adelantos en efectivo de las tarjetas de crédito en el exterior.

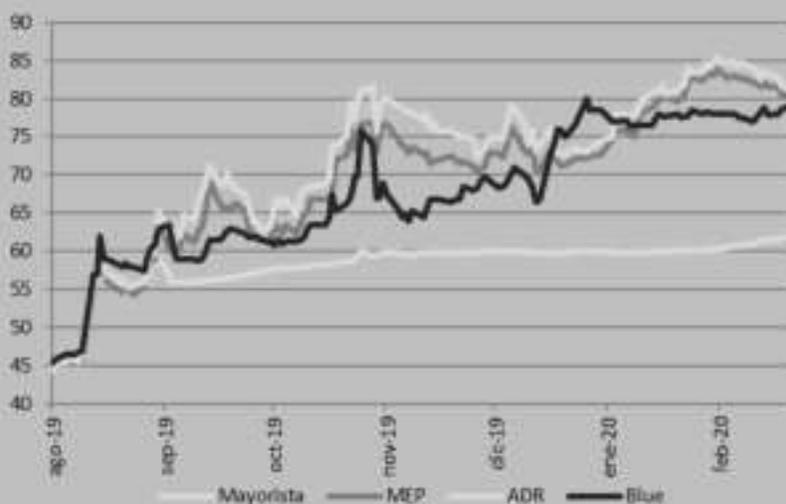
Luego de la implementación de estas regulaciones, el turismo era el único rubro que quedaba al margen de las mayores restricciones cambiarias. Tanto la compra de pasajes al exterior, como paquetes y todo tipo de gasto con tarjeta de crédito en el exterior se realizaban a la cotización del tipo de cambio oficial y sin límite alguno.

Con la asunción del nuevo gobierno, se presentó un amplio paquete de medidas impositivas, sociales, regulatorias y también relacionadas con el gasto público con el objetivo de incentivar el consumo y tender hacia la reactivación económica. Bajo el nombre de "Ley de solidaridad social y reactivación productiva"¹⁰ se instauró el denominado "Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS)" por un plazo de 5 años y una alícuota del 30%, que aplica a operaciones de compra de divisas (para atesoramiento o sin un destino específico), pago de bienes o servicios en el exterior mediante tarjetas de crédito y débito, extracciones de dinero en el exterior, pago de servicios prestados por sujetos no residentes en la Argentina y adquisición de servicios en el exterior contratados a través de agencias de viajes y turismo del país. Quedan exentos algunos gastos relacionados a salud, medicamentos, libros, plataformas educativas y proyectos de investigación en el ámbito público.

Esta medida intensificó la recurrencia a canales alternativos para la adquisición de divisas, a través de operatorias en el mercado de valores negociables (tipo de cambio implícito en ADRs¹¹ o MEP) o mediante canales informales (dólar blue), con el objetivo de eludir y/o evadir el pago del impuesto. En el Gráfico 4.17 se presenta la evolución de los distintos tipos de cambio desde el mes anterior a la implementación de los controles cambiarios, agosto de 2019.

¹⁰ La medida entró en vigencia se el 23 de diciembre de 2019, aunque había estado en discusión en las dos semanas anteriores.

¹¹ Coloquialmente denominado "Contado con liquidación".

Gráfico 4.17: Evolución del tipo de cambio. Pesos por dólar, periodo agosto 2019 – febrero 2020

Fuente: IIE.

En el gráfico anterior se observa cómo, a partir de la instauración de los controles cambiarios, la evolución del tipo de cambio mayorista muestra un comportamiento relativamente estable al compararlo con las demás alternativas. La consecuencia inmediata (y previsible) de esto es la gestación de una brecha cambiaria que fue creciendo a medida que se reforzaron las restricciones cambiarias. Esta alcanzó máximos de 39% y 40% en mercados paralelos legales (al comprar dólar mayorista frente al dólar MEP e implícito en ADRs, respectivamente), y 30% en mercados informales (tomando como referencia al dólar Blue); para estabilizarse posteriormente en torno a 34% (MEP), 36% (ADR) y 28% (Blue).

Tal como ocurrió en la experiencia del periodo 2011-2015, en la medida que persisten los controles cambiarios en el tiempo, la brecha cambiaria tiende a aumentar y termina generando múltiples desequilibrios. Por un lado, cuando el dólar paralelo excede ampliamente al oficial, se abaratan tanto las exportaciones como las importaciones, lo cual termina deteriorando la balanza comercial y afectando negativamente las reservas que originalmente se pretenden proteger con este tipo de medidas. Por el otro lado, en estos contextos el tipo de cambio paralelo pasa a ser la referencia para la formación de precios por parte del sector privado, lo cual también termina deteriorando la efectividad de los controles cambiarios para contener la inflación.

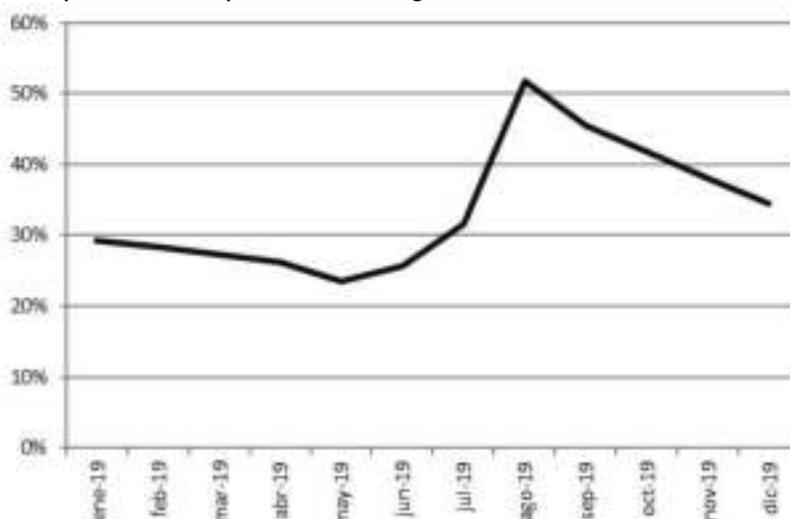
En síntesis, si bien se entiende que se recurra a estas medidas en contextos de emergencia, dado que a mediano plazo los controles cambiarios resultan insostenibles, es esencial recuperar la estabilidad macroeconómica de manera de establecer las condiciones mínimas para liberar nuevamente el mercado cambiario. Para ello, Argentina deberá haber reestructurado exitosamente la deuda, retornado a los mercados voluntarios de crédito y continuar el ordenamiento de las cuentas fiscales iniciado en los últimos años.

En el Gráfico 4.18 se presentan las expectativas de depreciación para los siguientes 12 meses a lo largo de 2019. Este indicador toma en cuenta la cotización promedio del tipo de cambio nominal por cada mes y lo compara con la mediana de la cotización de la divisa que esperan los agentes del REM en ese mismo mes del próximo año. Como se observa, a pesar de los registros inflacionarios mayores a lo esperado en los meses de febrero y marzo, las expectativas se mantuvieron a la baja con confianza en el plan monetario contractivo y sus correspondientes

zonas de no intervención. Ante la persistencia de la inestabilidad cambiaria, y a pesar de las perspectivas positivas de los agentes que mantenían a la baja sus expectativas de devaluación, se decidió pasar de un esquema de no intervención a uno de referencia cambiaria, de modo de poder intervenir ante episodios de volatilidad, incluso dentro del margen de referencia. Esto llevó al tipo de cambio a disminuir en los meses de junio y julio, por lo que las expectativas de devaluación aumentaron, dejando el mínimo de mayo en 24%. Hasta ese mes, las altas tasas de interés endógenas y las licitaciones diarias de LELIQ fueron eficaces para contener la demanda de dólares.

La situación se vio deteriorada abruptamente luego de las elecciones primarias del 11 de agosto; incrementándose las expectativas de devaluación de manera muy marcada. La mediana del tipo de cambio esperado para los próximos 12 meses por los participantes del REM cambió de \$56 por dólar a \$80 por dólar, haciendo que las expectativas de devaluación se incrementen de 32% a 52%. Luego de esos incidentes en agosto, las expectativas de devaluación tomaron un sendero decreciente, sumado a la vez al establecimiento de controles de cambio que contuvieron las presiones sobre la cotización de la divisa estadounidense.

Gráfico 4.18: Expectativas de depreciación en los siguientes 12 meses. Variación interanual, año 2019



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

4.2.2. Tipo de cambio real

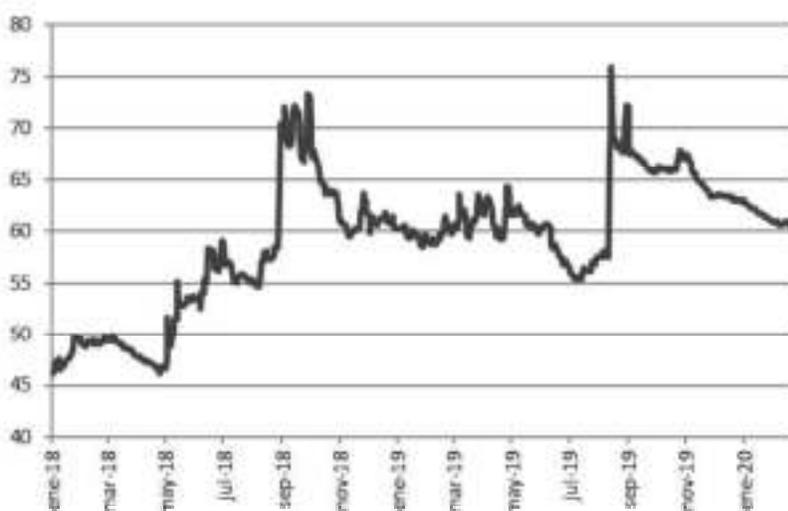
El tipo de cambio real multilateral mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestro país con respecto a los de nuestros principales socios comerciales. De esta manera, constituye una medida amplia de la competitividad de la economía. Si bien es cierto que una moneda más débil incentiva un 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, la base que se decidió utilizar es el 31 de diciembre de 2019 al tipo de cambio oficial minorista (\$63), de modo de observar el tipo de cambio real a precios actuales. En el Gráfico 4.19 se muestra que en el 2018, a partir de mayo, el tipo de cambio real comenzó a aumentar, retomando cierto nivel de competitividad que seguiría avanzando a lo largo del año. El índice

se incrementó drásticamente en septiembre de 2018, con un salto de 20%, y desde entonces, debido a una mayor estabilidad del tipo de cambio nominal y una persistente inflación, se advirtió un leve descenso del índice, aunque manteniéndose en niveles elevados.

En el 2019 la situación fue similar. En los primeros 5 meses del año el tipo de cambio real fluctuó cerca de los \$61 a precios actuales. A partir de ese momento hasta mediados de junio, el tipo de cambio real descendió en 8%, para luego iniciar un sendero creciente, debido principalmente a las tensiones inherentes al proceso electoral. En tres días, los siguientes a las elecciones PASO del 11 de agosto, el índice aumentó 32%, llegando a un máximo de 76, superior al de septiembre de 2018. A partir de ese punto se alcanzó un segundo pico, menor que el anterior, el día previo al establecimiento de los controles de cambio. Desde ese momento en adelante, a causa de la estabilidad del tipo de cambio nominal lograda por las limitaciones a la demanda de divisa y el alto nivel de inflación de los meses siguientes, el tipo de cambio real comenzó a caer un 13% desde septiembre hasta finales de 2019, continuando a la baja en enero y febrero del 2020.

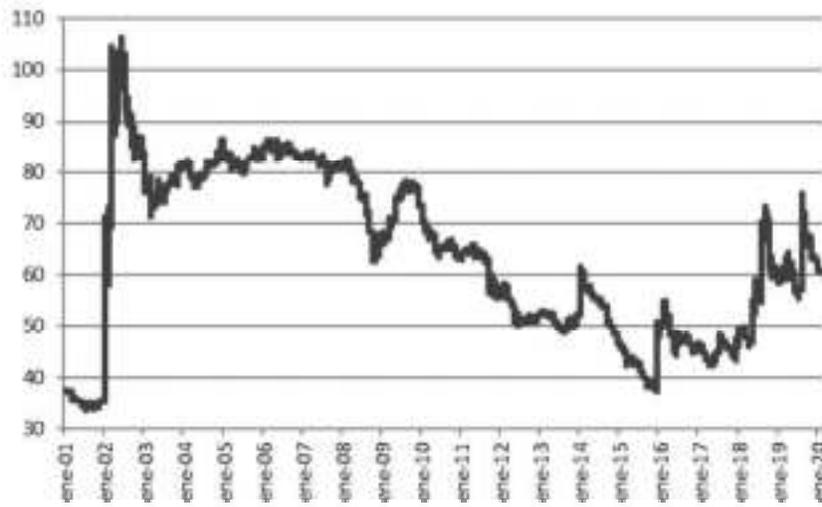
Gráfico 4.19: Tipo de cambio real multilateral
Índice base 31 de diciembre 2019=63, periodo enero 2018 – febrero 2020



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En efecto, cabe destacar que, aunque la moneda local se haya apreciado a partir del establecimiento de los controles cambiarios y sus sucesivos reforzamientos, el tipo de cambio real se ubica en un nivel relativamente alto si se considera en perspectiva histórica, como se ilustra en el Gráfico 4.20. El ITCRM tuvo durante los últimos diez años un valor promedio de \$55,8 a precios de diciembre de 2019. Al analizar el tipo de cambio real para el año 2019, se observa que todos los meses del año se mantuvo por encima de ese valor histórico, estando el promedio del año en \$62,1. En comparación a la primera década del siglo, 2019 concluyó con un tipo de cambio real inferior. A pesar de esto, el nivel es competitivo y debería contribuir a la reducción del déficit externo, aunque la persistencia de la inflación y las políticas actuales de control de cambios podrían derivar en una reducción del nivel de competitividad cambiaria.

Gráfico 4.20: Tipo de cambio real multilateral
Índice base 31 de diciembre 2019=63, periodo enero 2001 – febrero 2020



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

