



CAP 4

ASPECTOS MONETARIOS Y CAMBIARIOS DE ARGENTINA



Capítulo 4: Aspectos monetarios y cambiarios de Argentina

La evolución de los agregados macroeconómicos de Argentina a lo largo del 2020 estuvo fuertemente intervenida por el Gobierno y ligada a las necesidades de financiamiento de este en el marco de la cuarentena establecida para contener la propagación del COVID-19.

Con el cambio de gobierno de fines de 2019 se establecieron nuevas prioridades de la política monetaria y cambiaria del país, pasando estas a ser, según el discurso oficial, la redistribución de la riqueza y la recomposición económica de los sectores más vulnerables de la población. En la práctica lo que ocurrió fue que en 2020 la política monetaria estuvo totalmente subordinada a la fiscal, con una emisión monetaria que creció notablemente para financiar la mayor parte del déficit fiscal récord del año.

Por su parte, la política cambiaria se caracterizó por crecientes controles y la profundización del cepo cambiario, multiplicidad de tipos de cambio, restricciones al acceso de divisas para personas físicas y empresas, y obligación a liquidar para exportadores, entre otras herramientas utilizadas. Esto permitió mantener al tipo de cambio oficial estable, pero al costo de que las restricciones generaron un fuerte aumento de la brecha cambiaria con las cotizaciones paralelas del dólar, las que alimentaron las expectativas de devaluación y generaron una presión de demanda de divisas aún mayor, llevando a la necesidad de crear cada vez más distorsiones tratando. De este modo la presión sobre el tipo de cambio se notaba cada vez más en las cotizaciones paralelas.

A medida que avanzaba el año, las presiones cambiarias e inflacionarias se fueron haciendo más visibles y con ello la ineficacia de los instrumentos elegidos para controlar esas variables. A esto se suma la constante pérdida de reservas, otra señal de la falta de confianza en la moneda nacional. En las siguientes secciones se analiza en mayor profundidad la evolución de las principales variables monetarias y cambiarias.

4.1. Aspectos monetarios

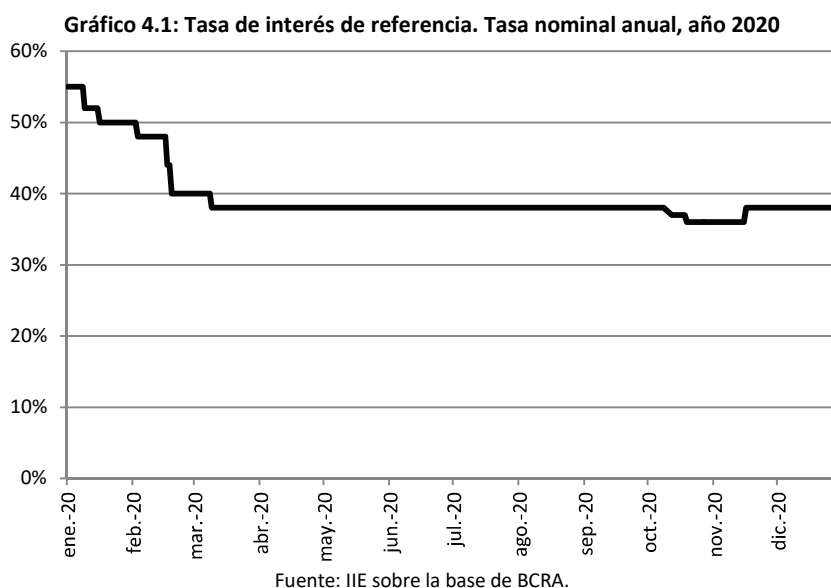
4.1.1. Política monetaria

El régimen monetario establecido con la llegada del nuevo gobierno fue de total discrecionalidad, con un notorio crecimiento de la base monetaria, contrastando fuertemente con el régimen de control de agregados monetarios implementado desde fines de 2018 hasta su abandono después de agosto de 2019. Gran parte de los incrementos en la base monetaria en 2020 fueron explicados por la monetización del déficit fiscal, el cual fue históricamente elevado, debido a la falta de acceso al mercado de deuda internacional.

Acompañando lo anterior, a través de la regulación de la tasa de interés de referencia para mantenerla en un nivel bajo, y transmitiéndose esto al resto de las tasas de la economía, se logró obtener financiamiento barato para el déficit cuasifiscal del Banco Central, necesario para absorber parte del excedente de pesos a través de pasivos remunerados y así evitar un aumento muy pronunciado del circulante. Lo más dañino para la economía es que las tasas reales cercanas a cero (y más aún las negativas) en un contexto de incertidumbre y expectativas elevadas de inflación, son un desincentivo al ahorro en pesos, por lo que cae más incluso la demanda de la moneda, sumando presión al tipo de cambio.

La tasa de interés de referencia de la política monetaria disminuyó de forma escalonada, como puede observarse en el Gráfico 4.1, comenzando el año en un 55% y llegando a un 38% en

marzo, para mantenerse constante, incluso con las expectativas de inflación al alza, hasta octubre que bajó dos puntos. Así, la tasa se mantuvo en 36% hasta mediados de noviembre y al acelerarse el aumento de los precios e incrementarse las brechas del tipo de cambio oficial con sus cotizaciones paralelas volvió a posicionarse en 38% hasta fin de año. De todos modos, más que promover el ahorro privado en pesos y quitarle presión al tipo de cambio, el objetivo de mantener tasas bajas por parte del Banco Central parece haber estado centrado en minimizar el costo de esterilización monetaria.



La política monetaria se mostró laxa desde el momento cero del mandato de la nueva administración, caracterizada por la dominancia fiscal, en especial al estar cerrado el mercado de deuda internacional y bajo la necesidad de un acuerdo de deuda.

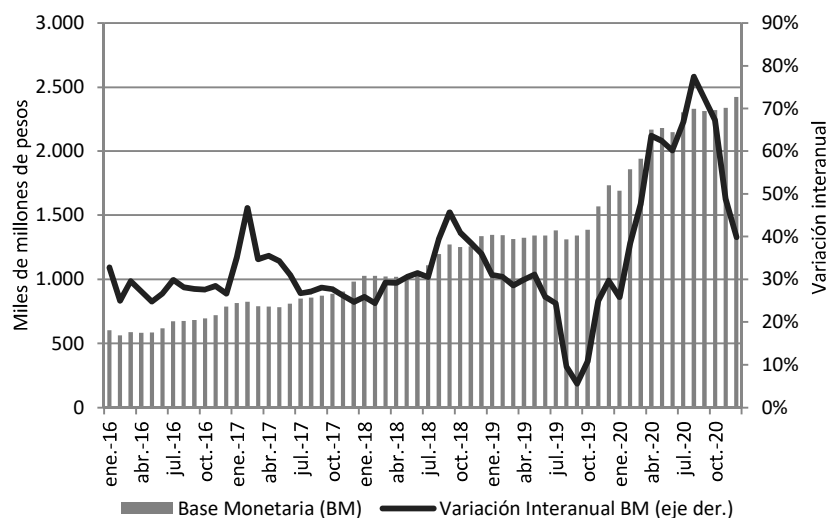
Luego del control del crecimiento de la base monetaria en la mayor parte de 2019, como se observa en el Gráfico 4.2, la base monetaria tuvo un fuerte crecimiento a lo largo de 2020. En promedio, el crecimiento de la base alcanzó un 56% interanual mensual en 2020, con un pico de 77% en agosto, financiando la emisión un 88% del déficit financiero el primer año de la nueva administración. La extendida negociación de la deuda y el manejo ineficiente de la relación con los acreedores hicieron que, incluso luego de logrado un acuerdo, el país no tenga un acceso al mercado de deuda internacional, con tasas altas que resultan poco convenientes dadas las proyecciones de recuperación acotadas a futuro de Argentina respecto al resto de las economías.

El salto en la base monetaria es visible en el Gráfico 4.2 e incluso al seguir creciendo durante los últimos meses de 2020, al ser el punto de comparación más elevado, la variación interanual cayó a partir del máximo de agosto, terminando el año con un crecimiento cercano a 40%. Este fuerte crecimiento en la emisión monetaria tuvo un impacto, con rezagos, en la inflación. Así, a medida que avanzaba el año y la población se adaptaba y ajustaba a la nueva normalidad ante la pandemia y la cuarentena, la elevada emisión monetaria comenzó a transmitirse con más fuerza a los precios, acelerándose cada vez más la inflación.

En efecto, en los primeros meses de restricciones a la circulación, la inflación tomó un respiro dada la mayor demanda precautoria de dinero de la población, relacionada a la incertidumbre del momento, y la mayor demanda forzada por controles cambiarios cada vez más estrictos. Pero, además de que las restricciones a la circulación fueron disminuyendo gradualmente, los

agentes encontraron otros instrumentos para librarse del exceso de pesos, ya sea a través de divisas paralelas o con la compra de bienes durables.

Gráfico 4.2: Base monetaria. Promedio mensual, periodo 2016 – 2020



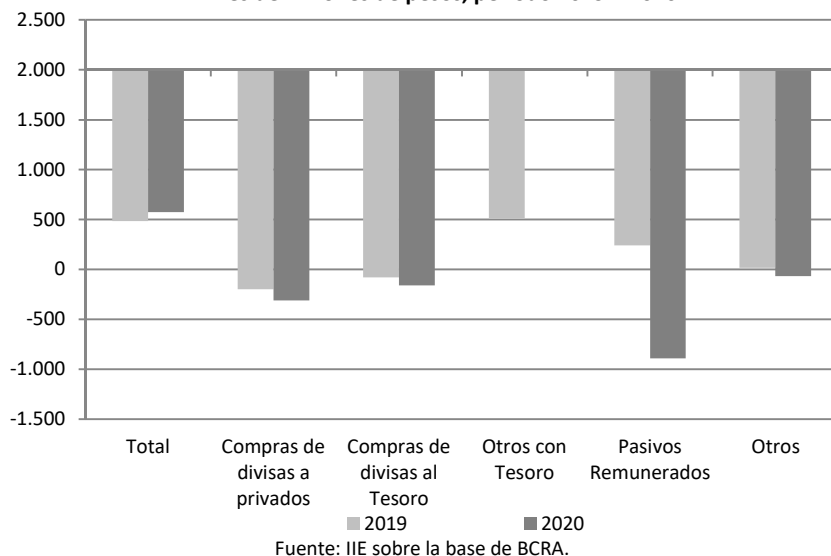
Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En el Gráfico 4.3 se presentan los factores que explican la evolución de la base monetaria. En el 2020, la variación total fue 88,5 mil millones de pesos mayor a la de 2019, pero la dinámica de cada año es completamente distinta. Durante el 2020 la base monetaria se expandió 574.879 millones de pesos, explicado en gran parte por el factor “Otros con Tesoro” que lo constituyen las operaciones de asistencias de la autoridad monetaria al Tesoro para cubrir el déficit del Gobierno Nacional. Como se mencionó con anterioridad, la emisión monetaria cubrió un 88% del déficit financiero del año 2020, dándole gran relevancia al componente en cuestión, cuyo incremento alcanzó los 2 billones de pesos.

A pesar de la supuesta falta de preocupación de la transmisión de los aumentos en la base monetaria a los precios, el Banco Central se ocupó de esterilizar gran parte de la emisión a través de los Pasivos Remunerados, absorbiendo cerca de 890 mil millones de pesos, para que el circulante crezca en menor medida que la base. A su vez esto genera déficit cuasifiscal, tomando relevancia la regulación de la tasa de referencia de política monetaria, manteniéndola baja y disminuyendo así el costo de la esterilización. Otros factores que hicieron variar negativamente la base fueron las ventas de divisas (compras negativas en el gráfico) a privados y al Tesoro en menor medida, llegando juntos a los 473 mil millones de pesos, lo que se relaciona con la pérdida de reservas por parte de la autoridad monetaria para sostener el tipo de cambio oficial.

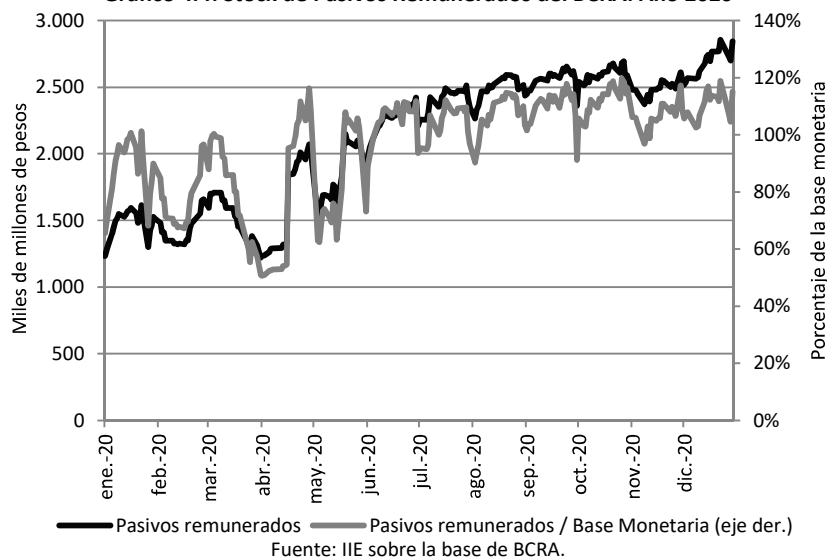
En contraste, el 2019 también tuvo como principal causante de la expansión de la base monetaria a las operaciones de asistencia al Tesoro, pero estas no fueron esterilizadas por pasivos remunerados, que también hicieron variar positivamente la base, lo cual da cuenta de su reducción de esos pasivos en ese año. En 2019 también hubo ventas netas de divisas que contribuyeron a reducir la base monetaria, tal como se aprecia en el gráfico.

Gráfico 4.3: Factores de explicación de la variación Base Monetaria
En miles de millones de pesos, periodo 2019 – 2020



A propósito de los pasivos remunerados del Banco Central, es deuda de la autoridad monetaria que paga intereses, los dos principales componentes son las LELIQ y los pases pasivos. En el Gráfico 4.4 se presenta la evolución de su stock durante el año 2020. Dicho gráfico muestra una tendencia irregular y con amplias variaciones a principios de año, para tomar un sendero claramente creciente desde mediados de abril, haciéndose más estable el crecimiento con el avance de los meses. El aumento del stock de pasivos remunerados fue de 131% entre el primer y el último día de 2020, partiendo de 1,2 billones y finalizando el año en 2,8 billones de pesos. Al verlo en términos relativos y analizar el cociente respecto a la base monetaria, este también se incrementó, pasando de 66% a 115%, con un promedio de 97% a lo largo del año. Esta tendencia puede explicarse por la función esterilizadora que se le da a los pasivos remunerados, acompañado de una tasa intencionalmente baja para disminuir el costo de esta operación, el stock llegó varias veces a superar la base monetaria bajo un contexto de política monetaria excesivamente laxa.

Gráfico 4.4: Stock de Pasivos Remunerados del BCRA. Año 2020



Recuadro 4.1: Los pasivos remunerados del Banco Central se duplicaron en 2020

El año 2020 presentó a las autoridades monetarias un gran desafío, que respondieron con una política monetaria discrecional, subordinada a las necesidades del Tesoro. Así, las decisiones del BCRA estuvieron sujetas a las exigencias del Tesoro, lo que acaba por ser inconsistente con el objetivo de reducir la inflación. Ante la dominancia fiscal y dando muestras del interés en controlar la expansión monetaria, la autoridad monetaria acudió de manera recurrente a la esterilización, cambiando pasivos no remunerados por pasivos remunerados, principalmente LELIQ y pases pasivos.

En el Gráfico 4.5 se puede observar la evolución de los pasivos remunerados como porcentaje del PBI. Allí, se advierte que en el año 2019, a partir del desarme de las LEBAC en el año previo, el nivel de los pasivos remunerados como porcentaje del PBI fue en promedio del 5%, explicado esencialmente por las LELIQ, llegando a un valor mínimo de 4,1% del PBI en noviembre de ese año.

Ya con la nueva administración habiendo asumido en diciembre de 2019, lo proyectado por el mercado se hace efectivo y, tras una gran emisión de pesos a cargo del BCRA, este mismo los esteriliza tanto con LELIQ como con pases pasivos. De esta forma, en diciembre de 2019 se inicia una trayectoria ascendente en la proporción de pasivos remunerados con respecto al PBI, con una pendiente que llega a ser máxima entre mayo y agosto de 2020 (tasa de crecimiento promedio mensual igual a 10,8%), en medio del fuerte crecimiento del gasto monetizado durante los peores meses de la cuarentena. En los siguientes meses, el ritmo de crecimiento de los pasivos remunerados como porcentaje del PBI se reduce, llegando incluso a ser negativo en octubre y noviembre de 2020 (-1,3% entre septiembre y diciembre de 2020).

Gráfico 4.5: Pasivos remunerados. Porcentaje del PBI, periodo 2016 – 2020

Fuente: IIE sobre la base de BCRA e INDEC.

Así, el año 2020 cierra con un alza en los pasivos remunerados del 88,8%, lo que contrasta fuertemente con lo visto en 2019, año en el que los pasivos remunerados como porcentaje del PBI tan solo aumentaron 3,8%. Asimismo, al exorbitante aumento en los pasivos remunerados lo acompañó una suba en la base monetaria de alrededor del 40%.

Lo que resulta preocupante entonces de la dinámica de los pasivos remunerados es el fuerte incremento que verificaron a lo largo de 2020, inconsistente con un programa de desinflación que no resuelve el problema de la dominancia fiscal y que añade mayores expectativas

de inflación futura. Ello en el contexto de un Tesoro que proyecta continuar con un alto déficit fiscal, de aproximadamente 2,5 billones de pesos, del cual 1 billón de pesos provendrá de la emisión monetaria.

En síntesis, 2020 cerró con un ratio de pasivos remunerados del BCRA a PBI de 8,5%, que se duplicó desde el inicio del gobierno actual, encontrándose en los niveles del primer trimestre de 2017 y no muy lejos de los máximos de 11% que se alcanzaron en 2018, aunque con tasas de interés mucho menores. Todo esto genera preocupación sobre la presión adicional que podría ejercer sobre estos pasivos un eventual aumento de las tasas de interés para estimular el ahorro en pesos, en un contexto en donde con una inflación esperada por encima del 40% para 2021, las tasas de interés reales son negativas. A su vez, los datos sugieren que el margen para continuar acudiendo a la esterilización de la emisión monetaria es cada vez más limitado, lo cual resalta la importancia y lo inevitable que resulta sanear las cuentas fiscales y la hoja de balance del Banco Central para estabilizar la economía.

4.1.2. Inflación

La inflación no es más que el aumento generalizado y sostenido de los precios en una economía. Cuando es elevada la inflación genera 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.

Salvo algunos periodos excepcionales de estabilidad de precios, en especial durante la década de los noventa, Argentina ha experimentado largos periodos de inflación de dos dígitos e incluso episodios hiperinflacionarios.

Desde el comienzo de administración nacional que rigió desde finales de 2015 a 2019, el Banco Central intentó primero 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 reducir la inflación 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%. Ante el fracaso del esquema de metas de inflación, por diversos motivos, entre ellos la inconsistencia con una política fiscal no suficientemente contractiva en los primeros años del gobierno anterior, hacia octubre de 2018 se pasó a contar con un esquema de control de agregados monetarios que duró hasta después de las elecciones primarias de agosto de 2019.

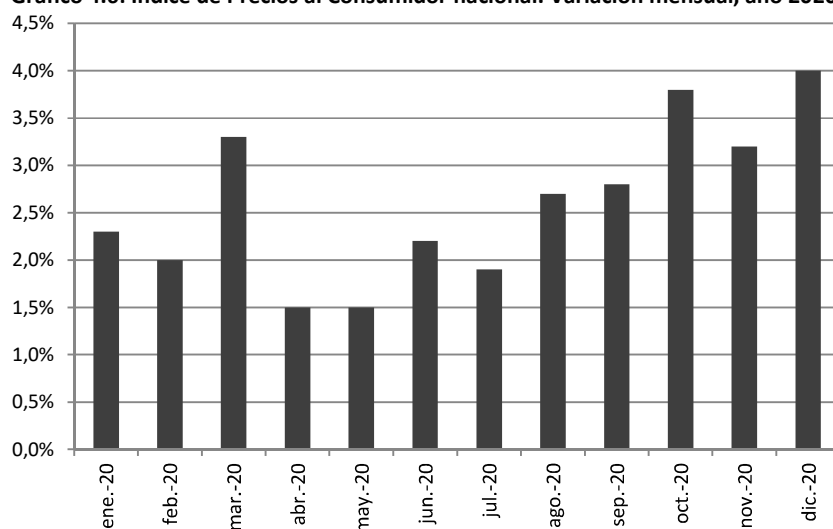
La evolución del índice de precios no fue homogénea a lo largo del 2020, como lo indican las tasas mensuales de inflación del Gráfico 4.6. Luego de un diciembre de 2019 donde la inflación alcanzó un 3,7%, en los primeros dos meses del año bajó a 2,3% y 2,0%, para luego volver a incrementarse a un 3,5% en marzo. En abril, primer mes con cuarentena total, el incremento generalizado de los precios se ubicó en 1,5% y se mantuvo así en mayo también. La demanda precautoria de dinero dada la situación extraordinaria a nivel mundial y la caída del consumo en general llevó a que se desacelerara la inflación, mientras que en otros países incluso hubo deflación.

En los meses que siguieron, al avanzar la flexibilización de las restricciones a la movilidad de la población, se retomó gradualmente la dinámica inflacionaria, también de la mano con una mayor tasa de devaluación dado el atraso cambiario y las amplias brechas de los tipos de cambio paralelos con el oficial. La tasa mensual más alta alcanzada fue en el último mes de 2020, en el que la inflación llegó a un 4%, seguido por octubre con un 3,8%. Esto se explica en gran parte

por la adaptación de los individuos a la cambiante situación, con nuevas herramientas para lograr el acceso a divisa extranjera a través de medios no oficiales y resguardándose del aumento de los precios a través de otros medios como los bienes durables, por ejemplo. De este modo, la demanda de liquidez disminuyó de nuevo y el exceso de pesos se hizo notar luego de algunos meses de calma.

La política monetaria expansiva es inconsistente con una inflación baja. Aunque se trate de apañarla con diversos instrumentos en otros frentes de la política económica, estos resultan poco efectivos, posponiendo el problema en lugar de lograr la solución de base. Algunos de estos intentos fallidos incluyen crecientes controles de precios, un tipo de cambio atrasado (que se intenta corregir con un *crawling-peg* insuficiente), regulación de tasas, aumento de las retenciones que buscan “desvincular” los precios internacionales de los internos debido al aumento de los precios de las *commodities*, y tarifas congeladas, entre otros. El motivo de apelar a estos instrumentos inconsistentes y poco efectivos, es la falta de voluntad del Gobierno para corregir el problema del abultado déficit fiscal y así poder disminuir la emisión monetaria.

Gráfico 4.6: Índice de Precios al Consumidor nacional. Variación mensual, año 2020



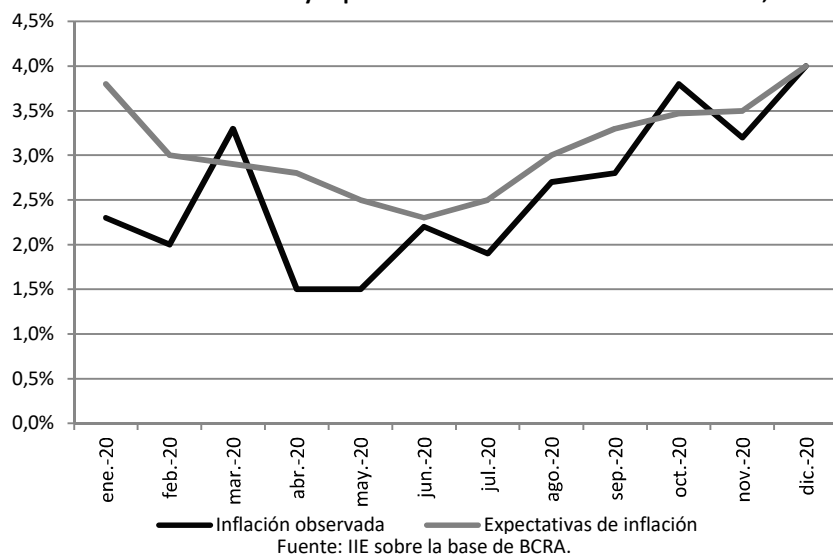
Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

Como complemento al análisis de la inflación, el Gráfico 4.7 muestra la relación entre la inflación esperada por los agentes del REM y la inflación efectiva. Por lo general la inflación mensual observada se ubicó por debajo de las expectativas, excepto por dos picos en los meses de marzo y octubre, en el que los registros mensuales de inflación fueron elevados y superaron lo esperado. De todos modos, se observa como las expectativas se fueron ajustando, logrando mejorar cada vez más los pronósticos hasta que en diciembre coincidió con el registro observado. Así, la diferencia entre las expectativas y lo que actualmente ocurrió pasó de ser de 1,5 puntos porcentuales en enero de 2020 a 0 p.p. en diciembre, mes de mayor inflación esperada y observada del año. El motivo de esa sobreestimación de la inflación en el segundo trimestre puede deberse a que se subestimó que la demanda precautoria de dinero aumentaría a pesar de la fuerte expansión monetaria de esos meses.

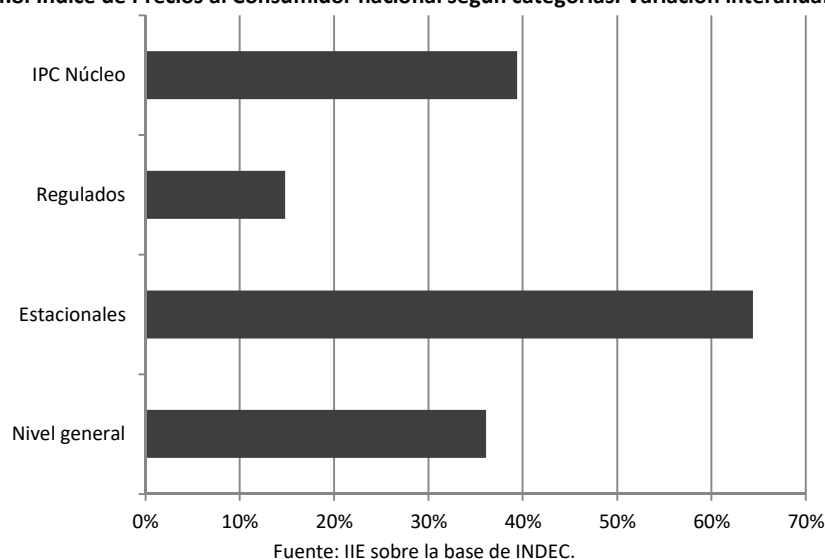
Probablemente el desfase de los primeros meses del año se dio en el marco del congelamiento de tarifas de electricidad, gas natural y transporte y la suspensión de los aumentos en el precio de combustibles. Luego, estas dificultades para realizar pronósticos inflacionarios se vieron incrementadas con el comienzo de la cuarentena, con la distorsión de la demanda que eso significó y el control de precios impuesto por el Gobierno. Al avanzar el año no solo las expectativas se fueron adaptando, sino que los controles de precios perdieron eficacia y comenzó a notarse

el efecto del exceso de pesos en la economía y la inflación reprimida de los meses anteriores. Las perspectivas a futuro son malas ya que con el 2021 y la necesidad de bajar el déficit del 2020, algunos precios comenzaron a actualizarse, como el de los combustibles, afectando directa o indirectamente los costos y precios de la mayoría de los sectores productivos. Esto se suma a la pérdida de eficacia ya mencionada de los instrumentos cortoplacistas aplicados por el Gobierno para contener la inflación. En el segundo semestre en cambio, la diferencia entre lo esperado y lo observado son mucho menores, y coinciden en lo que hace a la dirección de los cambios.

Gráfico 4.7: Inflación observada y expectativas de inflación. Variación mensual, año 2020



Por último, en el Gráfico 4.8 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 64,4%, notablemente superior al nivel general de la inflación que se ubicó en 36,1%. 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 precios en esta categoría fue muy inferior al nivel general, alcanzando un 14,8%, debido al congelamiento del esquema tarifario como una de las herramientas de política utilizadas con el fin de contener el aumento generalizado de los precios. Por último, la inflación núcleo, que al excluir productos estacionales y los regulados es la medida de inflación que se utiliza para analizar el impacto de la política monetaria, fue en 2020 levemente superior a la general, alcanzando un 39,4%.

Gráfico 4.8: Índice de Precios al Consumidor nacional según categorías. Variación interanual, año 2020**Recuadro 4.2: Controles de precios, una estrategia errada para controlar la inflación**

El control de precios es un mecanismo a través del cual el gobierno puede imponer un precio determinado a los precios de los bienes y servicios en los distintos mercados. Esto puede hacerse con distintos objetivos, como el de mantener la disponibilidad de estos bienes y servicios para los consumidores durante una crisis, o el de evitar aumentos excesivos de precios en los mismos. A veces se realizan subsidiando a los productores, para asegurar el abastecimiento, y otras veces se implementan simplemente mediante una imposición de precios máximos o precios mínimos.

Históricamente, en Argentina se implementaron múltiples formas de controles de precios, y particularmente en el año 2020, fueron varias las medidas tomadas por el gobierno nacional con el objetivo de garantizar el abastecimiento y controlar un supuesto abuso de precios durante la emergencia sanitaria por el COVID-19.

Resulta interesante considerar los controles y regulaciones que se realizaron durante 2020, sobre las distintas divisiones de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) realizado por INDEC. Como se observa en el Gráfico 4.9, el 66% de los bienes y servicios de la canasta que componen el IPC fue regulado por al menos un control de precios. El principal control que se realizó, fue sobre los precios de los alimentos de la canasta básica, bebidas, artículos de higiene personal y limpieza, a través del programa de Precios Cuidados y el programa de Precios Máximos. Precios Cuidados es un programa que se creó en el 2013 y continúa vigente en la actualidad. En el 2020, el presidente Alberto Fernández anunció el relanzamiento de Precios Cuidados con nuevos productos y marcas líderes; además de incluir los precios de alimentos y otros productos de almacén, en 2020 se agregaron algunos productos farmacéuticos como alcohol, productos de limpieza y algunos medicamentos.

Por su parte el programa de Precios Máximos rige desde el 20 de marzo de 2020, fecha en que se dispuso que los productos incluidos debían mantener el precio que tenían al 6 de marzo de ese año. A diferencia de Precios Cuidados, este programa no fue una medida acordada con las empresas de consumo masivo, sino más bien una imposición. De esta manera, los precios de los productos incluidos en Precios Máximos quedaron congelados durante varios meses. El Gobierno habilitó algunos reajustes de precios, que fueron de hasta 6% en algunos productos. El desarme paulatino de este programa fue uno de los reclamos de los

empresarios del sector, que aceptaron incorporar más productos a Precios Cuidados a cambio de dejar de mantener fijos algunos precios.

Gráfico 4.9: Controles sobre las divisiones del IPC. Año 2020



Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

Las divisiones abarcadas dentro del IPC tanto por Precios Cuidados como por Precios Máximos, representan el 32,3% de la canasta. Este porcentaje de productos del IPC fue controlado por ambos instrumentos y de alguna manera manteniendo sus precios contenidos en el 2020. También hay un 3,8% del IPC que fue regulado únicamente por Precios Cuidados y hubo un 0,1% regulado únicamente por Precios Máximos.

Otros instrumentos de control de precios, fueron los Precios Cuidados especiales anunciados en el 2020, como Precios Cuidados "Vuelta al Cole" anunciado en febrero. Este fue un programa con precios de referencia de útiles e indumentaria escolares que se podían adquirir en hipermercados, librerías, papelerías y determinados locales. Este programa incluía útiles escolares, mochilas, zapatillas, pantalones de jogging, buzos escolares, guardapolvos, medias y hasta gomitas y broches para el cabello. Cabe tener en cuenta que este programa fue de adhesión voluntaria y la canasta escolar e indumentaria ofrecida por cada local o hipermercado, variaba dependiendo del comercio en cuestión. Por esto, esta etapa de Precios Cuidados tuvo muy bajo alcance a nivel de la población, ya que sólo se daba en algunos comercios y no estaban bien distribuidos en el país. Por lo anterior, hay que tener en cuenta que dentro de este 9,7% de control sobre estos productos en el IPC se incluyó parte de la división de vestimenta y calzado, pero está solo alcanzaba a estos pocos productos.

El 10 de septiembre se anunciaron planes para expandir Precios Cuidados a la industria de la construcción. Precios Cuidados para la Construcción ayuda a regular o a controlar los aumentos masivos que se estuvieron observando en el 2020. Este incluye precios de distintos materiales de la construcción, como sanitarios, cerámicos, cemento, aberturas, materiales para la electricidad, pinturas, entre muchos otros productos. Este se implementó a partir de septiembre del 2020, y solo influye en el 0,5% de la canasta del IPC. Al igual que el resto de los programas de Precios Cuidados, es un acuerdo voluntario entre el Estado, fabricantes, distribuidores, supermercados y mayoristas.

En el Gráfico 4.9 se puede ver que "Otros controles de precios" regularon un 19,6% de los precios de la canasta del IPC. En estos controles se incluyen otras medidas para frenar las subas de los precios de algunas divisiones de la canasta del IPC. Allí se encuentran los típicos

sectores controlados por el gobierno nacional, como las tarifas de energías como la electricidad y el gas. En estas últimas se congelaron las tarifas y se prohibieron los cortes de servicios en gran parte del 2020. Los precios de los combustibles, también fueron congelados desde diciembre del 2019 hasta los últimos meses del 2020 donde se permitieron algunos aumentos. Además de estos, se controlaron las tarifas en los servicios de transporte público, tanto ferroviario, como los distintos servicios de colectivos, taxis y remises.

Por otro lado, en el 2020 se agregaron nuevos sectores a los controles de precios existentes. El sector de telecomunicaciones se sumó con el congelamiento de tarifas en líneas fijas, líneas móviles, conexiones de internet y televisión paga. Asimismo, hubo congelamiento de tarifas en prepagas y obras sociales. Tanto en los servicios de comunicaciones, como en los servicios de obras sociales y prepagas, además del congelamiento tarifario, se prohibió dejar de prestar los servicios por falta de pago a las empresas prestadoras, durante gran parte del 2020. Por otro lado, se congelaron las tarifas de la educación preescolar, primaria y secundaria, y hubo regulaciones en los alquileres, no solo congelando precios, sino que también prohibiendo el desalojo por falta de pago.

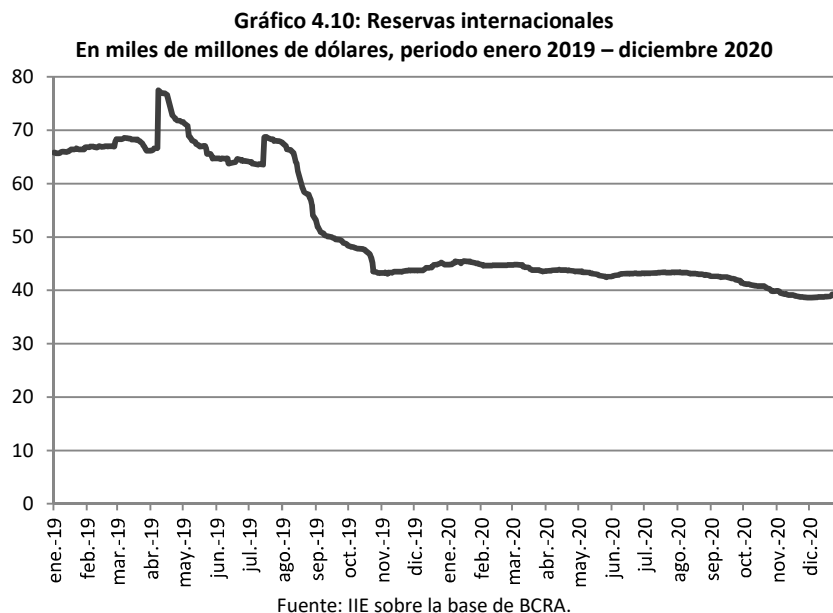
La mayoría de los bienes y servicios nombrados en esta sección siguen controlados y regulados en la actualidad, en la mayoría de los casos, hubo algunas flexibilizaciones permitiendo aumentos moderados en precios y tarifas, y se permitieron algunos cortes de servicios. Cabe mencionar que hubo un 34,2% de la canasta del IPC que no tuvo regulaciones en las tarifas ni en los precios, como la recreación y cultura, algunos servicios privados de salud, adquisición de vehículos, prendas de vestir y calzado, entre otras.

Se puede concluir que, a pesar del intento de frenar la inflación por parte del gobierno, usando controles de precios en el 66% de los bienes y servicios incluidos en el IPC, la inflación fue de 36,1% en 2020 y mostró una marcada aceleración en los últimos meses del año, dando muestras claras que evidentemente la inflación tiene un origen macroeconómico, en particular el financiamiento con emisión de un elevado déficit fiscal crónico causado por un aumento excesivo del gasto público en la década pasada. Los controles de precios en cambio, no sólo tienen una efectividad limitada para controlar la inflación sino que provocan distorsiones los precios relativos, como es el caso de las tarifas reguladas, que impactan en una ineficiente asignación de recursos.

4.1.3. Reservas internacionales

La importancia de contar con una buena posición de reservas internacionales radica en que permite disponer de fondos y mayor margen para enfrentar desequilibrios financieros, ya sean de origen interno o externo. El Gráfico 4.10 muestra la evolución de las reservas internacional brutas durante 2019 y 2020. Como puede verse, las reservas registraron varios movimientos de ascenso y descenso, explicados los primeros por los desembolsos provenientes del acuerdo stand by con el FMI durante 2019, y los segundos por intervenciones en el mercado de cambios en busca de contener la inestabilidad y cambios en las posiciones de encajes asociadas a los depósitos en moneda extranjera. La aparente estabilidad exhibida a partir de octubre de 2019 con tendencia descendente se debe a las crecientes restricciones al acceso cambiario impuestas, con intenciones de cuidar las reservas y evitar la volatilidad cambiaria.

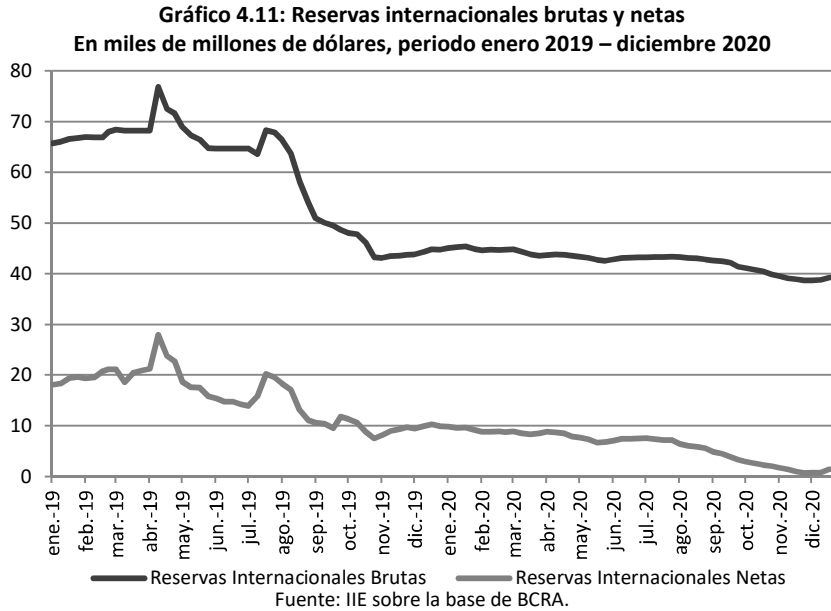
A lo largo del 2020 la variabilidad de las reservas internacionales fue marcadamente menor a la del año anterior debido a las ya mencionadas restricciones al acceso del mercado de cambios, que con el pasar de los meses se fueron endureciendo. Con un nivel de ingreso y flujos comerciales deprimidos, un cepo cambiario cada vez más duro, la obligación de los exportadores de liquidar dólares y limitaciones al acceso de divisa a importadores y empresas endeudadas en moneda extranjera, las reservas cayeron un 12,2% en 2020.



Para tener una idea más acabada de la disponibilidad de reservas del BCRA, resulta importante considerar las reservas de libre disponibilidad, netas de las que provienen de endeudamiento interno y externo, las cuales dan cuenta de los fondos propios y líquidos que se pueden utilizar sin limitaciones. La brecha entre reservas brutas y netas muestra el grado de endeudamiento y el verdadero “poder de fuego” de la autoridad monetaria. En el Gráfico 4.11 se presentan tanto las reservas brutas como las reservas netas del país para el periodo enero 2019 – diciembre 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.

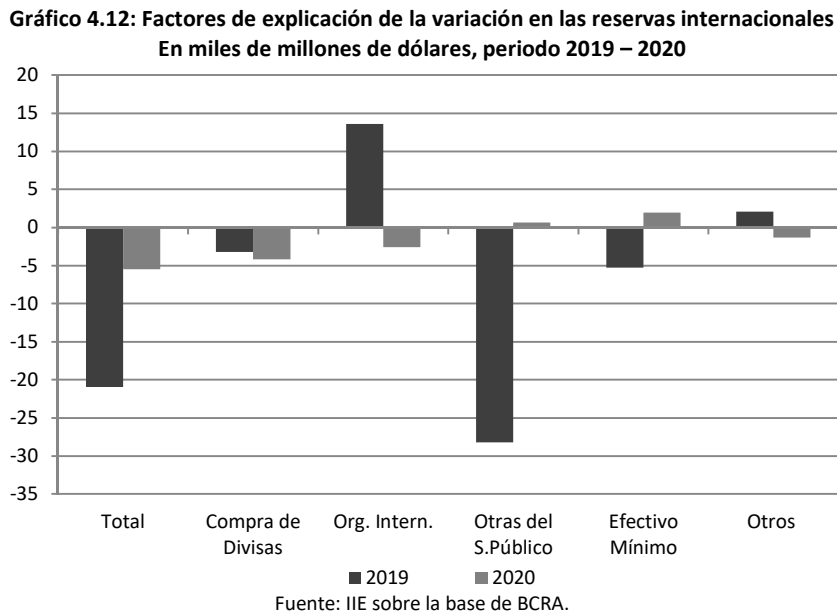
En enero del 2020, las reservas brutas se encontraban en 45 mil millones de dólares, mientras que las netas eran de 9,9 mil millones de dólares, de acuerdo a estimaciones propias. Con el correr del año y los diversos pagos de deuda asistiendo al Tesoro e intervenciones en el mercado de cambios, la brecha entre ambas se fue incrementando, al punto que al finalizar el 2020 las reservas brutas se ubicaban en 39,4 mil millones de dólares y las netas en solamente 1.500 millones.

Más aún, mientras que la caída de las reservas brutas en el año fue de 13%, las netas cayeron un 85%. Esto sucede debido al escaso acceso al endeudamiento dada la renegociación de la deuda y la falta de confianza de los acreedores respecto a la voluntad y capacidad de pago del país, en un contexto de una caída históricamente alta del producto y débiles perspectivas de recuperación para los próximos años. Como consecuencia, se debió acudir en su mayoría a las reservas netas en lugar de utilizar fondos prestados para realizar las intervenciones en el mercado de cambio llevadas a cabo y los pagos de intereses ejecutados en el 2020.



El Gráfico 4.12 presenta los factores que explican la dinámica reciente de las reservas. Allí se observa claramente que las variaciones de todos los factores que explican los movimientos de las reservas internacionales fueron menores en el 2020 respecto a las del 2019, con excepción de la venta de divisas por 4 mil millones de dólares, que explicó la mayor parte de la caída de las reservas. El factor que le sigue en magnitud para explicar la disminución de las reservas del año 2020 es organismos internacionales, explicando 2,5 mil millones de la caída. Por último, “Otros” contribuyó en 1,3 mil millones al descenso de las reservas.

Al analizar las variaciones positivas se observa la recomposición parcial de efectivo mínimo luego de la mini corrida post-PASO contra los depósitos en dólares, con un incremento de 2 mil millones, recuperando un 38% de la caída de 2019. El otro factor que aumentó fue la categoría “Otras del Sector Público”, explicando el aumento de las reservas internacionales en 639 millones, siendo esta la menor variación de todas.



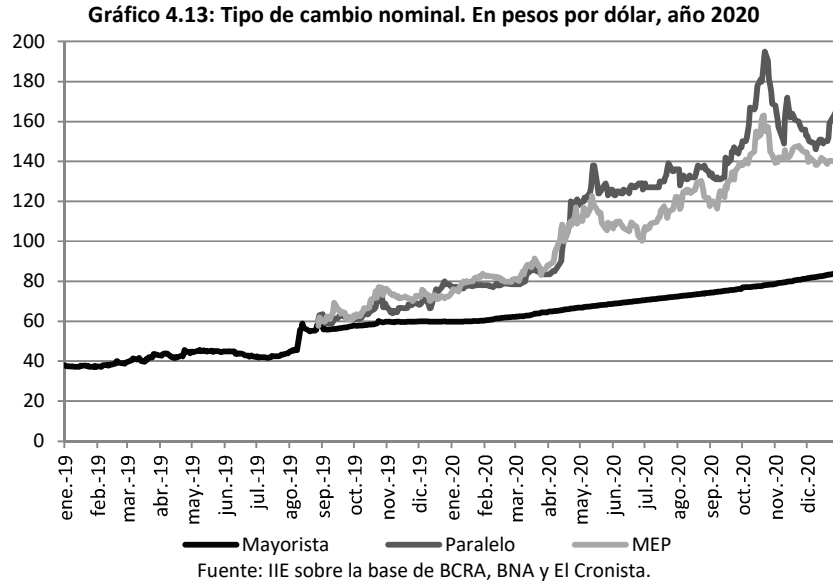
4.2. Aspectos cambiarios

4.2.1. Tipo de cambio nominal

El Gráfico 4.13 muestra la evolución del tipo de cambio nominal durante el periodo 2019 - 2020, 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 de 2019 se incrementó notablemente, minando la ya baja estabilidad financiera inherente al proceso electoral. También es notorio el desdoblamiento del tipo de cambio con la reintroducción de las restricciones a la compra de divisas y el incremento de la brecha a lo largo del 2020.

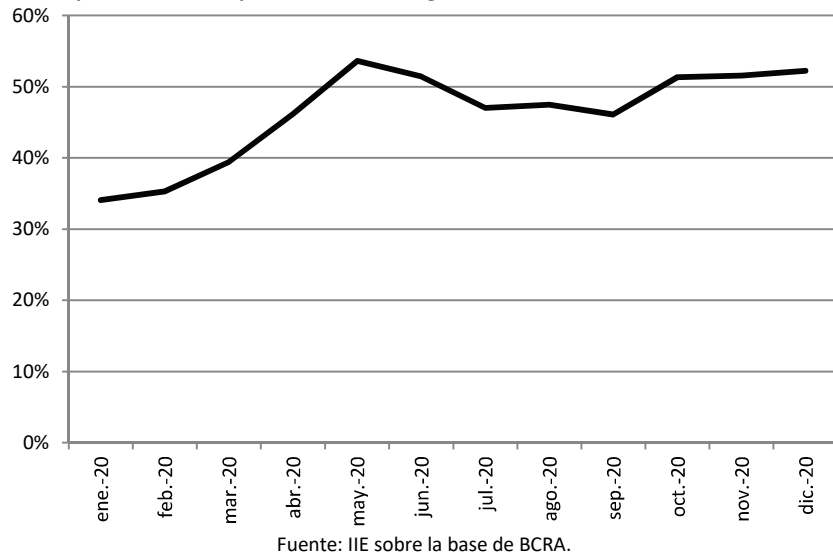
A lo largo del 2019, el esquema del mercado cambiario fluctuó de una “zona de no intervención” a una “zona de referencia cambiaria”, lo que permitió al Banco Central intervenir cuando considerara necesario dentro de las bandas establecidas, logrando cierta estabilidad junto a la política monetaria restrictiva. Al crecer las tensiones previo a las elecciones primarias de agosto se observó un incremento de la inestabilidad financiero junto con la percepción de riesgo por parte de los agentes, por lo que la divisa se volvió marcadamente volátil como se observa en el punto de quiebre del Gráfico 4.13. Debido a la persistencia de las presiones sobre el tipo de cambio luego de las PASO y la constante pérdida de reservas por las intervenciones para contener la cotización y su correspondiente traspaso a precios, 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 consecuencia, el 2020 estuvo caracterizado por crecientes regulaciones sobre el mercado de cambios y un ritmo de devaluación por debajo de la inflación, quedando la cotización oficial de la divisa cada vez más atrasada, resultando en brechas cada vez más elevadas con el pasar de los meses. Incluso a pesar de la demanda precautoria de pesos que indujo la cuarentena, las brechas continuaron su avance. Es notorio el salto de las cotizaciones paralelas en abril como reacción al fuerte crecimiento de la emisión monetaria, la falta de acuerdo por la deuda y las bajas tasas de interés. Entre el primer día de abril y mediados de mayo el dólar paralelo aumentó un 63%, alcanzando la brecha respecto al oficial un pico de 104%. Otro período de incremento fuerte del tipo de cambio nominal comienza en septiembre hasta mediados de octubre con una suba de 47%, pasando a 195 pesos por dólar en el mercado paralelo, ubicándose la brecha en un 150%, debido al paquete de medidas anunciado en septiembre que incluía un impuesto de 35% imputable a Ganancias adicional al 30% PAIS. También es visible que a partir de mayo el dólar MEP se mantuvo siempre por debajo de la cotización informal, probablemente debido a que es un instrumento legal que se realiza con dinero declarado y también se encuentra regulado, con un parking que fue variando según diversas regulaciones de la Comisión Nacional de Valores.



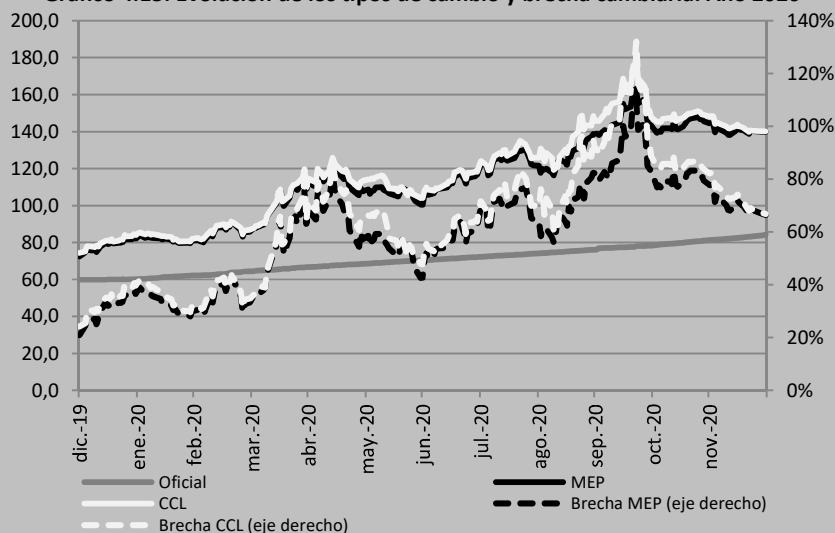
En el Gráfico 4.14 se presentan las expectativas de depreciación para los siguientes 12 meses a lo largo de 2020. Este indicador toma en cuenta la cotización promedio del tipo de cambio nominal por cada mes y lo compara con la mediana de la cotización de la divisa que esperan los agentes del REM en ese mismo mes del próximo año. Como se observa, a pesar de que los registros inflacionarios se mantuvieron bajos los primeros meses de cuarentena, las expectativas devaluatorias se mantuvieron al alza, alcanzando un 54% en mayo. Al mantenerse la “flocación administrada” del tipo de cambio, sostenida por la constante pérdida de reservas y crecientes limitaciones a la compra de divisas, las perspectivas ajustaron a la baja hasta septiembre. Luego del importante paquete de medidas impuesto en septiembre, que impuso mayores controles cambiarios, junto con la persistencia de la elevada emisión monetaria y la aceleración de la inflación, las expectativas de devaluación volvieron a aumentar hacia fin de año hasta un 52%.

Gráfico 4.14: Expectativas de depreciación en los siguientes 12 meses. Variación interanual, año 2020



Recuadro 4.3: La maraña de regulaciones cambiarias y su impacto en el control del dólar en 2020

A lo largo del año 2020, el mercado de capitales local ha enfrentado una serie de medidas que, en búsqueda de resolver la creciente presión sobre el tipo de cambio, terminaron complicando aún más su operatoria. A pesar de las constantes regulaciones, la volatilidad en el tipo de cambio fue una constante durante todo el año; tanto es así que el dólar MEP registró una suba del 93,3% a lo largo del 2020 mientras que el tipo de cambio oficial creció un 40,5% en términos interanuales, cerrando el año con un nivel de brecha en torno al 66,5% entre ambos valores, como lo plasma el Gráfico 4.15.

Gráfico 4.15: Evolución de los tipos de cambio y brecha cambiaria. Año 2020

Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA y IAMC.

A partir de lo anterior, vale poner en perspectiva la magnitud de estas regulaciones para comprender su potencial efecto y cómo llegamos a donde llegamos. Desde el cepo cambiario impuesto en 2019 hasta las recientes disposiciones para comprar y vender dólar en el mercado financiero, se puede citar una larga lista de medidas que, desde septiembre del 2019, no hicieron más que limitar las posibilidades de inversión y deteriorar la libertad financiera de los ahorristas.

- 1 de septiembre de 2019 – Comunicación “A” 6770 del BCRA: A través de esta resolución, el Banco Central introdujo un nuevo cepo cambiario luego de haberlo eliminado en diciembre de 2015. Así, se dispuso la limitación de USD 10.000 mensuales para la compra de dólares en el mercado oficial para atesoramiento en el caso de las personas humanas, mientras que para las empresas se imposibilitó totalmente dicha operatoria.
- 11 de septiembre de 2019 – Comunicación “A” 6780 del BCRA: Se estableció como requisito para la compra de los USD 10.000 mensuales en el mercado de cambios la presentación de una declaración jurada por parte del cliente en la que se compromete a que dichos fondos no serán destinados a la compra de títulos valores en el mercado secundario durante los siguientes 5 días hábiles.
- 12 de septiembre de 2019 – Resolución General N° 808/19 de CNV: Además de la declaración jurada, la Comisión Nacional de Valores estableció para las personas humanas el famoso “parking” para la venta de dólares en el mercado cuando se

tratase de compras hechas en MULC a partir del 12 de septiembre de 2019, impidiendo cerrar la operación hasta haber transcurrido 5 días hábiles a partir de la acreditación de dichos valores negociables.

- 30 de septiembre de 2019 – Comunicación “A” 6799 del BCRA: A través de esta medida se extendió el parking de 5 días, impuesto por la resolución anterior, para todos los ahorristas.
- 28 de octubre de 2019 – Comunicación “A” 6815 del BCRA: Luego de la derrota del oficialismo en las elecciones generales, el BCRA redujo el límite de compra mensual de dólares en el mercado de cambios oficial a sólo USD 200, medida que resulta incluso más restrictiva que las impuestas durante el cepo vigente hasta 2015.
- 31 de octubre de 2019 – Comunicación “A” 6823 del BCRA: A través de esta resolución, se dispuso de un monto máximo de USD 50 otorgable por las entidades financieras y emisoras de tarjetas de crédito locales como adelantos de efectivo en el exterior.

Al asumir el nuevo gobierno, las medidas impuestas por la gestión anterior permanecieron vigentes. A los pocos días de su llegada al poder, se implementó el impuesto del 30% a la compra de dólares en el marco de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva, medida que significó una importante devaluación implícita y tuvo su consecuente repercusión en las cotizaciones del dólar financiero y paralelo.

Durante el primer trimestre de 2020, las disposiciones que complicaron la operatoria en el mercado de capitales tuvieron que ver con cuestiones relacionadas a la reestructuración de la deuda pública. Concretamente, se puede citar el reperfilamiento del pago de las LETES en dólares, el incumplimiento del pago del bono dual AF20 y su postergación hacia una fecha futura, así como también el diferimiento de los servicios de intereses y amortizaciones de capital de la deuda pública emitida bajo ley local hasta finales de 2020.

Las nuevas regulaciones en el acceso al mercado de cambios durante 2020 no se empezaron a ver sino hasta finales de abril, cuando el tipo de cambio comenzó a recalentarse por los altos niveles de emisión monetaria, las bajas en las tasas de interés y la mayor incertidumbre con respecto a la resolución del tema de la deuda externa. Así, se pueden citar las siguientes medidas:

- 23 de abril de 2020 – Resolución General N° 835/20 de CNV: La Comisión Nacional de Valores estableció un límite del 25% a la tenencia de depósitos a la vista en moneda extranjera para los Fondos Comunes de Inversión que tengan inversiones en dólares, pero emitan cuotas partes en moneda de curso legal.
- 24 de abril de 2020 – Comunicación “A” 6993 del BCRA: La medida dispuso que todas las personas que accedan a los “Créditos a Tasa Cero” (correspondientes al Decreto 332/2020) no podrían acceder al mercado de cambios para la compra de moneda extranjera.
- 28 de abril de 2020 - Resolución General N° 836/20 de CNV: La Comisión Nacional de Valores continuó endureciendo las medidas para los Fondos Comunes de Inversión con cotización en pesos, obligándolos a invertir al menos el 75% de su patrimonio en instrumentos financieros y valores negociables exclusivamente en moneda nacional y emitidos en Argentina.

- 30 de abril de 2020 – Comunicación “A” 7001 del BCRA: El Banco Central estableció la incompatibilidad entre el acceso al MULC para compra de dólar para atesoramiento en el mercado oficial (USD 200 mensuales) y el acceso al mercado de capitales para adquisición de dólar MEP o Cable por 30 días.
- 28 de mayo de 2020 – Comunicación “A” 7030 del BCRA: La autoridad monetaria restringe aún más la medida anterior, aumentando la limitación de 30 a 90 días.
- El 12 de junio el BCRA dispuso medidas que, si bien no están relacionadas a la operatoria de compra de dólares, sí contribuyeron a generar distorsiones en el mercado de cambios. Entre ellas, se destaca la disposición mediante la cual solicita que las tenencias en moneda extranjera en el país se encuentren depositadas en cuentas en entidades financieras, y que no se posea activos externos líquidos disponibles, como condición para dar acceso al mercado de cambios cuando se solicita un monto mayor a los USD 100.000.
- El 26 de junio el BCRA establece que hasta el 31/07/20 (desde el 30/06/20) se requerirá la conformidad previa del BCRA para el acceso al mercado de cambios para la cancelación de servicios de capital de endeudamientos financieros con el exterior, cuando el acreedor sea una contraparte vinculada al deudor.
- El 30 de julio, mientras que el proyecto de ley para el canje de deuda bajo legislación extranjera se aprobaba por unanimidad en el Senado, el BCRA dispuso aumentar la tasa mínima de los depósitos a plazo fijo que sean menores a un millón de pesos (sin afectar a la tasa BADLAR), medida que tuvo un efecto insuficiente en el objetivo de subir la demanda en pesos y las presiones cambiarias continuaron.
- El 3 de agosto, luego de varios meses de negociación, el BCRA logra acordar con los grupos de acreedores la reestructuración de la deuda bajo ley extranjera gracias a la introducción de cambios (que consistieron en adelantar las fechas de pago de intereses respecto a la propuesta previa) que permitieron aumentar el valor presente de la oferta.
- El 18 de agosto el Ministerio de Economía envió la propuesta de canje de deuda externa a la SEC y, a nivel local, se sancionó la ley para la reestructuración de deuda bajo ley argentina. Si bien estos hechos no tienen que ver con medidas cambiarias concretas, sí constituyen un aspecto que resultó relevante para traer un poco de calma al mercado ya que se suponía que “las medidas cambiarias restrictivas serían solo temporarias hasta resolverse la reestructuración de la deuda”.
- El 28 de agosto se extendió el vencimiento de la Comunicación 7030 mencionada anteriormente y sus modificaciones, afectando a las importaciones y la compra de divisas hasta el 31 de octubre de 2020.
- Entre fines de agosto y comienzos de septiembre, se canjeó la deuda local y externa en dólares con elevados porcentajes de aceptación. A pesar de este resultado, las presiones cambiarias y la venta de reservas por parte del Banco Central se mantuvieron e intensificaron en el siguiente periodo.
- El 15 de septiembre se comunicaron las medidas más restrictivas del año en lo que respecta la compra de dólares. Por un lado, se dispuso que las empresas que contaran con vencimientos de capital mayores a un millón de dólares entre el 15 de octubre de 2020 y el 31 de marzo de 2021, solo pudieran acceder al mercado de cambios por un monto no mayor del 40% de del monto de capital y obliga a refinar el resto con un nuevo endeudamiento.

Por otro lado, se modificaron los periodos de “parking” en la compra y venta de dólares; en el caso de la venta se eliminó el periodo de permanencia, pero se aumentaron los plazos de tenencia mínima de 5 a 15 días hábiles cuando se reciben transferencias de títulos del exterior para su liquidación en moneda local y cuando se compran títulos con pesos para ser transferidos al exterior.

Con respecto al cupo de los USD 200 mensuales, se estableció que los consumos con tarjeta de crédito y dólares en dólares serán deducidos del cupo mensual. Además, se dispuso una alícuota del 35% a cuenta del impuesto de ganancias sobre estos consumos, así como por la compra de dólares para atesoramiento, los cuales serían devueltos en cada declaración anual de impuestos. Esta medida, junto al impuesto PAIS, llevaron la cotización efectiva del dólar oficial un 65% por encima de la observada. Cabe destacar también que se prohibió la compra de dólares a los beneficiarios de beneficios económicos y ayudas estatales.

Entre las jornadas del 15 al 26 de septiembre la incertidumbre se apoderó de los ahorristas ante el impedimento de comprar dólares y realizar transferencias en esta moneda por la demora de las entidades financieras en adecuar sus sistemas para poder operar dentro del nuevo marco normativo.

- El 24 de septiembre el Banco Central estableció que todas las transferencias en moneda extranjera entre cuentas existentes previo al 15 de septiembre no requieran validación de AFIP y al mismo tiempo se dispuso que previo a la apertura de caja de ahorros en moneda extranjera las entidades financieras deben contar con evidencia que acredite que el cliente posee ingresos o activos consistentes con el ahorro de moneda extranjera. De la misma manera, no admite la apertura de cuenta en dólares para los beneficiarios de planes o programas que tengan que ver con ayuda social.

En la última parte del año, las medidas económicas para paliar la situación cambiaria continuaron, pero con un tono mejorado; en concreto, las regulaciones apelaron a los incentivos de los actores económicos más que a mayores restricciones en su accionar. Si bien fue bien percibido por el mercado, las medidas resultaron insuficientes para reducir la demanda de dólares y controlar las presiones latentes en el plano cambiario. Entre dichas medidas, se pueden citar las siguientes:

- El 1 de octubre el gobierno anunció la emisión de un nuevo instrumento *dollar-linked* junto con una serie de medidas orientadas a estimular la producción y reducir los derechos de exportación de forma transitoria de varios sectores, entre los que se encuentra el agro, para incentivar la liquidación de divisas. En paralelo, el Banco Central dispuso el abandono del mecanismo de devaluación uniforme otorgándole mayor volatilidad y, por ende menor previsibilidad, a la evolución del tipo de cambio oficial. Al mismo tiempo, la autoridad monetaria anunció que interveniría el mercado de bonos a través de operaciones de mercado abierto.
- El 19 de octubre el Ministerio de Economía en conjunto con el BCRA y CNV, anunciaron nuevas medidas cambiarias revirtiendo parte de las restricciones impuestas el 15 de septiembre. Entre ellas se dispuso la reducción del parking para la compra de dólares y transferencia de títulos desde y hacia el exterior a 3 días hábiles. Además, se eliminó la reglamentación que impedía a los no residentes operar ventas de títulos valores con liquidación en moneda extranjera.
- El 25 de noviembre la CNV dispuso la disminución del plazo de permanencia de tres a dos días hábiles para personas humanas y jurídicas que compran un activo en

pesos y luego lo venden con liquidación en dólar MEP, así como cuando se reciben títulos desde el exterior para ser vendidos contra dólar MEP en el mercado local. Con la misma regulación también se eliminó el parking para los títulos que habiendo sido recibidos desde el exterior se venden con liquidación en moneda local.

En definitiva, ninguna de todas estas medidas surtió efecto de cumplir con el objetivo de controlar la presión cambiaria y detener la pérdida de reservas. Si ponemos en perspectiva la evolución del tipo de cambio, se observa que las medidas implementadas tuvieron baja efectividad a la hora de controlarlo a lo largo del año; tuvieron algún efecto solo de forma temporal para la contención del tipo de cambio, pero con consecuencias perjudiciales que sí perduran en el tiempo.

Fue hacia finales del año que el gobierno tuvo mayor control sobre la evolución del dólar financiero a través de la intervención directa en la compra y venta de su stock de bonos soberanos resultantes de la reestructuración. De esa manera, el tipo de cambio se mantuvo relativamente constante a lo largo del mes de diciembre, tendencia que persistió al menos durante los primeros dos meses del año 2021. La contracara de lo anterior es el constante deterioro de la hoja de balance del Banco Central y el impacto negativo en las paridades de los bonos; de hecho, pese a que el tipo de cambio esté relativamente calmo, es la suba del riesgo país lo que termina siendo un termómetro más real de las debilidades del país ya que el dólar, estando intervenido, no reflejó las verdaderas tensiones económicas y políticas latentes.

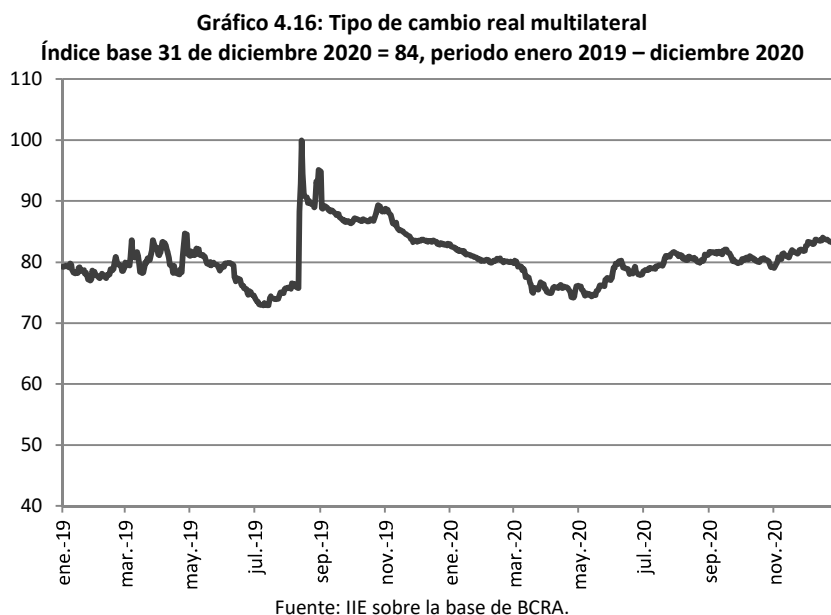
Además de la poca efectividad en el control del tipo de cambio, el entramado de regulaciones que se generó a lo largo del año solo surtió (si lo hizo) efectos en el corto plazo dejando un costo enorme en términos de eficiencia y libertad financiera. En esa línea, el Economic Freedom Index, elaborado por la Fundación Heritage, mide el grado de libertad económica en cada país del mundo. Hoy por hoy, Argentina se encuentra en el ranking número 148 de 180 países, con un score de 52,7 puntos (sobre 100), incluyéndose así en el grupo de las economías menos libres. De hecho, cabe destacar que uno de los factores con peor performance que afectan negativamente al índice general tiene que ver con la libertad monetaria, que con un score de 41,9 puntos, actualmente se ubica en su peor nivel de los últimos 30 años y por debajo del umbral de represión financiera.

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 2020 al tipo de cambio oficial mayorista (\$84), de modo de observar el tipo de cambio real a precios actuales. En el Gráfico 4.16 se muestra que luego del salto de agosto de 2019, tras las elecciones primarias (PASO), el índice se fue erosionando debido a los controles cambiarios impuestos y el ritmo ralentizado de devaluación que evolucionó por debajo del incremento del nivel de precios durante gran parte del 2020.

En efecto, luego del pico del 14 de agosto de 2019 en el que el tipo de cambio real se ubicó en 100 pesos por dólar, el índice tomó una tendencia decreciente, pasando a ubicarse a mediados de mayo del 2020 en 75 pesos, significando un descenso de 25% respecto al pico post-PASO. El resto de los meses del año el sendero del ITCRM retomó un crecimiento gradual, dado que se aceleró el ritmo devaluatorio respecto al periodo previo, ganando cierta competitividad para posicionarse en \$84 a fin de año.



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 promedio dentro de la perspectiva histórica, como se ilustra en el Gráfico 4.17. La media del ITCRM de los últimos 20 años fue de \$85 a precios de diciembre de 2020, estando el promedio del 2020 en \$80 y el valor al 31 de diciembre en \$84, por lo que el tipo de cambio fue cercano al valor histórico.

