

Contenido

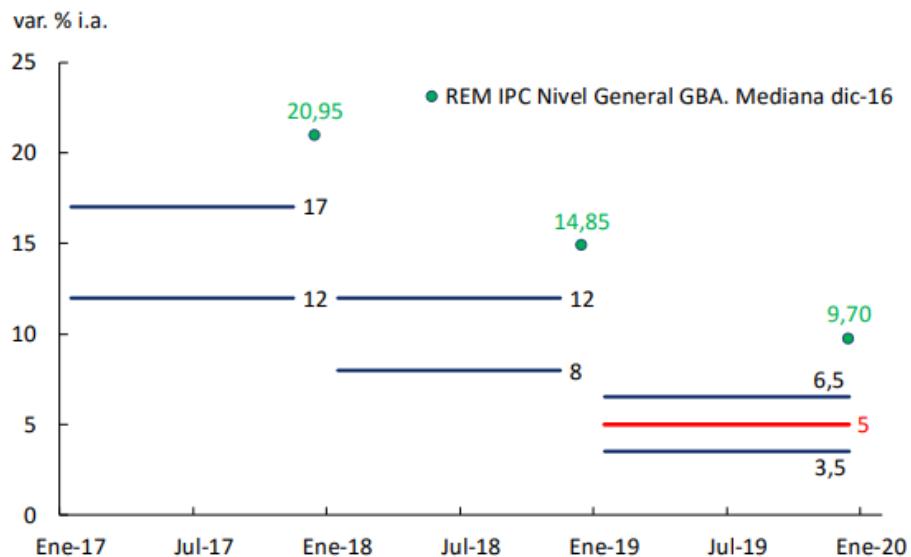
2017.....	1
2018.....	12
2019.....	27
2020.....	37
2021.....	44
2022.....	48
2023.....	55
2024.....	62

2017

A partir de enero de 2017 el Banco Central adoptó formalmente un régimen de metas de inflación, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018, y 5% a partir de 2019.

El Banco Central ha cumplido su primer objetivo intermedio, el de conseguir una inflación mensual menor o igual a 1,5% para al cuarto trimestre de 2016 (ver Gráfico 5.1) En septiembre el Banco Central había anunciado oficialmente su rango objetivo de inflación para los próximos años, con un sendero decreciente en el tiempo: entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018 y 5% a partir de 2019 (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2 | Metas de inflación y expectativas



Fuente: Elaboración propia en base a Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

Cambio de instrumento: A partir de la primera semana de enero, el Banco Central cambió su tasa de interés de política monetaria, que pasó a ser el centro del corredor de sus pases a 7 días de plazo, en reemplazo de la de las LEBAC a 35 días de plazo. Desde el cambio en el instrumento de política, el BCRA mantuvo sin cambios en 24,75% el nivel de tasa de interés del centro del corredor de pases a 7 días

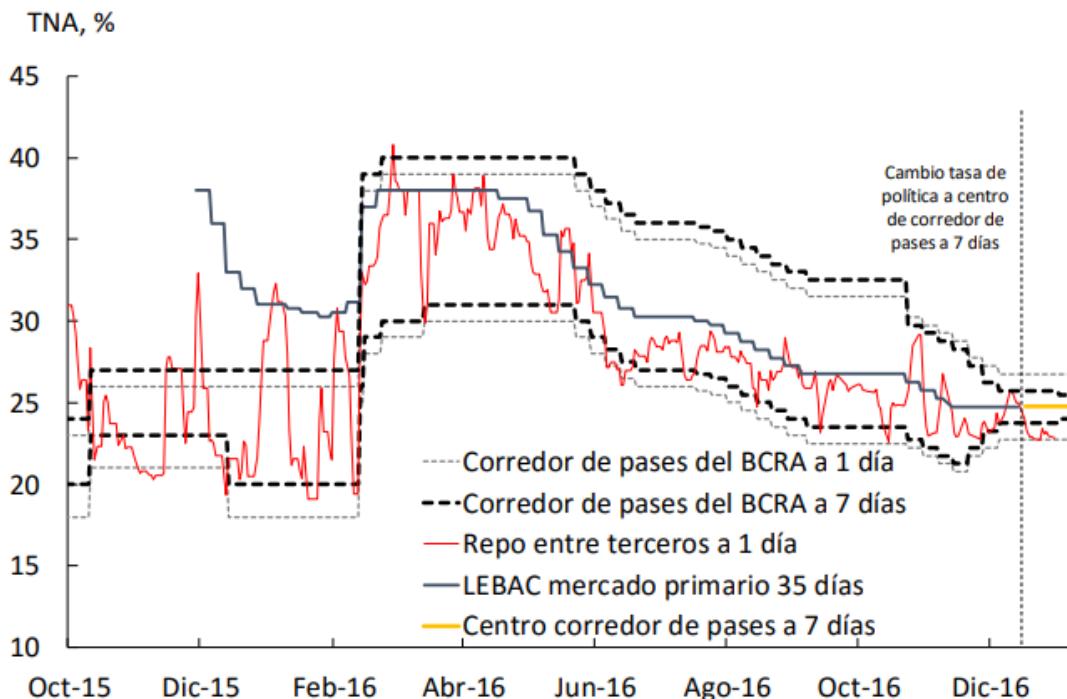
Los pases activos y pasivos del Banco Central funcionan como facilidades permanentes, lo que significa que los bancos que se encuentran con más liquidez de la que desean mantener, y no consiguieron colocarla en el mercado (o menos liquidez de la que querían y no consiguieron tomarla en el mercado), sobre el final de la rueda de cada día pueden realizar un pase pasivo (o activo) con el Banco Central.¹

La tasa de interés de los pases pasivos oficia como un piso para las tasas de interés del mercado interbancario, ya que para un banco resulta un mal negocio colocarle fondos a un tercero que pague por ellos menos que el BCRA. De forma similar la tasa de interés de los pases activos constituye un techo para las tasas de interés del mercado interbancario, ya que para un banco tampoco es buen negocio pagar por los fondos más que los que el Banco Central cobra por ellos.

¹ Un pase pasivo consiste formalmente en una compra de un título (una LEBAC) a un precio hoy junto con una venta futura, en este caso dentro de 7 días, a un precio predeterminado. La diferencia entre el precio de compra hoy y el precio de venta dentro de una semana deja implícita la tasa de interés de la operación. En el caso de un pase pasivo, el Banco Central le paga una tasa de interés al banco comercial que le entregó la liquidez excedente. Análogamente, en el caso de un pase activo el banco le vende un título al Banco Central hoy y se lo recompra dentro de una semana, dejando implícita entre el precio de venta y el precio de recompra una tasa de interés que el Banco Central le cobra por haberles suministrado liquidez durante una semana.

El BCRA eligió definir su tasa de política en el segmento a 7 días de plazo, entre otros motivos, para no interferir en el funcionamiento del mercado a un día, que es el que presenta la mayor actividad

Gráfico 5.3 | Corredor de pases del BCRA y tasa de interés interbancaria

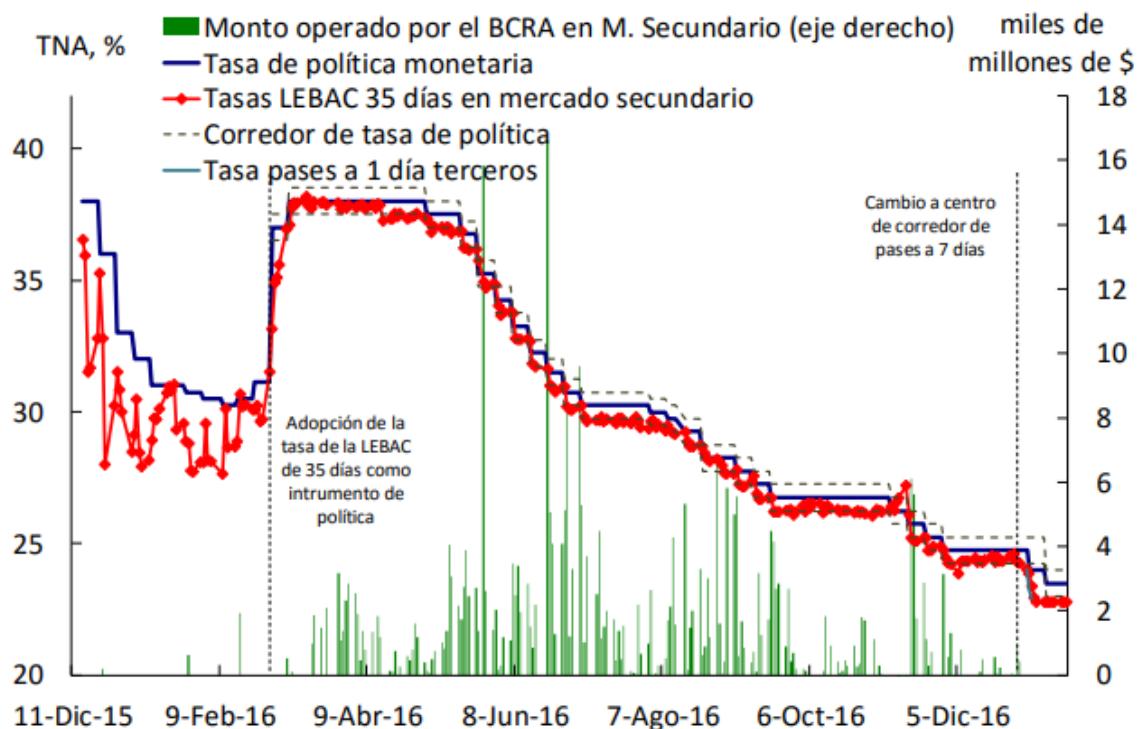


Fuente: Elaboración propia

Desde entonces, en cada reunión de política monetaria, el Banco Central debe determinar el nivel adecuado de su tasa de interés, de tal modo que, comparada con la inflación esperada, resulte lo suficientemente positiva para reducir paulatinamente la tasa de inflación, de acuerdo a la trayectoria planeada en las metas anunciadas.

Así, el BCRA redujo su tasa de interés de política monetaria en 13,25 p.p respecto de comienzos de marzo, llegando a 24,75% desde el 29 de noviembre. Cuando en enero de 2017 el Banco Central cambió su instrumento a la tasa de interés del centro del corredor de pases, decidió mantener invariante en 24,75% su tasa de política monetaria (ver Gráfico 5.5).

Gráfico 5.5 | Tasa de interés de LEBAC a 35 días y operaciones en el mercado secundario



Fuente: Elaboración propia

Al fijar su tasa de interés de política, el BCRA busca influir en las tasas de interés de los otros plazos y en las de todos los instrumentos financieros del mercado. Para normalizar el funcionamiento del sistema financiero y fortalecer los canales de trasmisión de la política monetaria, a fines de 2015 el BCRA eliminó los límites a las tasas de interés de los depósitos y los préstamos, dejando que estas operaciones se pacten libremente entre las entidades financieras y sus clientes.

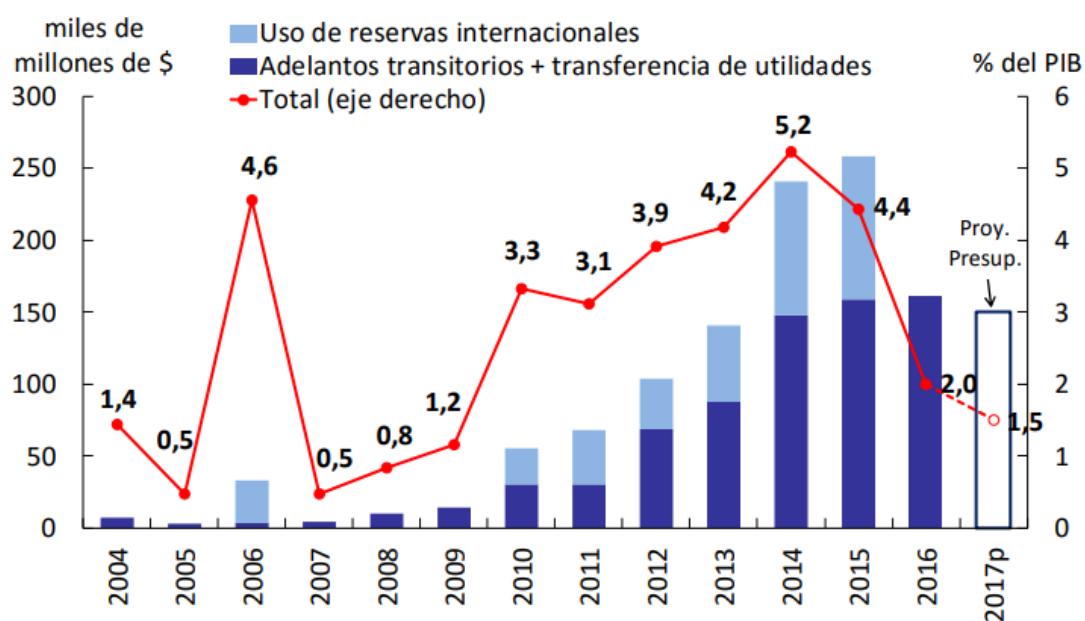
Junto con la decisión de adoptar un régimen de Metas de Inflación, el BCRA migró desde diciembre hacia un régimen de tipo de cambio flexible, lo que le permite a la economía asimilar más naturalmente los shocks externos (ver sección 2. Contexto internacional). No obstante, el BCRA se reservó la posibilidad de operar en el mercado cambiario de manera ocasional, para fortalecer sus activos externos y/o prevenir fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio.

Dado que la dominancia fiscal, es decir, el financiamiento del déficit del Tesoro con transferencias del Banco Central, había sido la causa principal de la inflación hasta 2015, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación acordaron establecer un tope de \$160 mil millones a las transferencias de recursos al Tesoro Nacional para 2016 y de \$150 mil millones para 2017.

Los años previos, las transferencias anuales de recursos del BCRA al Tesoro (mediante el otorgamiento neto de adelantos transitorios y transferencia de utilidades) y el uso de reservas

internacionales habían mostrado una tendencia creciente, pasando de representar 0,5% del PIB en 2007 hasta un 4,4% del PIB en 2015 (casi 260 mil millones)

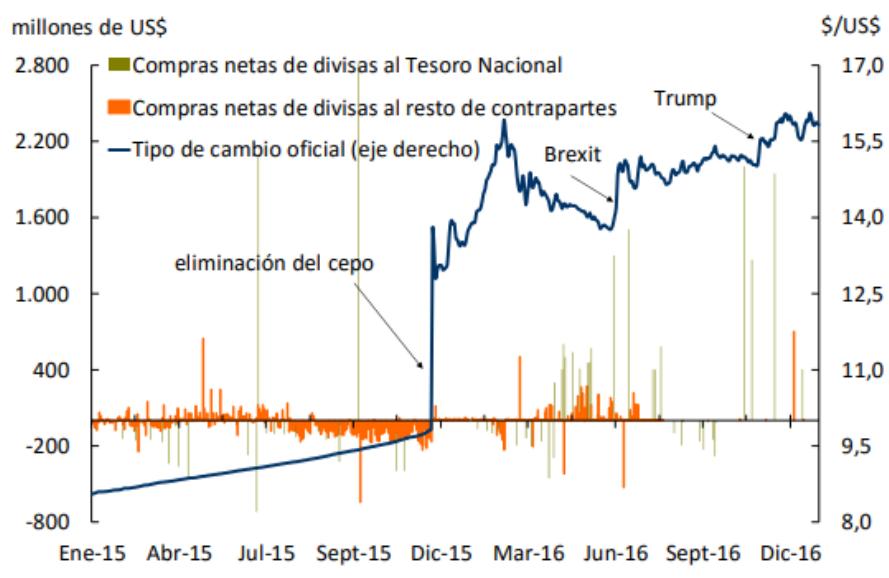
Gráfico 5.10 | Transferencias del BCRA al Tesoro Nacional y uso de reservas



Nota: p: Proyectado

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Secretaría de Hacienda.

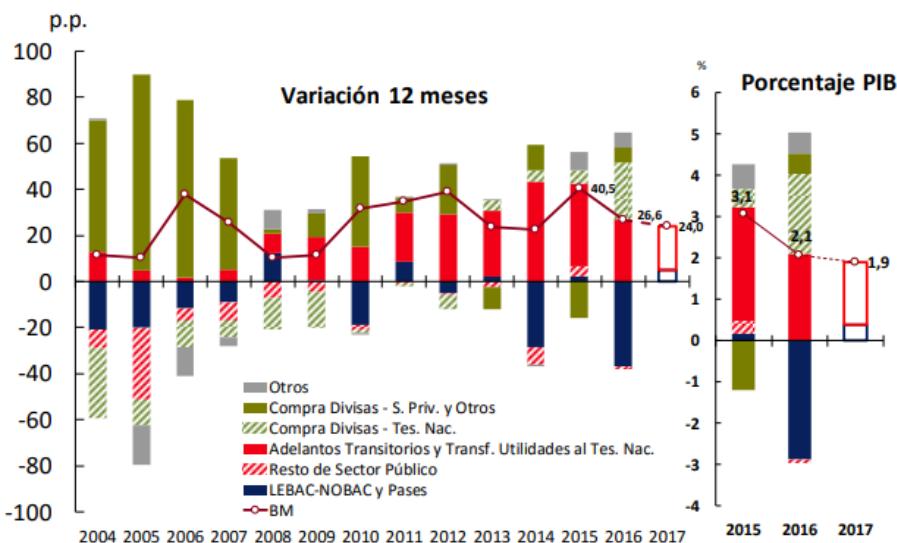
Gráfico 5.11 | Tipo de cambio y operaciones del BCRA en el mercado cambiario



Fuente: Elaboración propia

Durante 2016 la expansión monetaria asociada a la transferencia de recursos al Tesoro resultó ligeramente inferior al aumento de la demanda de Base Monetaria. La expansión monetaria adicional asociada a las compras de divisas del BCRA en el mercado de cambios fue automáticamente absorbida mediante la colocación de LEBAC y pases (ver Gráfico 5.12).

Gráfico 5.12 | Variación de base monetaria e incidencia de factores que la explican

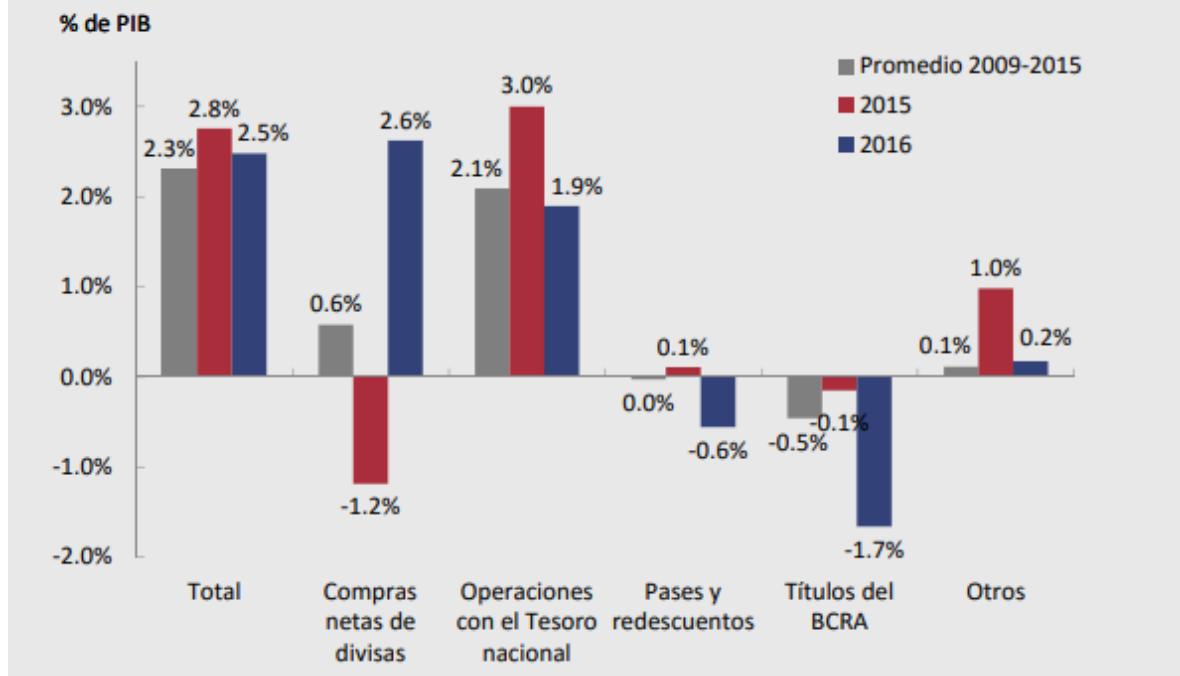


El "Otros" incluye resultados por futuros de TC, compra/venta de títulos públicos, créditos del bicentenario y cancelaciones de redescuentos, entre otros. La variación interanual de la BM está influida por cambios en los encajes. Fuente: BCRA.

Política monetaria y balance del BCRA: A lo largo del último año, la evolución de los factores de expansión de la base monetaria evidenció un cambio sustancial respecto al período 2009-2015. Durante aquella etapa, el deterioro tendencial de las cuentas públicas y la decisión de utilizar activamente el financiamiento monetario implicó que los adelantos y las transferencias al Tesoro Nacional por parte del Banco Central se constituyeran en los principales factores de emisión de base monetaria. Durante 2016, luego del levantamiento de las restricciones a operar en el mercado de cambios se articuló un nuevo régimen monetario con flotación del tipo de cambio y tasas de interés reales positivas que promovió la demanda de activos financieros locales.

La tendencia de contracción de la participación del BCRA en el financiamiento del Tesoro continuará en 2017, con una transferencia acordada con el Poder Ejecutivo Nacional de \$150.000 millones. La misma representará aproximadamente una reducción de 20% en términos reales o de 0,5 pp. del PIB con relación al financiamiento de 2016 (ver Gráfico 5.10). Asimismo, la trayectoria prevista por el Ministerio de Hacienda de cierre del déficit fiscal en el mediano plazo refuerza la tendencia decreciente de las transferencias del BCRA en los próximos años y contribuye a consolidar la baja de la inflación.

Gráfico 1 | Factores de variación de la base monetaria en % del PIB.



ABRIL

Tasas

Durante el primer trimestre una serie de factores específicos elevaron transitoriamente las condiciones de liquidez y propiciaron que, a pesar de haber mantenido inalterada su tasa de interés de política, algunas tasas de interés del mercado registran descensos, lo que hizo que las condiciones monetarias se volvieran algo más laxas. Las tasas de interés del mercado monetario se ubicaron cerca del piso del corredor de pases, e incluso por motivos técnicos de mercado, debajo del corredor de pases del BCRA (ver Gráfico 5.3)

Gráfico 5.3 | Corredor de pases del BCRA y tasas del mercado monetario



Fuente: BCRA

FX

Durante el año 2016 el BCRA acumuló una importante cantidad de reservas internacionales, las cuales al 31/12/2016 ascendieron a US\$ 38.772 millones. El escaso nivel de reservas internacionales en diciembre de 2015 y los cuantiosos ingresos de capitales que siguieron la salida del default del gobierno argentino en abril de 2016 proveyeron un contexto apropiado para lograr este objetivo.

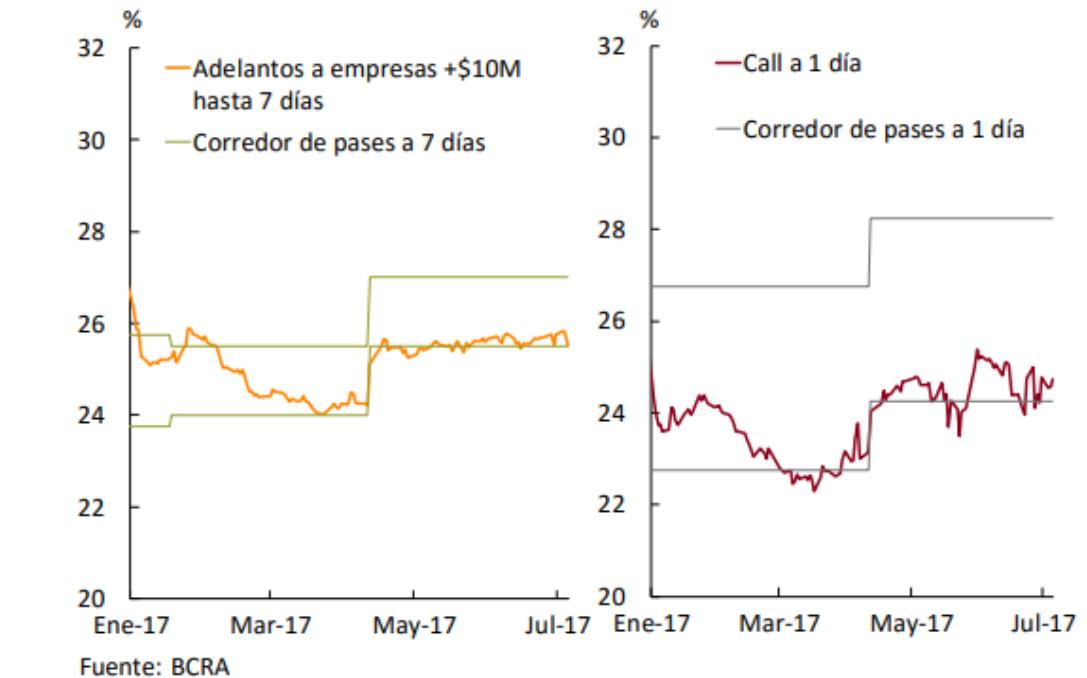
A pesar que las reservas internacionales del BCRA están en un nivel record para el país, son relativamente bajas en comparación con otros países de la región (ver Gráfico 5.10), por lo que se considera que aún hay espacio para seguir acumulando

JUNIO

Luego de nueve meses en los que la inflación núcleo del IPC de GBA fluctuó entre 1,3% y 1,9% mensual y ante señales de que la inflación en abril podría continuar en un nivel más alto que el compatible con el sendero establecido por la autoridad monetaria, el 11 de abril el Banco Central dispuso aumentar la tasa de política monetaria en 150 puntos básicos, a 26,25%.

Para fortalecer la transmisión de su tasa de interés de política al resto de las tasas de interés del mercado, el Banco Central volvió a realizar operaciones de mercado abierto (OMA), mediante la venta de LEBAC en el mercado secundario. De este modo, logró retirar la liquidez excedente que se encontraba volcada hacia pasivos con el BCRA, y hacer que las tasas de interés de las LEBAC en el mercado secundario recuperaran 5 p.p. (ver Gráfico 5.3) alcanzando a principios de julio valores superiores al 26%.

Gráfico 5.8 | Corredor de pases del BCRA y tasas del mercado monetario

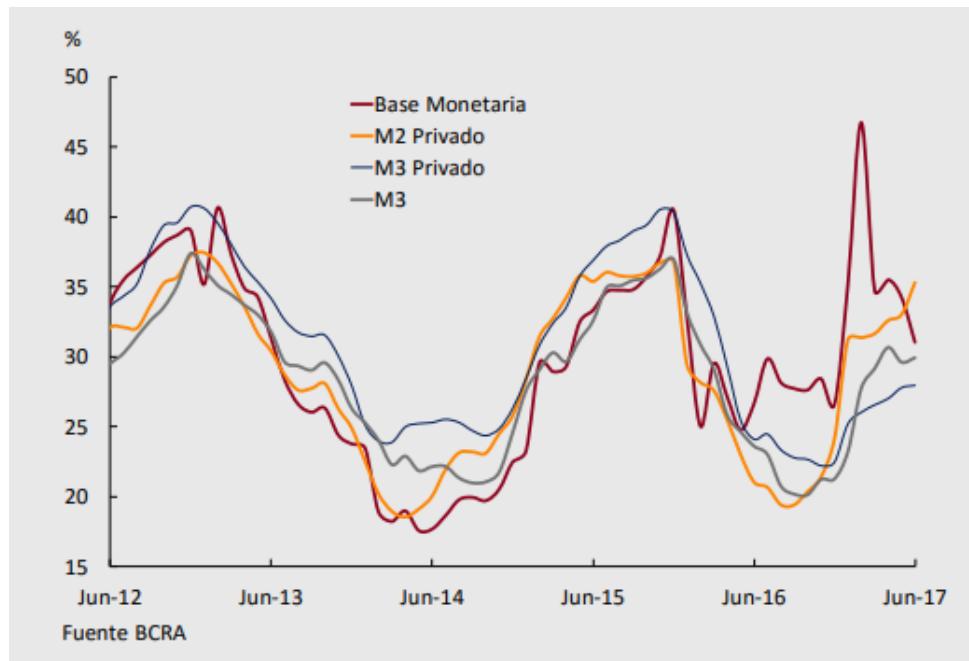


Los movimientos de la base monetaria no indican cambios de política monetaria : Desde que el Banco Central adoptó como instrumento de política monetaria la tasa de interés, la cantidad de dinero se volvió endógena. Una vez que el Banco Central determina el nivel de tasa de interés adecuado para cumplir con su objetivo de inflación, aumentos o reducciones de la demanda de dinero son compensados automáticamente con movimientos en la oferta para mantener la tasa de interés inalterada. Si bien a largo plazo las variaciones de la cantidad de dinero y los precios siguen guardando relación, en el corto plazo, aumentos en la cantidad de dinero pueden responder a una mayor demanda sin que esto implique un riesgo de aceleración inflacionaria. Esto ocurre, por ejemplo, en aquellos meses en los que la demanda de dinero presenta elevada estacionalidad, como la que se aprecia en junio-julio y en diciembre-enero. Además, durante un proceso de desaceleración inflacionaria, como el que se está transitando actualmente en Argentina, es esperable un fortalecimiento de la demanda de dinero

La base monetaria mostró un comportamiento peculiar, no sólo con una tasa de crecimiento que durante varios meses divergió de la que presentaron el resto de los agregados⁴⁶, sino también presentando recientemente una trayectoria más volátil dentro de cada mes. Para explicarla, es necesario recordar que, junto con el cambio en la tasa de interés de política monetaria, a partir de este año se redujo la frecuencia con la que se licitan las LEBAC: los llamados para suscribir estos títulos pasaron de ser semanales a mensuales.

En definitiva, todos estos factores le imprimen un comportamiento a la base monetaria que no debe confundirse con un cambio en el carácter de la política monetaria. Si el Banco Central mantiene

inalterado el nivel de su tasa de interés de política, aumentos o reducciones en la base monetaria no indican que el Banco Central se haya vuelto más expansivo o contractivo.



OCTUBRE

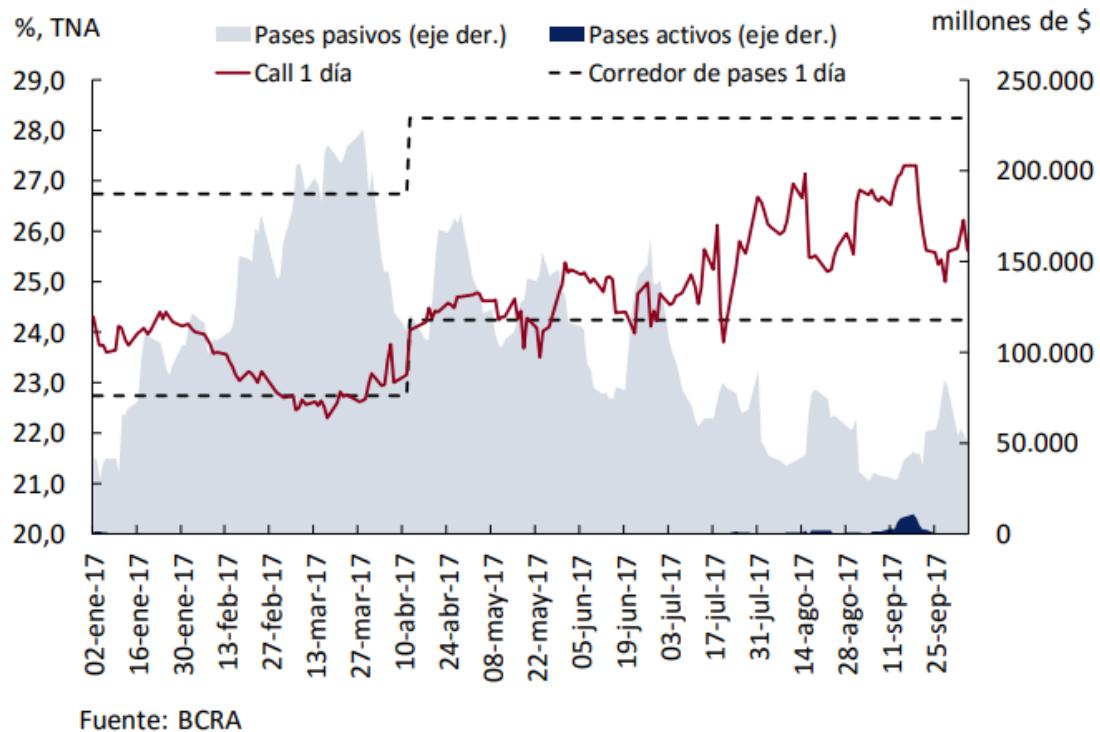
El objetivo primordial de la pol monetaria es lograr una inflación baja y estable. El proceso inflacionario sigue evidenciando persistencia en la inflación núcleo, en tanto los aumentos de precios continuaron por encima del nivel deseado por el BCRA

El BCRA siguió operando activamente en el mercado secundario de LEBAC con el objeto de reforzar el traslado de esta postura más restrictiva al resto de las tasas de interés del mercado

Las condiciones restrictivas de liquidez del mercado llevaron a que las tasas de interés abandonen el piso del corredor de tasa para ubicarse en niveles más cercanos al centro de la banda, lo buscado por la autoridad monetaria.

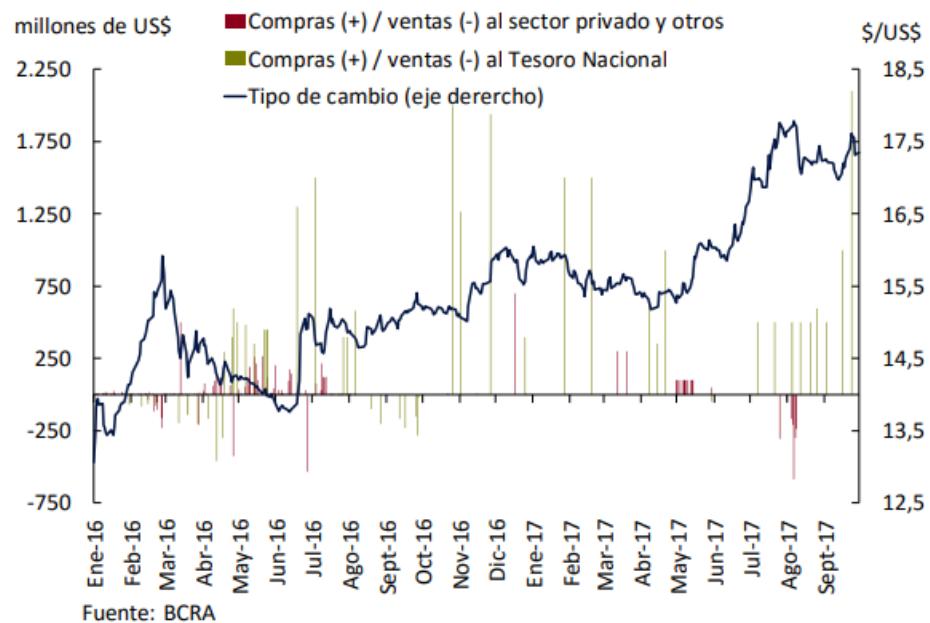
El corredor de pases contribuye a mantener acotada la volatilidad de las tasas de interés del mercado interbancario. A partir del cambio del instrumento de pol mon, las ventanillas de facilidades comenzaron a ser utilizadas con mayor frecuencia por parte de las entidades financieras, en especial la de pases activos, cuyo uso anteriormente era muy infrecuente.

Gráfico 5.5 | Corredor de tasas, *call* a 1 día y operaciones de pases



FX

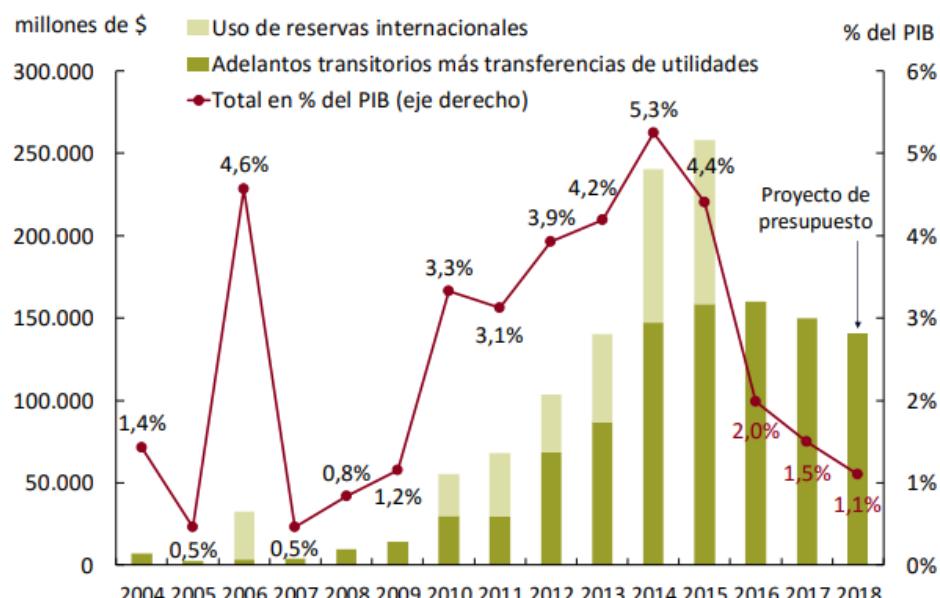
Gráfico 5.10 | Tipo de cambio e intervenciones del BCRA en el mercado cambiario



2018

Las transferencias que realizará el Banco Central al Tesoro Nacional en 2018 y que están incluidas en el proyecto de Presupuesto presentado en septiembre por el Poder Ejecutivo al Congreso Nacional alcanzarán los \$ 140.000 millones. Este monto representa una caída respecto a lo que se transferirá durante 2017 tanto en términos nominales (\$ 10.000 millones menos) como en términos del PIB (pasará de 1,5% del PIB durante este año a 1,1% del PIB en 2018), lo que evidencia el compromiso de la autoridad monetaria con su objetivo de reducir la tasa de inflación (ver Gráfico 5.12). Asimismo, la trayectoria de reducción del déficit fiscal en el mediano plazo prevista por el Ministerio de Hacienda refuerza la tendencia decreciente de las transferencias del Banco Central en los próximos años y contribuye al objetivo de reducción de la inflación.

Gráfico 5.12 | Transferencias al Tesoro Nacional y uso de reservas internacionales

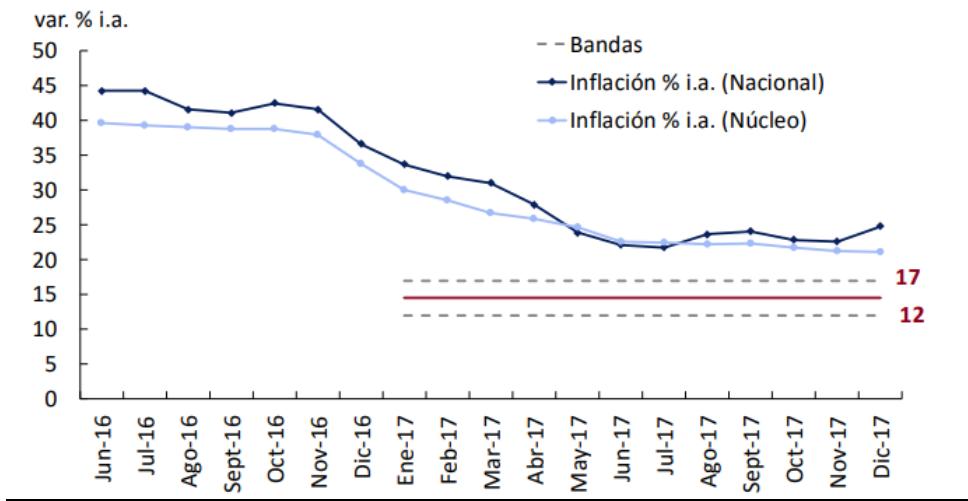


Fuente: BCRA e INDEC

ENERO

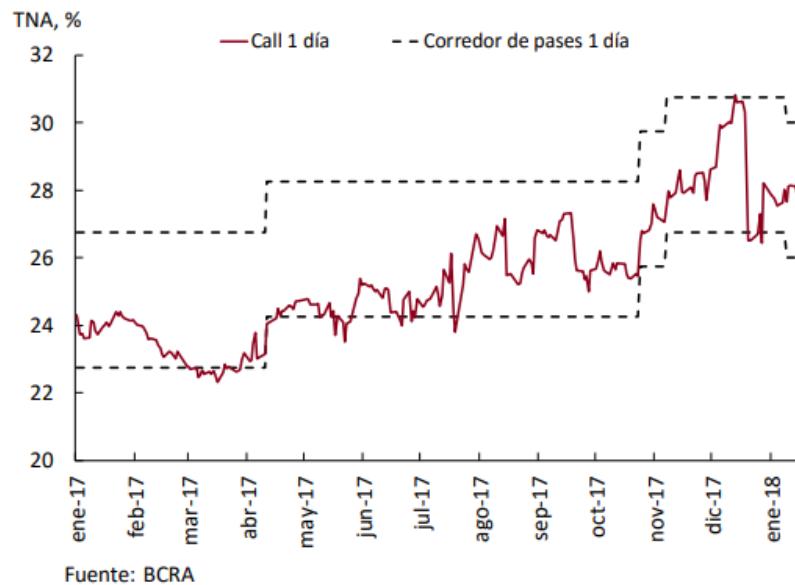
La inflación interanual de diciembre de 2017 resultó de 24,8%, por encima de la meta buscada para el año (14,5% ±2,5%). Este desvío estuvo explicado por una política monetaria que fue relajada en la última parte de 2016 y los primeros meses de 2017, por una persistencia de la inflación en los contratos nominales mayor a la esperada y por un aumento de los precios regulados superior al previsto.

Gráfico 5.1 | Inflación y metas en 2017



La evolución de la tasa de inflación por encima de lo deseado en los primeros meses del año pasado llevó al Banco Central a aumentar el sesgo contractivo de la política monetaria, incrementando en tres oportunidades la tasa de política, que pasó de 24,75% en marzo a 28,75% en diciembre de 2017, y operando activamente en el mercado secundario de LEBAC para elevar las tasas de interés de estos instrumentos.

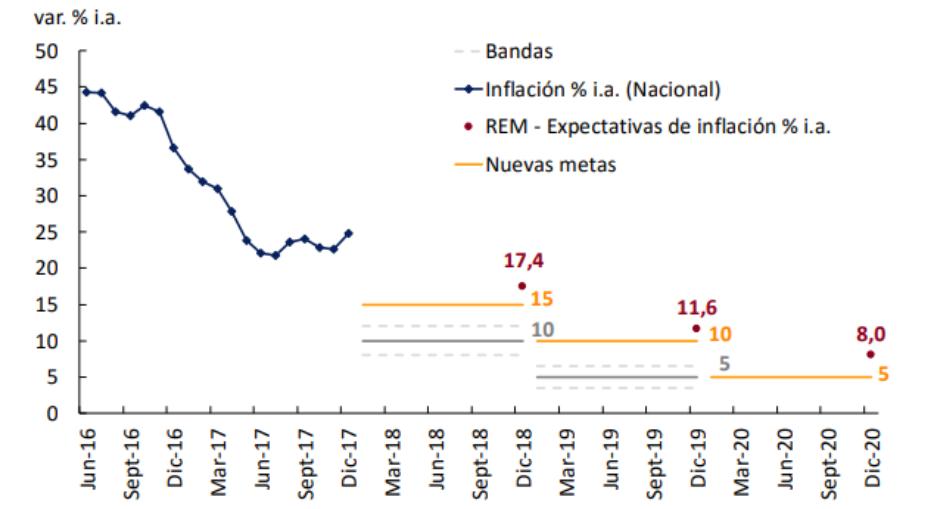
Gráfico 5.10 | Corredor de tasas de pases y call (1 día)



Fuente: BCRA

se anunció un diferimiento de la meta de 5%, definiéndose un nuevo sendero de 15% para este año, 10% para 2019 y 5% a partir de 2020.

Gráfico 5.6 | Inflación, metas y expectativas 2018-2020



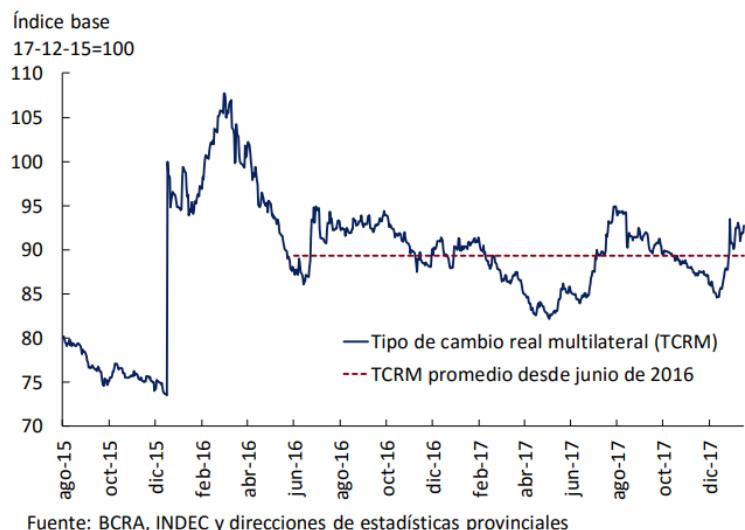
Nuevo Instrumento:

A principios de 2018, el Banco Central implementó las Letras de Liquidez (LELIQ).⁴⁰ Estas letras son instrumentos denominados en pesos con vencimiento a siete días de plazo. La autoridad monetaria ofrece las LELIQ de manera diaria solamente a entidades financieras para su cartera propia. Asimismo, pueden ser negociadas en el mercado secundario sólo entre entidades financieras y también pueden ser utilizadas como colaterales en operaciones de pases. El objetivo de estos nuevos instrumentos de regulación monetaria es mejorar la implementación de la política monetaria a través de un perfeccionamiento del mercado de pases. Se les otorga a los bancos un papel que puede ser transado en el mercado secundario -lo que dará mayor liquidez al mercado interbancario de fondos de hasta siete días- y cuya tasa de interés estará vinculada con el corredor de tasas de política

FX

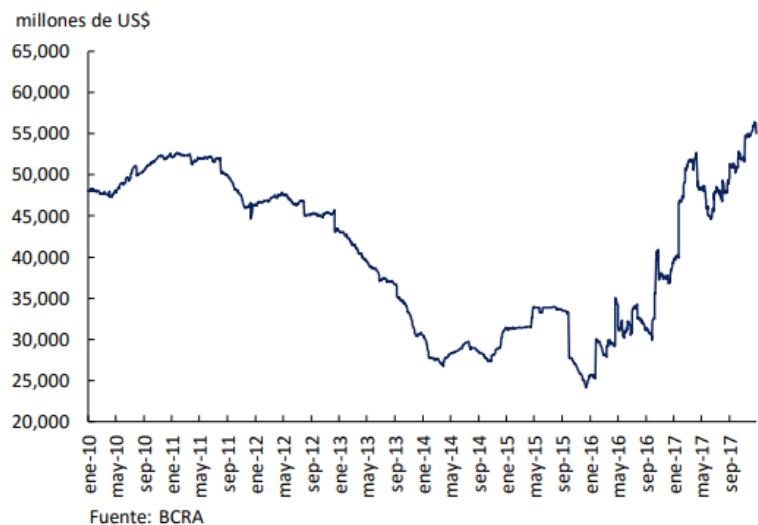
El régimen de tipo de cambio flexible, que es usual encontrar en países con metas de inflación, ha permitido que la desinflación se desarrolle sin una apreciación real sostenida del peso. De hecho, el tipo de cambio real multilateral oscila desde mediados de 2016 en torno a un nivel que resulta 21,5% superior al que tenía antes de la unificación del mercado cambiario a fines de 2015

Gráfico 5.5 | Tipo de cambio real multilateral



Y continúa la acumulación de reservas

Gráfico 5.18 | Stock de reservas internacionales del Banco Central



ABRIL

El principal aporte que la política monetaria puede hacer para que la autoridad monetaria cumpla todos sus mandatos es enfocarse en el de la estabilidad de precios. En línea con esta visión, el BCRA adoptó formalmente un régimen de Metas de Inflación que entró en vigencia a partir de enero de 2017. Como parte de este nuevo régimen, la institución publica en forma trimestral su Informe de Política Monetaria.

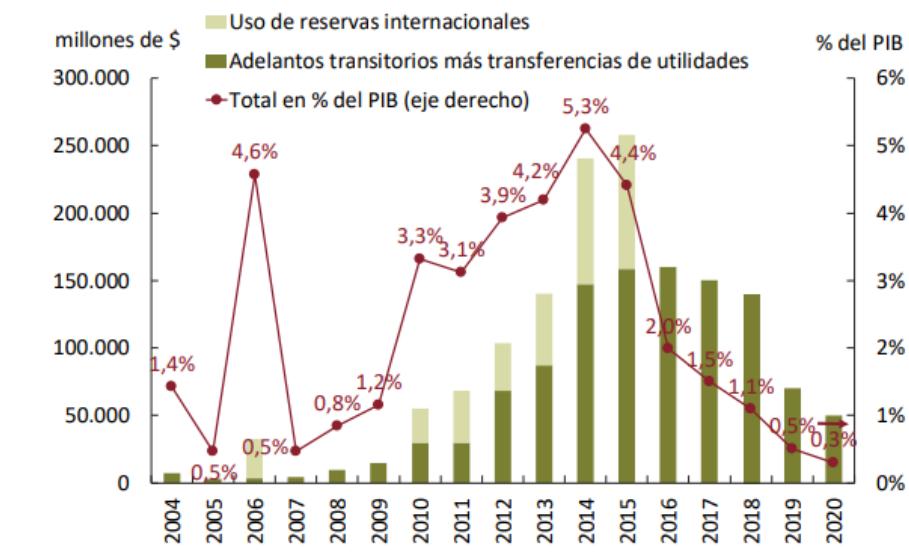
Sin embargo, el cambio de horizonte de las metas de inflación y la baja en la tasa de interés de política en el inicio del año fueron interpretados por el mercado como la antesis de un relajamiento excesivo de la política monetaria. Esto derivó en una dinámica de depreciación del peso que

reflejaba una visión del mercado sobre el futuro de la política monetaria que no se correspondía con la visión del Banco Central.

En ese contexto, y de forma complementaria al manejo de la tasa de interés, el Banco Central intervino en el mercado cambiario desde principios de marzo. Una depreciación del peso mayor a la registrada hasta ese momento no estaba justificada por factores económicos reales ni por el curso previsto de su política monetaria y, de no evitarse, podría afectar el proceso de desinflación.

El Banco Central no relajará el sesgo de la política monetaria hasta que se confirmen señales de desinflación compatibles con el sendero buscado para lograr el objetivo de inflación de 15% interanual a fin de año, 10% en 2019 y 5% en 2020; y estará listo para actuar en caso de que la trayectoria de la inflación se desvíe del escenario mencionado. Asimismo, un factor relevante para la inflación en una perspectiva de largo plazo es que las transferencias que el Banco Central realiza al Tesoro Nacional continuarán disminuyendo hasta limitarse al crecimiento real de la demanda de dinero a partir de 2020 (ver Gráfico 5.3).

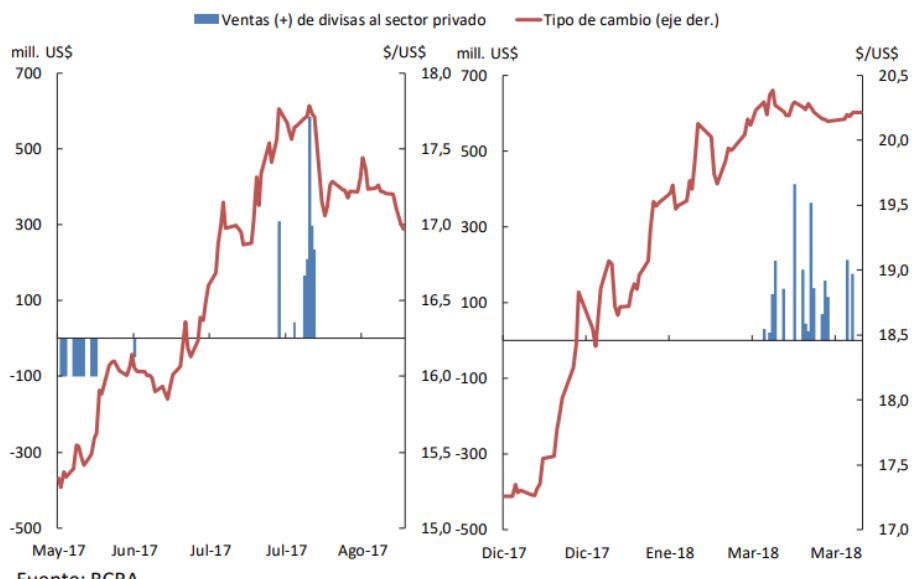
Gráfico 5.3 | Transferencias del Banco Central al Tesoro Nacional



FX

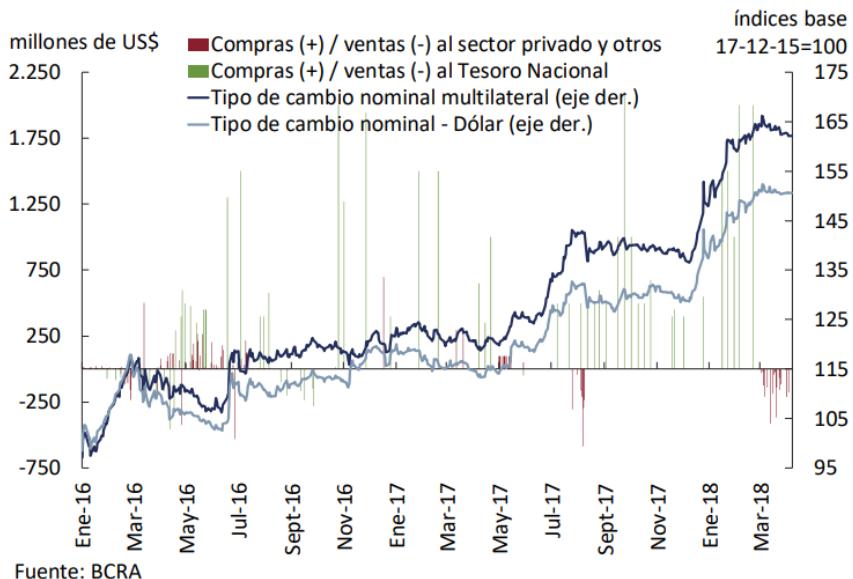
En ese contexto, y de forma complementaria al manejo de la tasa de interés, el Banco Central intervino en el mercado cambiario desde principios de marzo luego de considerar que una depreciación mayor a la registrada hasta ese momento no estaba justificada por factores económicos reales ni por el curso previsto de su política monetaria y que, de no evitarse, tendría el potencial de afectar el proceso de desinflación. El objetivo de dichas intervenciones fue quebrar las expectativas de depreciación e inflación y señalar que la visión del Banco Central sobre la política monetaria futura difería de la del mercado. Así, entre el 5 de marzo y el 10 de abril la autoridad monetaria vendió reservas internacionales en 16 oportunidades por un monto global de US\$ 2.427 millones (promedio de US\$ 152 millones por intervención), lo que representó un 3,9% de las reservas internacionales (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.5 | Episodios recientes de intervención cambiaria



Fuente: BCRA

Gráfico 5.4 | Tipo de cambio e intervenciones cambiarias del BCRA



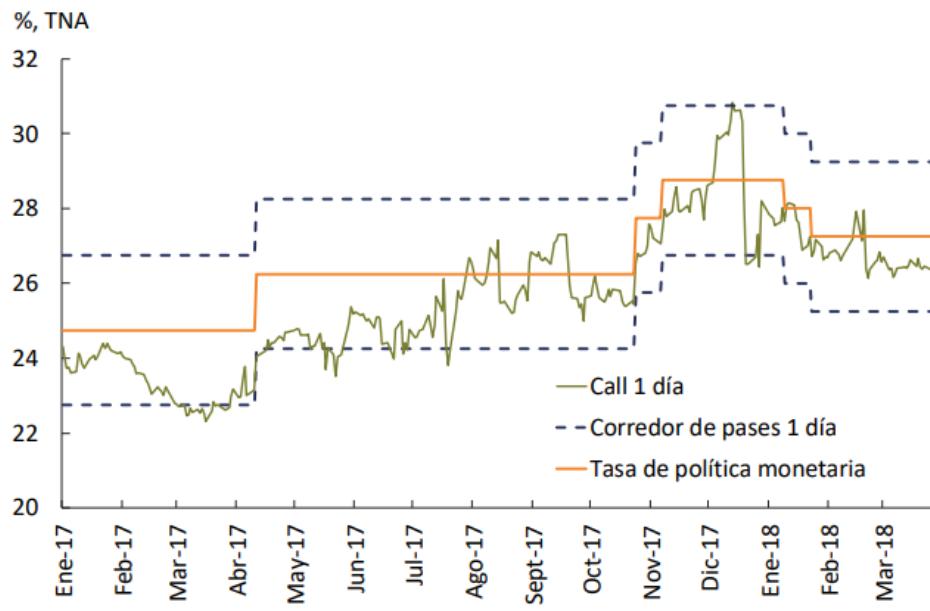
Las operaciones del BCRA en el mercado cambiario son consistentes con el régimen de tipo de cambio flexible vigente desde principios de 2016 y complementarias al manejo de la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria para alcanzar una tasa de inflación baja y estable. Así, la participación ocasional en el mercado cambiario por parte del Banco Central se justifica ante dinámicas disruptivas capaces de alterar la marcha de la inflación o de generar efectos negativos en las condiciones financieras, y es habitual en los regímenes de metas de inflación en países emergentes

RI

Continúa la política de acumulación de reservas

Tasas

Gráfico 5.9 | Corredor de tasa de pases y call (1 día)



Fuente: BCRA

Well Within the Corridor

Cuando la tasa de mercado es presionada para ubicarse debajo del piso, los agentes pueden colocar su exceso de fondos realizando pases pasivos con el Banco Central o comprándole Letras de Liquidez (LELIQ). Por otra parte, la tasa de interés de los pases activos funciona como un techo para las tasas a las que se financian los bancos, es decir, cuando la tasa de mercado enfrenta presión para colocarse por encima del techo, las entidades financieras pueden cubrir su faltante de fondos con préstamos del Banco Central mediante pases activos. Las LELIQ fueron lanzadas por el Banco Central a principios de enero de este año. Son títulos cupón cero con un plazo de 7 días que pueden ser adquiridos sólo por entidades financieras y que pueden ser negociados en el mercado secundario, lo que los vuelve más líquidos que los pases. Hasta el momento estas letras han sido colocadas a la tasa de pases pasivos de 7 días. Desde su lanzamiento fueron ganando participación en las tenencias de liquidez de los bancos frente a los pases pasivos. Mientras que el stock de pases netos (pasivos menos activos) cayó desde \$ 100.175 millones a fines de diciembre del año pasado a \$ 38.161 millones a fines de marzo, las tenencias de LELIQ alcanzaron los \$ 142.524 millones en el mismo lapso (ver Gráfico 5.10).

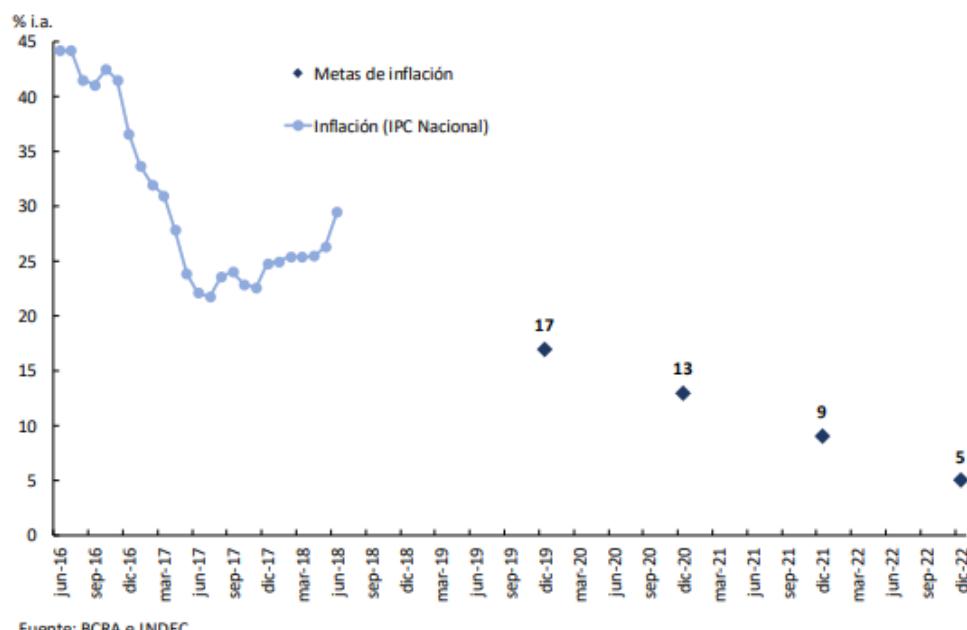
Los LELIQ solo pueden ser adquiridos por entidades financieras a 7 días. Hasta ahora con la misma tasa que la de pases pasivos a 7 días

JULIO

Asimismo, se iniciaron negociaciones con el Fondo Monetario Internacional que culminaron a principios de junio con un programa Stand-By de tres años por US\$50.000 millones y con el compromiso de profundizar las reformas económicas iniciadas en diciembre de 2015, acelerando la reducción del desequilibrio de las cuentas públicas y redoblando esfuerzos para reducir la inflación.

En el programa acordado con el organismo multilateral se mantiene el régimen de metas de inflación, pero se definieron nuevas metas para los próximos años: 17% en 2019, 13% en 2020, 9% en 2021 y 5% interanual en 2022 (a diciembre de cada año). También, se mantiene el esquema de tipo de cambio flexible junto con la posibilidad de que el Banco Central realice intervenciones limitadas para moderar movimientos disruptivos del mercado de cambios que puedan afectar la estabilidad financiera o el sendero de desinflación.

Gráfico 5.4 | Metas de inflación 2018-2022



Fuente: BCRA e INDEC

Entre los cambios más relevantes se destacan la finalización del financiamiento al Tesoro por parte del Banco Central, el inicio de un programa para reducir el stock de letras intransferibles (que se utilizará para, a su vez, bajar el stock de LEBAC en circulación), y el proyecto de reforma de la Carta Orgánica para otorgar mayor autonomía a la autoridad monetaria, mejorar la rendición de cuentas y aumentar su transparencia.

Ante la vuelta de la turbulencia cambiaria a mediados de junio, una nueva conducción del Banco Central tomó medidas adicionales para moderar la suba del tipo de cambio, que consistieron en absorber liquidez en pesos (mediante aumentos de los encajes bancarios), permitir un incremento de tasas de interés consistente con la nueva astringencia monetaria, y proveer dólares al mercado ante situaciones de iliquidez o disrupción

Nuevo Objetivo (AM otra vez): Las nuevas autoridades del Banco Central anunciaron cambios en la implementación de la política monetaria, dentro del esquema de metas de inflación con tipo de cambio flexible. El más significativo consiste en que en la transición hasta alcanzar tasas de inflación de un dígito, el esquema con la tasa de interés como único instrumento de política monetaria será reforzado por un seguimiento más atento a los agregados monetarios. En este sentido, tanto el M2 privado en pesos como una medida de base monetaria amplia (que considera además los pasos netos, LELIQ y LEBAC en poder de los bancos) están mostrando señales de desaceleración en términos de variaciones interanuales. (AUN SIN OBJETIVOS DE M2 o BM)

Tabla 5.1 | Criterios de ejecución cuantitativos y cláusulas de consulta monetarias acordadas con el FMI

	En miles de millones de pesos a menos que sea mencionado	Criterios de evaluación		Metas indicativas	
		2018		2019	
		Fin-Jun	Fin-Sep	Fin-Dic	Fin-Mar
Objetivos monetarios					
Cambio en las reservas internacionales netas (piso) (en miles de mill. US\$, desde el 4-Jun-18) (1)	5,5	5,5	5,5	5,5	7,5
Cambio en el stock de futuros no entregables de tipo de cambio (techo) (en miles de mill. US\$, desde el 4-Jun-18)	1	0	-0,5	-1	-1,5
Cambio en el crédito del Banco Central al gobierno (techo) (respecto a fines de mayo 2018)	0	-78	-156	-234	-312
Financiamiento del gobierno por parte del Banco Central (techo) (2)	0	0	0	0	0
Cláusulas de consulta - inflación (bandas de inflación en %, i.a.)					
Cota externa (superior)	32	32	32	28	26
Cota interna (superior)	29	29	29	26	24
Meta central de inflación	27	27	27	24	22
Cota interna (inferior)	25	25	25	22	20
Cota externa (inferior)	22	22	22	20	18
Cambios en los activos domésticos netos del Banco Central (techo) (respecto a fines de mayo 2018) (1)	15	64	166	173	184

Turbulencia cambiaria abril-mayo

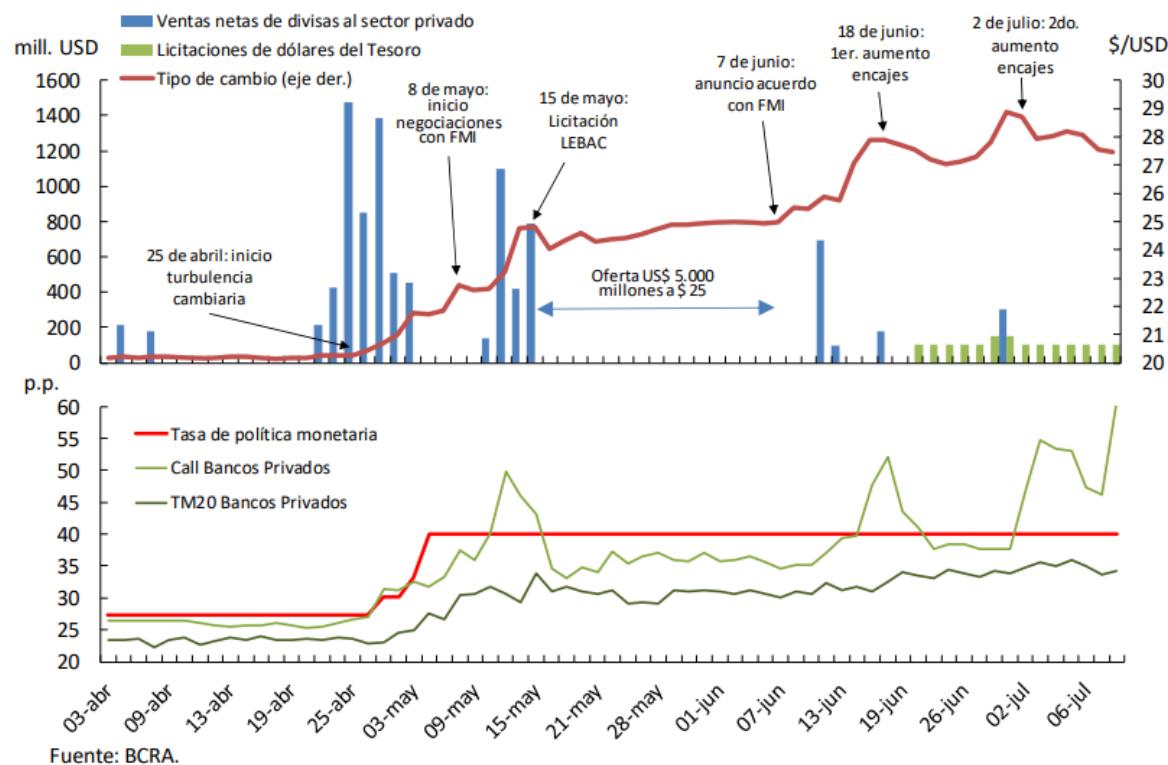
En el inicio de las tensiones cambiarias el Banco Central decidió realizar intervenciones en el mercado de cambios para contener la depreciación del peso, con el objetivo de garantizar el proceso de desinflación. Con el correr de los días, y ante la evidencia de que los movimientos observados reflejaban un shock más profundo sobre el mercado cambiario y no un episodio aislado de volatilidad, el Banco Central fue reduciendo la magnitud de sus intervenciones y permitiendo un deslizamiento mayor del tipo de cambio. Mientras que en los primeros cinco días de la turbulencia la intervención en el mercado cambiario acumuló US\$4.663 millones y el tipo de cambio se incrementó 7,4%, en el resto del episodio, hasta el 15 de mayo, el Banco Central utilizó US\$2.440 millones de sus reservas

Tesoro

En lo que respecta a la primera medida, para este año las transferencias acordadas con el Tesoro en términos de adelantos transitorios y transferencias de utilidades ascendían a \$ 140.000 millones (1,1% del PIB), en 2019 iban a alcanzar los \$ 70.000 millones (0,5% del PIB) y, a partir de 2020, una cifra equivalente al crecimiento real de la demanda de dinero, que en la práctica equivalía a una regla de señoreaje basada en multiplicar el crecimiento económico por la base monetaria (0,3% del PIB en 2020). En este contexto, el 7 de junio se dispuso la finalización de las transferencias al Tesoro por adelantos transitorios y remisión de utilidades (este es un criterio de ejecución cuantitativo del programa con el FMI; ver Tabla 5.1), con lo cual no se transferirán los \$70.100 millones que restaban para este año. Esto contribuirá a reducir las necesidades de esterilización del Banco Central y, consecuentemente, a moderar el aumento del stock de pasivos remunerados.

Para diciembre de 2019, el gobierno se comprometió a proporcionar autonomía financiera al Banco Central, con un nivel adecuado de capital

Gráfico 5.2 | Intervenciones cambiarias, tipo de cambio y tasas de interés



Al mismo tiempo, el Banco Central incrementó la tasa de política monetaria (el centro del corredor de pases a 7 días) 1275 puntos básicos en tres ocasiones por fuera del cronograma de reuniones, hasta el 40% anual, con el fin de moderar el traslado de los movimientos cambiarios hacia el resto de los precios de la economía. También amplió el corredor de tasas para permitir que el rendimiento de los activos domésticos pudiera responder más libremente a shocks de alta frecuencia.

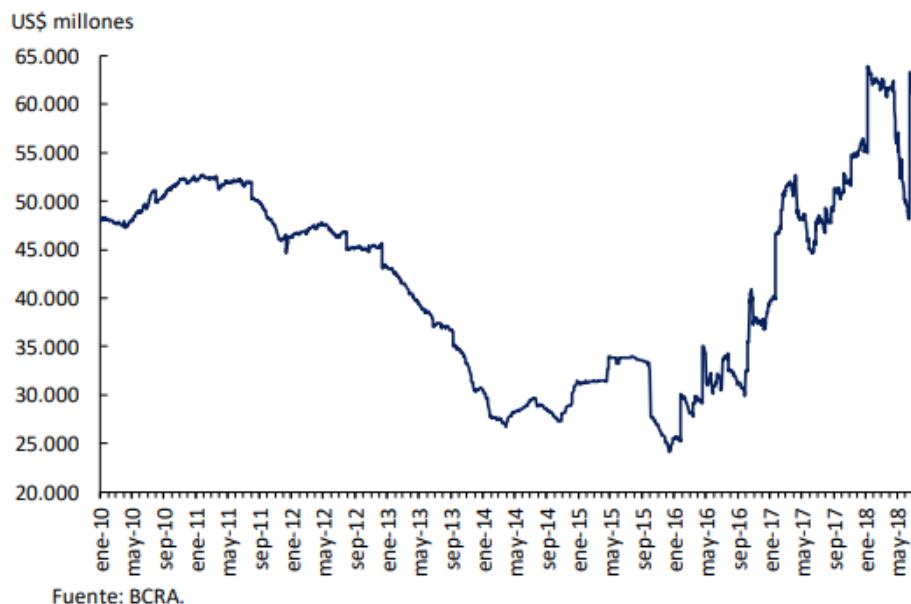
Las tasas de interés del mercado monetario, presionadas por la salida desde los activos en pesos, siguieron la suba de la tasa de política monetaria y los cambios en las bandas del corredor

Todo esto se complementó con un anuncio del Ministerio de Hacienda de una reducción del déficit fiscal primario de 2018 mayor a la prevista originalmente (de 3,2% del PIB a 2,7% del PIB), realizado el 4 de mayo; y con otro del Poder Ejecutivo de iniciar negociaciones con el FMI para asegurar el financiamiento del sector público nacional de los próximos años, realizado el 8 de mayo.

FX

EL FMI salvó las reservas argentinas

Gráfico 5.6 | Reservas internacionales del Banco Central



Fuente: BCRA.

Cambios en la implementación de la pol mon

También se modificó la frecuencia de la decisión de política monetaria, que pasó de quincenal a mensual. Este cambio manifiesta el entendimiento de que las decisiones de política monetaria deben reflejar cierta persistencia consistente con una perspectiva sobre las tendencias de la inflación para los meses siguientes. De todos modos, en situaciones de alta volatilidad, el Banco Central mantendrá una activa intervención en el mercado secundario de LEBAC con el objetivo de reforzar la señal de política monetaria, cuando fuese necesario, entre las reuniones de tasa de política.

OCTUBRE

Durante agosto volvieron las tensiones cambiarias como resultado de la confluencia, nuevamente, de factores externos e internos. Frente a esta situación, el Banco Central tomó una serie de medidas para morigerar las presiones sobre el mercado cambiario y sus efectos sobre la inflación: aumentos de la tasa de interés de referencia, intervenciones en el mercado de cambios, incrementos de los encajes legales, reducción paulatina del peso de las LEBAC y finalización de las transferencias al Tesoro por adelantos transitorios y remisión de utilidades.

Fin del esquema de objetivos de inflación, objetivos de AM

a partir del 1º de octubre, en el marco de un nuevo acuerdo con el FMI, el Banco Central decidió implementar un nuevo esquema de política monetaria basado en una meta de base monetaria complementada con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria.

De esta forma, se dejó de lado el esquema de metas de inflación que se venía aplicando desde septiembre de 2016. Sin embargo, en nuestro país su aplicación se vio obstaculizada por las

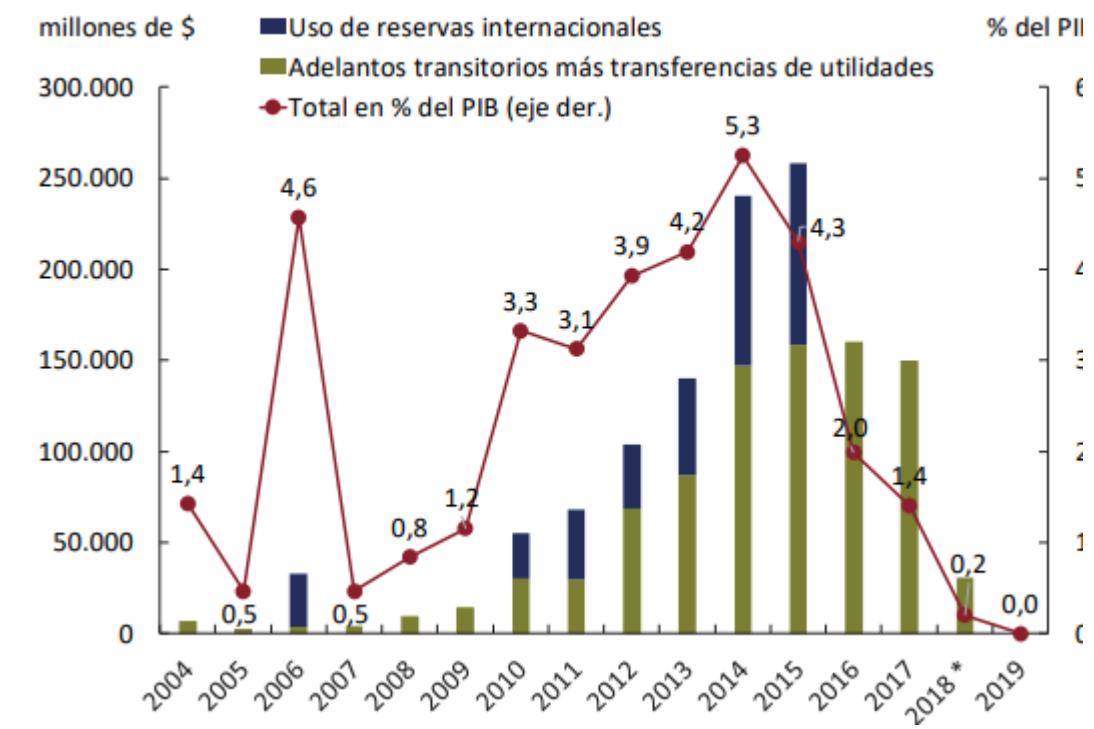
condiciones que presentaba la economía al inicio de su implementación: una inflación elevada y persistente, un ajuste pendiente de precios relativos (tipo de cambio y tarifas de servicios públicos) y un elevado déficit de las cuentas públicas financiado en parte con transferencias del Banco Central

Así, con el objetivo de establecer un compromiso más concreto y potente con la estabilidad de precios en el corto plazo que fuera fácilmente verificable por el público, se estableció como ancla nominal la meta de no incrementar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019. Se eligió este agregado monetario debido a que es el que está bajo control directo del BCRA.

Existe amplia evidencia a lo largo de la historia de una fuerte relación entre dinero y precios³⁹. Este vínculo se vuelve más sólido en el caso de economías con altos niveles de inflación y bajo desarrollo financiero⁴⁰. Es por esto que muchos planes de estabilización se han basado en el control de la cantidad de dinero. *Crecimiento mensual nominal cero de la base monetaria ajustado con la estacionalidad de diciembre y junio (se permitirá un crecimiento de 6.2% y 4.2% mensual en dichos meses)*

La nueva política monetaria es consistente con las metas de equilibrio fiscal primario en 2019 y superávit en 2020 fijadas en el nuevo acuerdo con el FMI. Tal como fuera anunciado en junio de este año, el Banco Central no realizará más transferencias al Tesoro

Gráfico 5.6 | Transferencias del BCRA al Tesoro Nacional



Tasa de referencia: LELIQ

El nuevo esquema monetario prevé el uso de las LELIQ como instrumento regulador de la liquidez de la economía.

Desde el punto de vista operativo, la meta monetaria se implementa mediante subastas diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos⁴². De esta forma, la tasa de interés de referencia pasó a definirse como la tasa promedio resultante de las operaciones diarias

Al establecerse una meta sobre la cantidad de dinero, la tasa de interés de referencia (la tasa de LELIQ)² pasa a determinarse por la oferta y demanda de liquidez, y se ubica en el nivel que resulte consistente con el compromiso de crecimiento nulo de la base monetaria. Operativamente, la meta monetaria se implementa mediante subastas diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos.

Con zonas de no intervención cambiaria

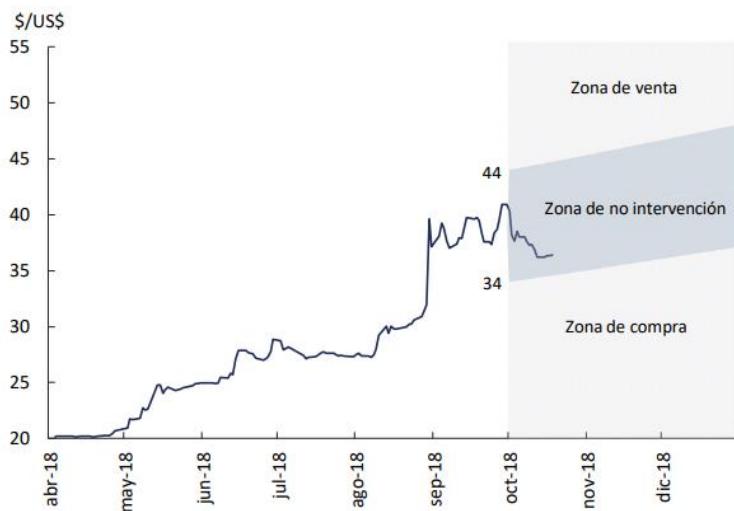
Es por ello que la meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se define inicialmente entre \$34 y \$44, dentro de la cual el peso flota libremente, y se ajusta diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de año **De oct 18 a Dic 18**

En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por encima de la zona de no intervención (señal de caída de la demanda de activos financieros en pesos), el Banco Central puede realizar subastas diarias de moneda extranjera por hasta US\$ 150 millones. Estas ventas derivan en una sustracción de pesos de la economía que tiende a corregir una presión excesiva hacia la depreciación del peso. En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por debajo de la zona de no intervención (señal de aumento de la demanda de pesos), el Banco Central puede comprar moneda extranjera para evitar una apreciación excesiva del peso. Ante esta señal de aumento de la demanda de dinero, la autoridad monetaria puede decidir aumentar la base monetaria más allá de las metas, respaldando esta expansión a través de un incremento de reservas internacionales.

No son paridades fijas con las que se compromete el BCRA, sino guías sobre qué puede esperarse del comportamiento del banco.

² En las subastas de LELIQ, el Banco Central anuncia un monto tentativo y la tasa mínima de colocación. Recibidas las posturas, la autoridad monetaria determina la tasa de corte y adjudica con precio múltiple.

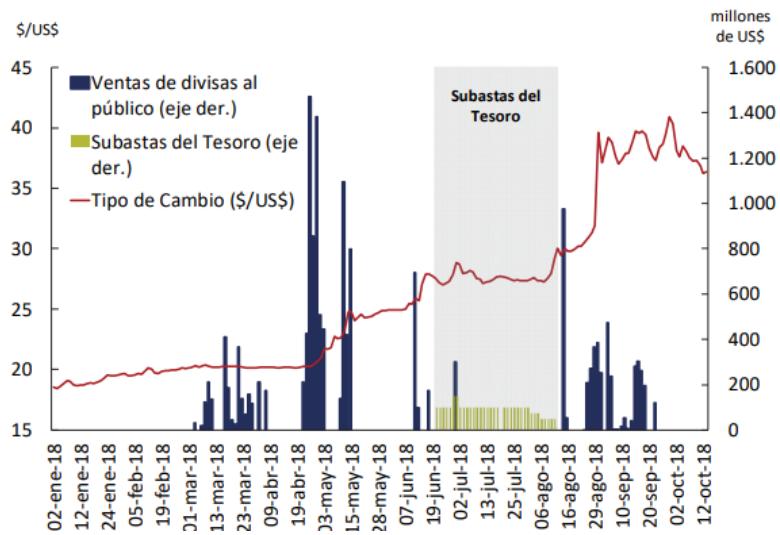
Gráfico 5.7 | Esquema de zonas de no intervención e intervención cambiaria



Reaparecieron las tensiones cambiarias en agosto: ¿pq abandonaron finalmente inflation targeting?

La turbulencia financiera se intensificó a fines de agosto, registrándose el día 30 un aumento del tipo de cambio de 24%, que luego se estabilizó en torno a \$ 38,5 por dólar durante septiembre para ubicarse en \$ 40 por dólar hacia el final del mes. De esta forma, la cotización de la divisa norteamericana acumuló una suba de 42% entre fines de junio y fines de septiembre (ver Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1 | Tipo de cambio, intervenciones cambiarias del BCRA y subastas de divisas del Tesoro



Subieron las tasas mucho pero no fue suficiente para frenar la depreciación

Primeros resultados

La implementación del nuevo régimen monetario a partir de principios de octubre devolvió la calma al mercado cambiario. El tipo de cambio se movió hacia la baja dentro de la zona de no intervención,

registrando una caída de 11% entre el 28 de septiembre y el 19 de octubre (ver Gráfico 5.7). De esta forma, el tipo de cambio acumula una suba de 95% desde fines del año pasado, lo que ubica al tipo de cambio real (multilateral) en niveles de mediados de 2010 (ver Gráfico 5.11).

Gráfico 5.18 | Reservas internacionales del BCRA

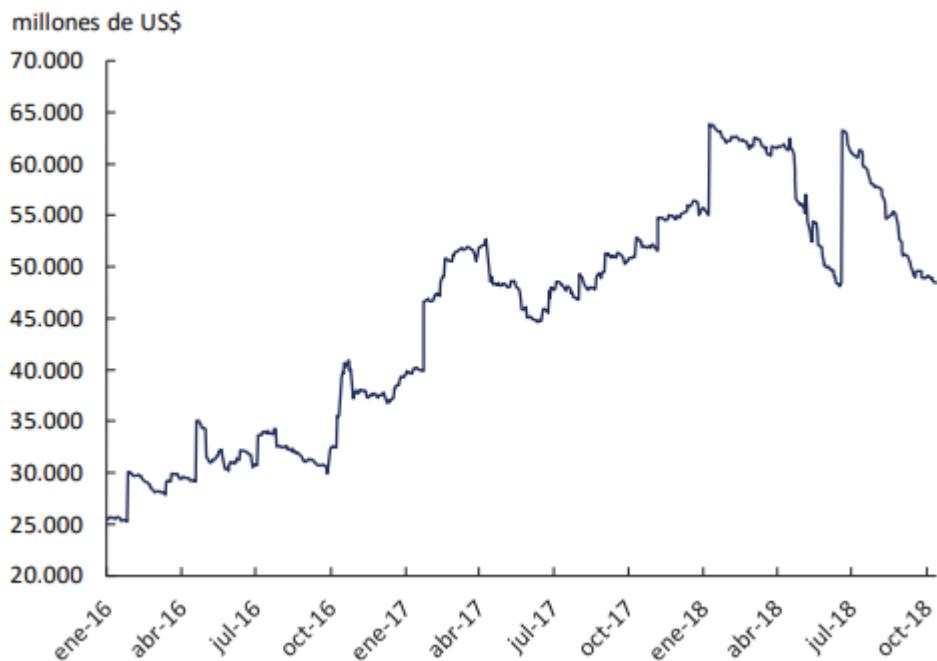
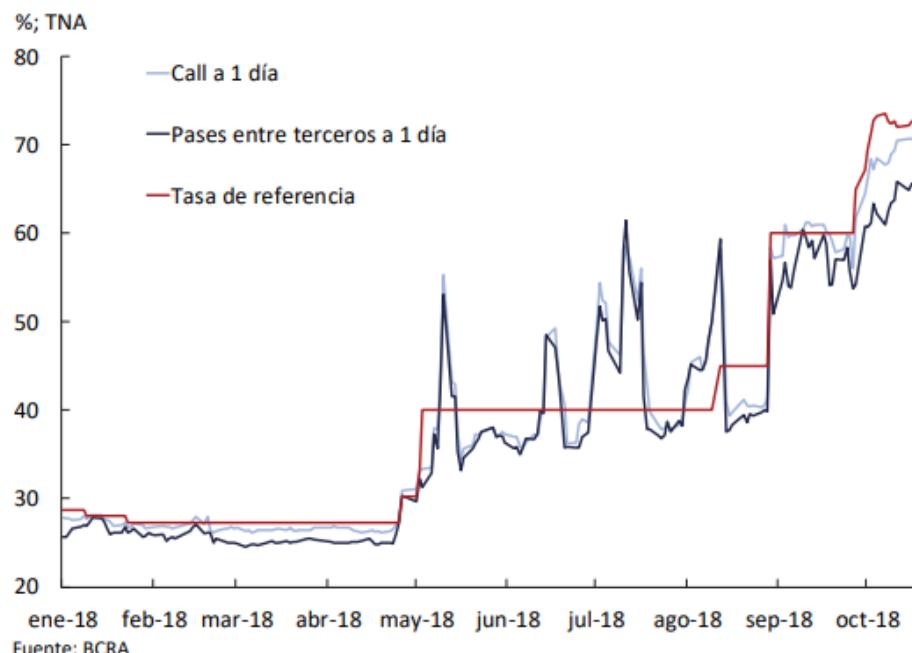


Gráfico 5.19 | Tasas de interés del mercado monetario



2019

Desde octubre de 2018, el Banco Central implementa un nuevo régimen de política monetaria basado en metas de agregados monetarios complementadas con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria.²⁹ El BCRA se comprometió a no aumentar la base monetaria hasta junio de 2019, permitiendo ajustes estacionales en diciembre de 2018 y junio de 2019, y correcciones por intervenciones no esterilizadas en el mercado de cambios

En los primeros meses del nuevo esquema, el Banco Central logró un control efectivo de los agregados monetarios, sobrecumpliendo la meta monetaria. Dada la dinámica de la inflación en ese lapso, este cumplimiento implicó una reducción significativa de la cantidad de dinero en términos reales, lo que refleja el sesgo contractivo de la política monetaria

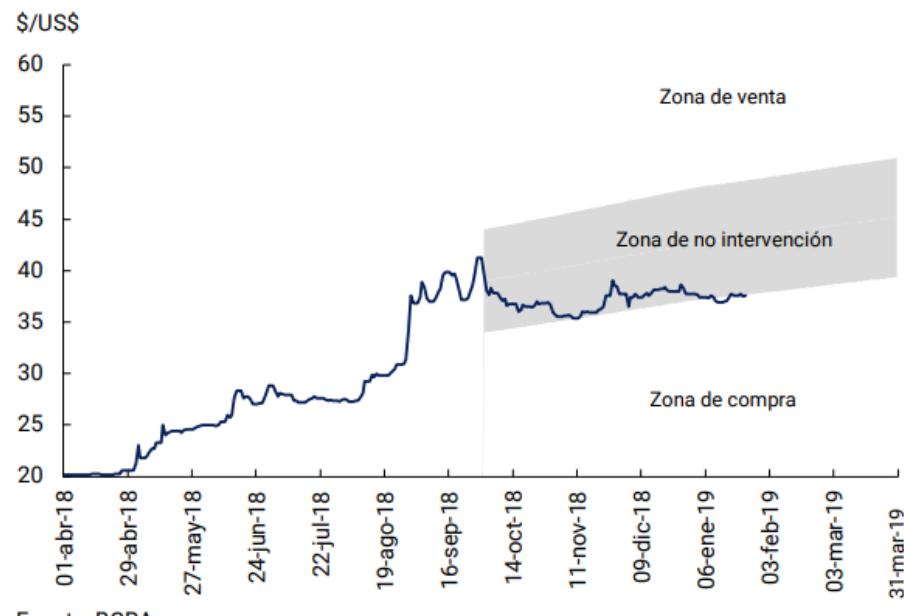
Durante el último trimestre del año pasado, el tipo de cambio operó siempre dentro de la zona de no intervención, aunque acercándose al límite inferior de la misma a medida que se recuperaba la demanda de pesos. En enero, se ubicó por debajo de dicho límite, lo que le permitió al Banco Central comprar divisas en el mercado de cambios mediante la realización de subastas diarias no esterilizadas y aumentar así la meta monetaria.

ENERO

En los primeros tres meses de funcionamiento del nuevo esquema monetario, el Banco Central sobrecumplió el objetivo de base monetaria (BM) en alrededor de 1,2%

En los primeros días de enero, el tipo de cambio se ubicó por debajo del límite inferior de la zona de no intervención. Esto le permitió al Banco Central comprar divisas en varias oportunidades y aumentar la base monetaria con los pesos resultantes de dichas operaciones, de acuerdo con el esquema de intervenciones cambiarias previsto en el nuevo régimen monetario. Así, el BCRA adquirió US\$240 millones en el mercado de cambios, que se reflejó en un incremento de la meta de BM del mes de enero de un promedio mensual de \$1.351 a uno de \$1.356 mil millones.³² Durante los primeros veintidós días de enero, el promedio acumulado de BM alcanzó a \$1.337 mil millones, \$19.000 millones por debajo de la meta prevista para el mes.

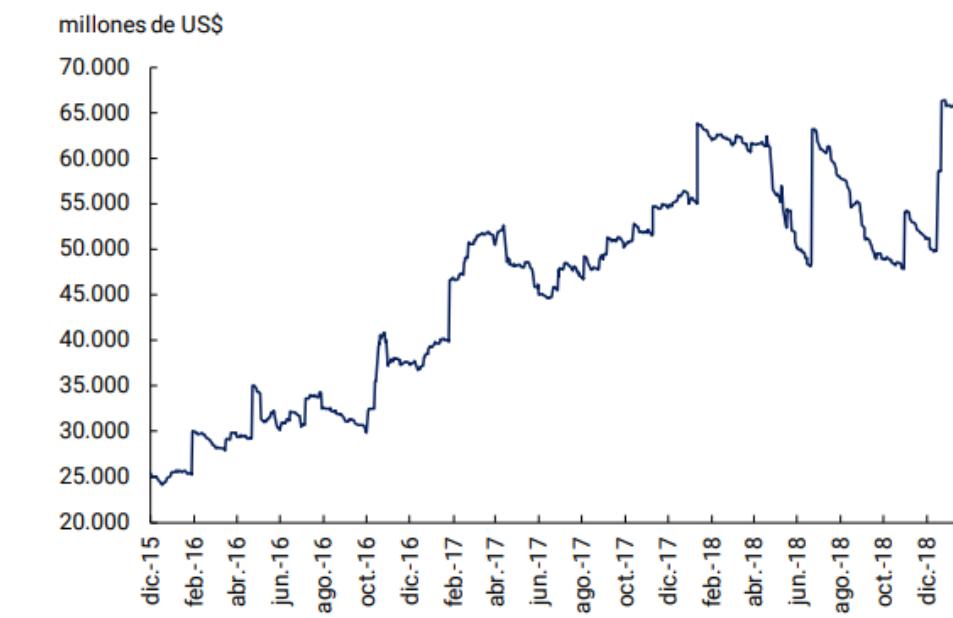
Gráfico 5.2 | Esquema de zonas de no intervención e intervención cambiaria



Tasas

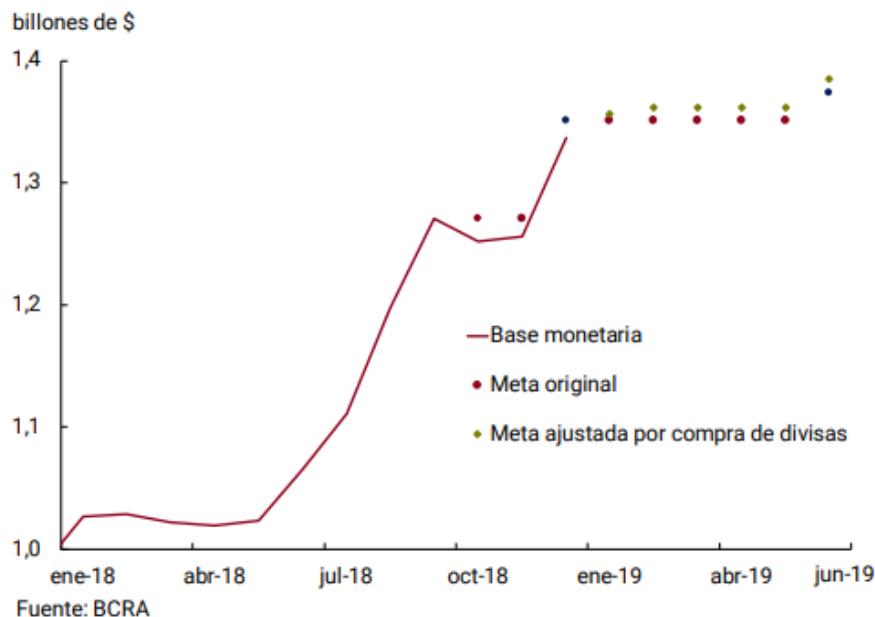
Al establecerse una meta sobre la cantidad de dinero, la tasa de interés de referencia pasó a determinarse por la oferta y la demanda de liquidez en las subastas diarias de LELIQ, hasta alcanzar un nivel consistente con el compromiso de crecimiento nulo de la base monetaria. Luego de tocar un máximo de 73,5% anual el 8 de octubre como consecuencia de la implementación del nuevo esquema monetario, la tasa de interés de referencia comenzó a descender.

Gráfico 5.6 | Reservas internacionales del BCRA



Metas 2019

Gráfico 5.18 | Metas de base monetaria en 2019



ABRIL

Sigue el prefacio

Desde octubre de 2018, el Banco Central de la República Argentina lleva adelante un esquema basado en el control de la base monetaria y la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria

El nuevo esquema redujo la volatilidad nominal registrada durante el año pasado: luego del pico de septiembre (6,5%), la inflación mensual comenzó a descender. Sin embargo, las tasas de inflación de febrero y marzo de 2019 han sido superiores a las deseadas por el BCRA. En parte, se explican por los aumentos de precios regulados, así como por el impacto rezagado de la depreciación cambiaria. A esta situación se sumó una mayor volatilidad cambiaria a partir de fines de febrero.

En este contexto, el Banco Central sobrecumplió sus metas monetarias en todos los meses del primer trimestre, lo que implicó un mayor sesgo contractivo de la política monetaria. En consecuencia, luego de caer durante enero y la primera parte de febrero, la tasa de interés de referencia volvió a incrementarse hasta llegar a 68,2% anual a fines de marzo, lo que acotó la volatilidad cambiaria registrada a partir de mediados de febrero. Para dar mayor previsibilidad a esta dinámica, el Banco Central anunció que absorberá la liquidez necesaria para sostener una tasa mínima de 62,5% anual durante abril.

Se decidió extender el objetivo de crecimiento cero de la base monetaria hasta fin de año, eliminar el ajuste por estacionalidad previsto para junio (manteniendo el ajuste de diciembre de 6,3%) y hacer permanente el sobrecumplimiento de la base monetaria alcanzado en febrero. Con estas medidas, la meta de base monetaria a fin de 2019 pasará a ser 10,3% inferior a lo establecido originalmente (ver Gráfico 5.1).

En lo que respecta al esquema cambiario, se estableció un ritmo de crecimiento de los límites de la zona de no intervención de 0% para el resto del año, los cuales quedarán fijados en \$39,75 y \$51,45 (ver Gráfico 5.5). Asimismo, se decidió que no se realizarán compras de divisas en el caso en que el tipo de cambio se ubique por debajo del límite inferior de la zona de no intervención hasta el 30 de junio, lo que garantiza que la meta de base monetaria no aumentará por este motivo

Gráfico 5.1. Metas de base monetaria para 2019

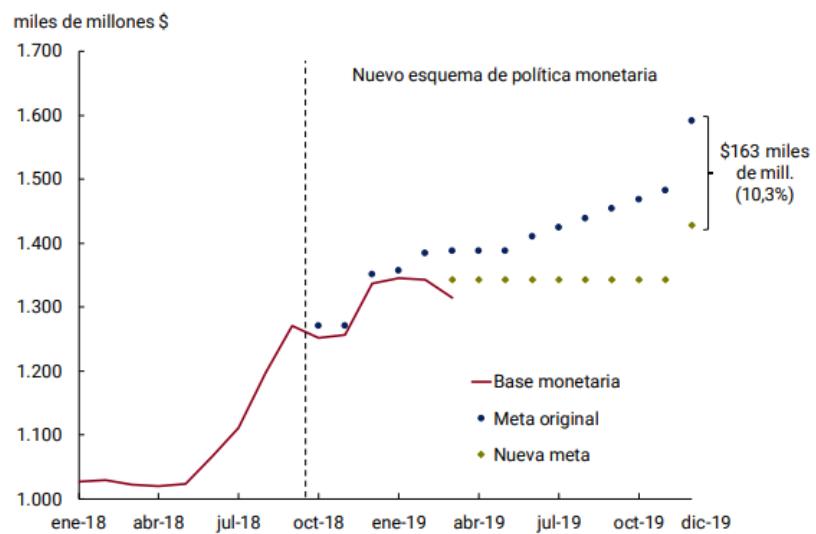
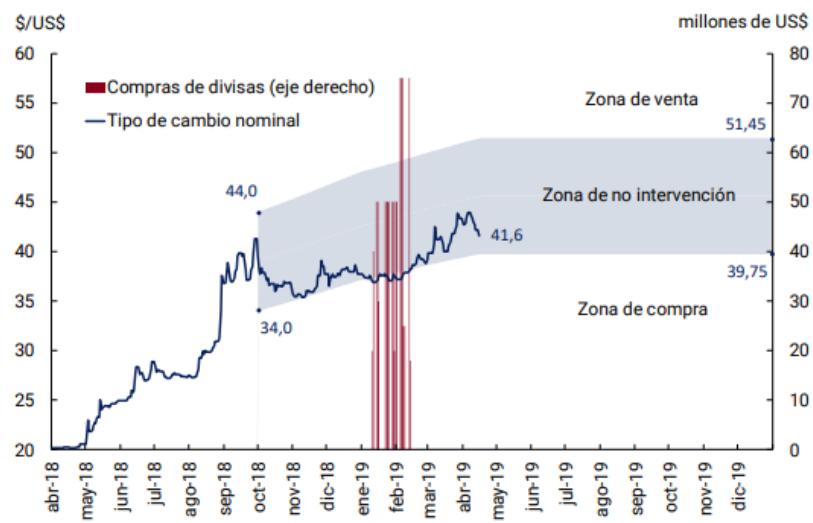


Gráfico 5.5. Tipo de cambio e intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios



Las compras de divisas en el mercado cambiario y el ingreso del cuarto tramo del acuerdo Stand-By firmado con el FMI por US\$10.800 millones, llevaron a las reservas internacionales a US\$77.334 millones al 10 de abril, unos US\$11.500 millones por encima del nivel de fines de diciembre del año pasado

Las tasas de interés del mercado interbancario -call y pases entre terceros a 1 día- exhibieron aumentos de 6 p.p. y 10 p.p., respectivamente, entre fines de diciembre y los primeros días de abril, acompañando el alza de alrededor de 8 p.p. de la tasa de LELIQ en el mismo periodo (ver Gráfico 5.7). De esta forma, las tasas del mercado monetario se ubicaron en 64,5% y 63,2% anual, respectivamente, tras haber tocado valores mínimos a mediados del mes de febrero, en línea con la dinámica de la tasa de referencia.

Gráfico 5.7. Tasas de interés de referencia y del mercado interbancario



El sesgo contractivo del esquema monetario se mantendrá a lo largo de 2019, por lo que se espera que la tasa de interés de referencia baje gradualmente y sólo en la medida en que disminuya la inflación.

JULIO

Durante el segundo trimestre del año el Banco Central siguió cumpliendo cada mes su meta de crecimiento cero de base monetaria (BM), que se mantuvo en \$ 1.343,2 mil millones.

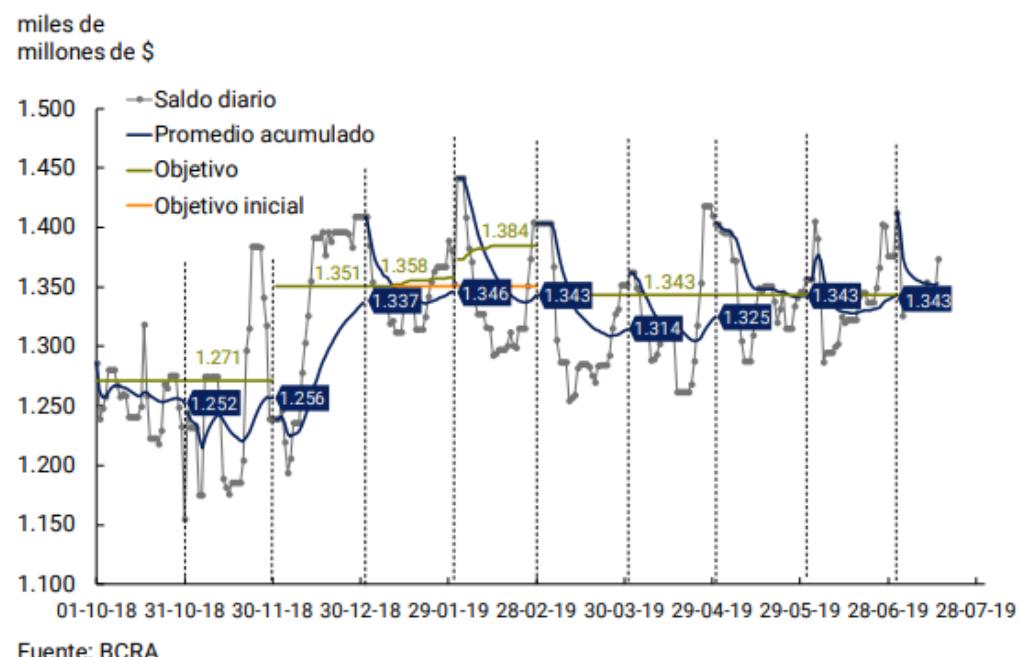
El esquema de agregados monetarios redujo la volatilidad nominal registrada hasta el tercer trimestre del año pasado, y la inflación comenzó a descender desde el pico de 6,5% mensual registrado en septiembre de 2018. No obstante, durante el primer trimestre de 2019, la concentración de aumentos de los precios regulados, a lo que se le sumaron los efectos rezagados de la depreciación cambiaria de 2018 y un nuevo episodio de volatilidad cambiaria en marzo, hicieron que la inflación vuelva a aumentar

Frente a esta situación, el Comité de Política Monetaria (COPOM) tomó una serie de medidas adicionales durante marzo y abril de 2019 para reforzar el esquema monetario-cambiaro: 1) redujo

en \$43 mil millones la meta de base monetaria, eliminó el ajuste estacional de la meta previsto para junio y extendió a todo 2019 el compromiso de cero crecimiento de la base monetaria, inicialmente previsto hasta junio de 2019; 2) estableció un mínimo a la tasa de interés de referencia de 62,5% anual, que estuvo vigente durante el trimestre abril-junio y que se redujo a 58% anual en julio; 3) fijó en cero el crecimiento de los límites de la zona de referencia cambiaria, dejándose constantes el límite superior en 51,448 pesos por dólar y el límite inferior de 39,755 pesos por dólar hasta fin de año, y decidió abstenerse de comprar divisas si el tipo de cambio se ubicara por debajo de la zona de referencia; y 4) dispuso que se podrán realizar ventas de divisas en el mercado cambiario ante episodios de volatilidad excesiva, incluso si el tipo de cambio se encontrara dentro de la zona de referencia.

La visión del BCRA es que están dadas las condiciones macroeconómicas para lograr una desinflación sostenible, dado que se recuperaron los equilibrios macroeconómicos básicos. Se está alcanzando el equilibrio fiscal y se dejó de recurrir al financiamiento monetario del Tesoro. El tipo de cambio hoy es competitivo, con un nivel en junio que resulta alrededor de un 50% mayor al valor registrado previo a la unificación cambiaria de diciembre de 2015, lo que ha permitido corregir el desequilibrio del sector externo

Gráfico 5.1 | Seguimiento de las metas de base monetaria

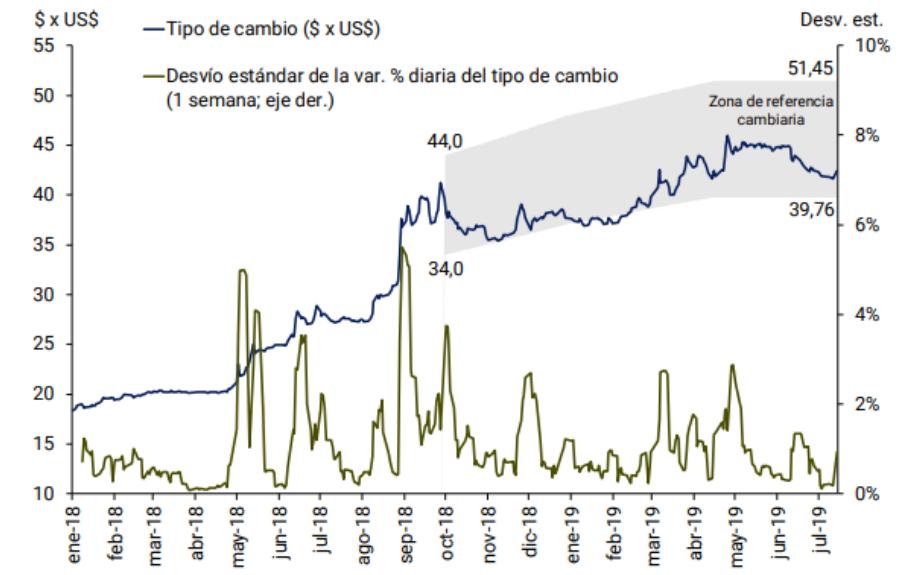


En el mes de julio, la meta de base monetaria se mantuvo en \$1.343,2 mil millones.

Las medidas adoptadas y el sostentimiento de una política monetaria restrictiva, en un contexto de mejores condiciones internacionales, contribuyeron a la estabilización de la dinámica cambiaria. Luego de aumentar 19% entre principios de febrero y fines de abril, la divisa norteamericana cayó

4% hasta los mediados de julio, en tanto la volatilidad semanal de las variaciones diarias del tipo de cambio se redujo fuertemente desde el pico que había registrado a fines de abril

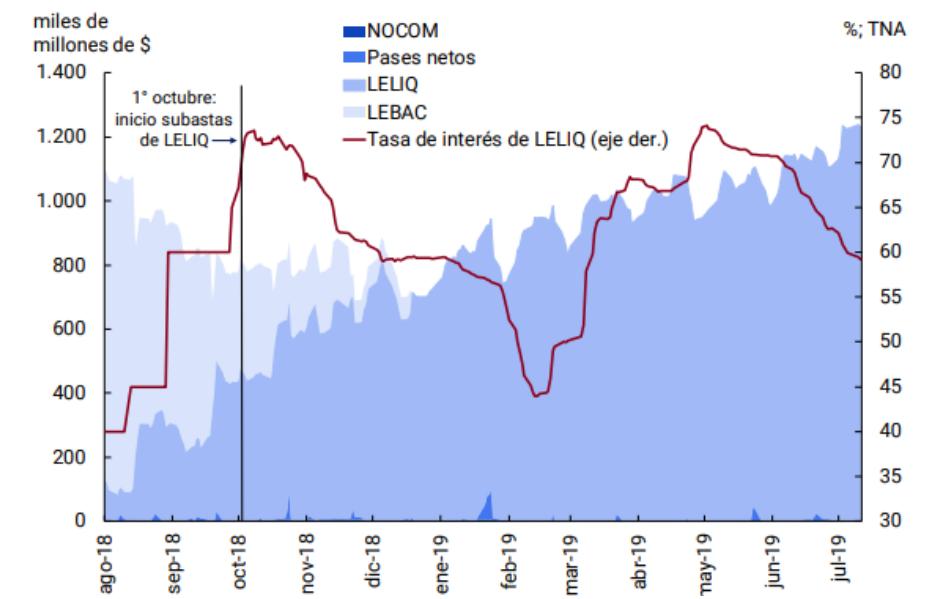
Gráfico 5.4 | Evolución reciente de tipo de cambio y su volatilidad



Al establecerse una meta sobre la cantidad de dinero, la tasa de interés de referencia se determina por la demanda de liquidez en las subastas diarias de LELIQ. Si hay aumentos en las expectativas de inflación o una mayor percepción de riesgo, las entidades financieras demandan una mayor tasa de interés para mantener sus posiciones en pesos, lo que se ve reflejado rápidamente en la tasa de interés que surge de las licitaciones de LELIQ. Esta reacción de la tasa de interés de referencia ayuda a reducir la volatilidad cambiaria y a aumentar el sesgo contractivo frente a sorpresas inflacionarias

Así, frente a la mayor volatilidad cambiaria de abril, la tasa de interés de referencia se incrementó 7,2 p.p. hasta alcanzar 74,1% anual el 2 de mayo (ver Gráfico 5.5). Esta dinámica de la tasa nominal de referencia implicó que la tasa de interés real haya alcanzado un nivel elevado en términos históricos, lo que refuerza el sesgo contractivo de la política monetaria

Gráfico 5.5 | Tasa de interés de LELIQ y stock de pasivos remunerados en pesos (LEBAC, LELIQ, NOCOM y pases netos)



OCTUBRE

La crisis de las PASO en AGO

Tras las elecciones primarias aumentó la percepción del riesgo asociado a los activos argentinos, deteriorando la capacidad del sector público de renovar los vencimientos de la deuda de corto plazo. Esto provocó una fuerte caída en el precio de todos los activos argentinos (títulos públicos y privados, acciones y otros), una depreciación del tipo de cambio, y una caída de los depósitos en dólares.

El 12 de agosto el mercado bursátil registró una de las mayores caídas de su historia (-37,9% en pesos y -49,5% en dólares) y los bonos del Tesoro en dólares de corto y largo plazo mostraron una baja promedio de 28% y 25%, respectivamente.⁴⁵ Por su parte, el tipo de cambio registró un aumento de 22,8% el primer día hábil posterior a las elecciones, volviendo a subir hacia fines de agosto hasta alcanzar \$59,1 por dólar (+30,1% respecto al 9 de agosto; ver Gráfico 5.1)

El BCRA continuó manteniendo una política monetaria contractiva y, en forma complementaria, implementó un conjunto de medidas destinadas a regular el acceso al mercado cambiario y a reducir la demanda de dólares. El Banco Central intervino en el mercado de cambios para reducir la volatilidad cambiaria y evitar un mayor traspaso a precios del aumento del tipo de cambio. Para ello, realizó ventas no esterilizadas de divisas por primera vez desde la implementación del régimen de metas de base monetaria en octubre del año pasado

En lo que respecta a las personas humanas, se permite la compra de hasta US\$10.000 por mes destinada a la formación de activos externos, ayuda familiar y operaciones de derivados, necesitando autorización del Banco Central para la adquisición de sumas mayores a ese monto ->

El regreso del CEPO

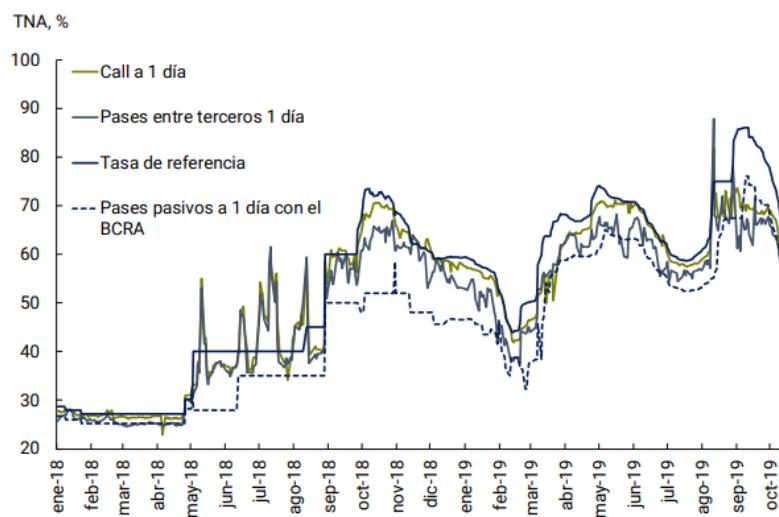
El Banco Central continuará privilegiando la estabilidad monetaria y financiera durante el período electoral, manteniendo el objetivo de mediano plazo de lograr una tasa de inflación baja y estable. La suba del tipo de cambio interrumpió el proceso de desinflación que venía observándose hasta mediados de agosto. La autoridad monetaria seguirá implementando una política monetaria contractiva, basada en el cumplimiento de las metas monetarias y la consolidación de tasas reales de interés positivas y elevadas, con el objeto de retomar el proceso de desinflación

Gráfico 5.1 | Tipo de cambio bilateral \$/US\$ y riesgo país



Tasas

Gráfico 5.9 | Tasas de interés del mercado monetario



El aumento de la tasa de referencia se trasladó a las principales tasas de interés del mercado monetario. Conjuntamente con la primera suba de la tasa de LELIQ luego de las elecciones primarias, las tasas de call a 1 día y de pases entre terceros a 1 día se incrementaron 21 p.p. y 31 p.p., para luego estabilizarse en niveles de 68% y 70% anual, respectivamente.

El episodio afectó el cumplimiento de las metas monetarias

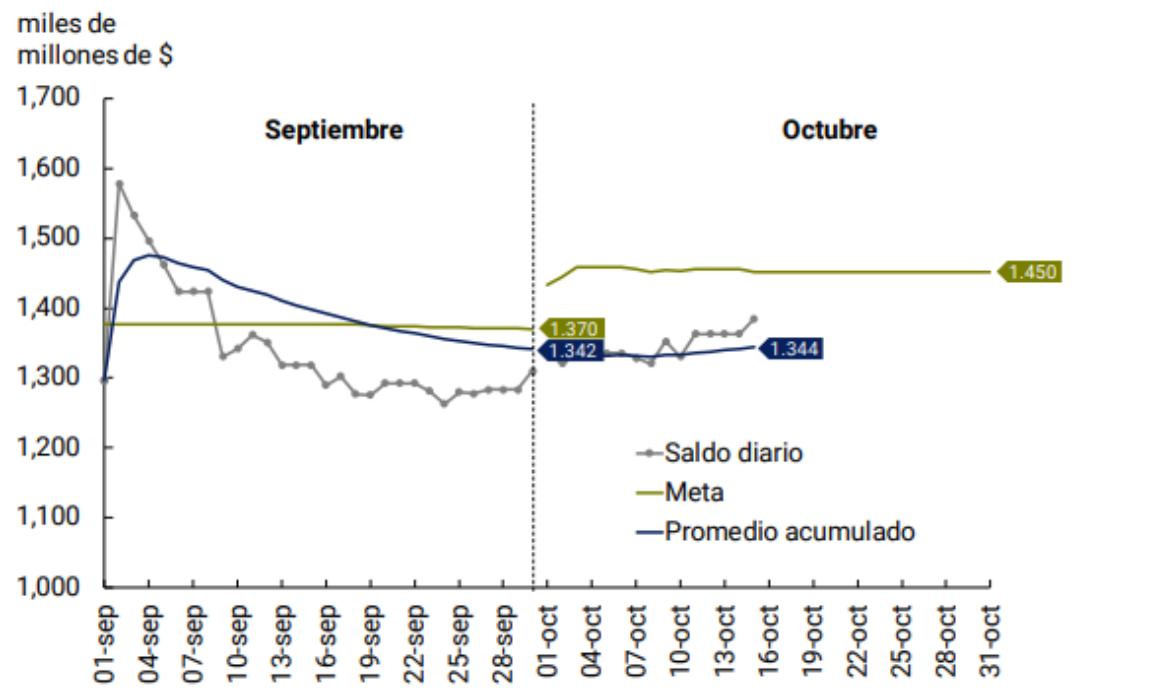
para evitar que el esquema se volviera excesivamente contractivo en julio y expansivo en agosto, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió adaptar también a un plazo bimestral la evaluación del cumplimiento de la meta de base monetaria, que se mantuvo en \$1.343,2 mil millones para el período julio-agosto.

La volatilidad financiera posterior a las elecciones primarias impactó sobre el cumplimiento de la meta de BM de julio-agosto. Por un lado, las ventas de divisas realizadas en el mercado de cambios durante agosto, con el fin de atenuar la volatilidad cambiaria, derivaron en un ajuste a la baja de la meta

Además, los desarrollos generados por el shock financiero llevaron al COPOM a adecuar los parámetros del esquema monetario en septiembre.

A fin de evitar una contracción monetaria excesiva se actualizaron las metas de base monetaria. En línea con las proyecciones de demanda de dinero del Banco Central, se definió un crecimiento mensual de 2,5% para las metas de septiembre y octubre, a partir de la meta bimestral de julio-agosto, las que se ajustarán de acuerdo a las operaciones cambiares netas realizadas por el Banco Central a partir del 18 de septiembre.

Gráfico 5.16 | Seguimiento de las metas de base monetaria



2020

Covid

La economía argentina enfrenta un crítico cuadro macroeconómico caracterizado por la coexistencia de registros inflacionarios muy elevados y un intenso y persistente proceso recesivo, que se ha traducido en marcados niveles de desocupación, precariedad y pobreza. El 2019 cerró con la inflación más elevada desde 1991 y el período recesivo más largo desde el colapso de la convertibilidad en 2001/02. Por su parte, la escasez de divisas ha generado una notoria debilidad de su sector externo.

Tomando en cuenta estas limitaciones, pero en línea con su misión de “promover, en la medida de sus facultades, y en el marco de las políticas establecidas por el Gobierno Nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”, el Banco Central de la República Argentina encuentra prudente avanzar en la definición de una serie de lineamientos útiles para ayudar a la formación de las expectativas de los distintos actores económicos en nuestro país.

Tasa de Interés. Dada la existencia de componentes iniciales en el proceso inflacionario en curso y la escasa profundidad del mercado de crédito local, el intento de reducir la inflación apelando exclusivamente a la vigencia de tasas de interés reales excesivamente elevadas ha demostrado su ineeficacia y su carácter eventualmente contraproducente. El nivel de tasa de interés real debe preservar la estabilidad financiera y externa de la economía, y debe ser compatible con el financiamiento de la producción y la construcción de una curva de rendimientos a mayor plazo, favoreciendo el ahorro en moneda doméstica. Esto último supone un manejo de tasas de interés donde se evitará que caiga en niveles reales negativos

Precios. Se procura inducir una reducción gradual pero sostenible de la tasa de inflación a partir de un enfoque de política monetaria prudente, consistente y coordinado con el resto de la política económica y la política de ingresos impulsada por el gobierno nacional. En este marco, se espera su desaceleración hacia niveles marcadamente menores que el año 2019 debido a la concurrencia de la política monetaria, cambiaria y fiscal, los acuerdos de precios y la coordinación de estrategias de corto y largo plazo, a través de distintos ámbitos institucionales.

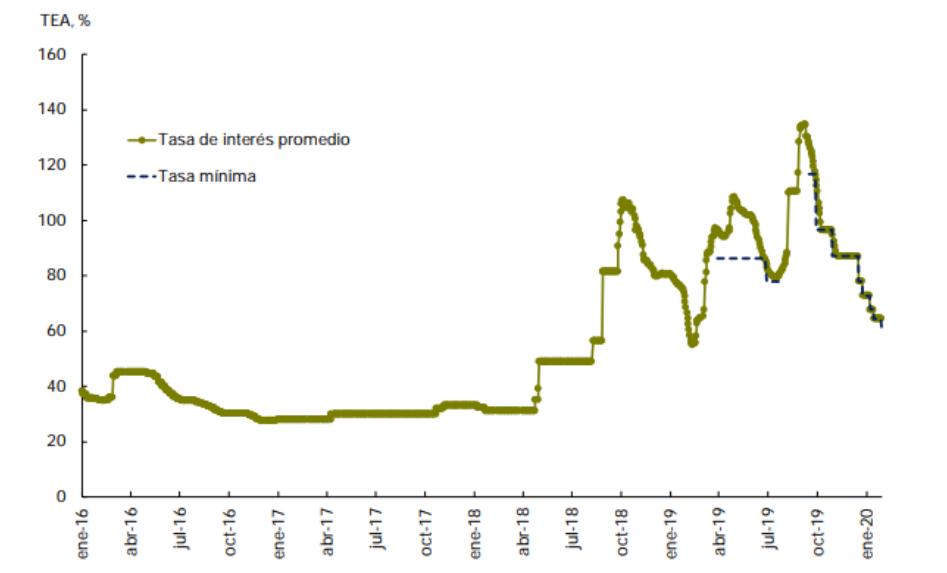
Agregados monetarios. Estos se encuentran en niveles históricamente muy reducidos en términos de producto. En un contexto de recuperación de la confianza y de reducción gradual de las tasas de interés, que posibilite una mejora de las condiciones crediticias y un estímulo al nivel de actividad, cabe esperar un proceso gradual de remonetización. La política monetaria debe promover una expansión prudente de los agregados monetarios, evitando desequilibrios que afecten en forma directa o indirecta al proceso inflacionario.

Tipo de cambio. Una política cambiaria de flotación administrada es un instrumento apto para evitar fluctuaciones pronunciadas de la paridad cambiaria que generen efectos negativos sobre la competitividad, los precios internos y la distribución del ingreso. La política cambiaria también propiciará la acumulación preventiva de reservas internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo

Tasas

La convocatoria al acuerdo económico y social y la búsqueda de un esquema sustentable para la deuda del Gobierno Nacional hacen prever una evolución nominal de las variables económicas relevantes por debajo de la observada en los últimos meses. Por ello, el Directorio del Banco Central inició un proceso gradual de reducción del mínimo de la tasa de interés de las LELIQ, que pasó de 63% anual el 18 de diciembre a 48% anual a partir del 30 de enero (87% a 60,6% en términos efectivos) (ver Gráfico 6.1).²⁹ Esta baja de la tasa nominal implicó una reducción de la tasa de interés real desde los niveles máximos de los últimos meses, los más elevados desde la crisis de 2001-2002, hasta volver a los niveles previos a la corrida cambiaria de 2018 que derivó en el acuerdo stand-by con el FMI (ver Gráfico 6.2).

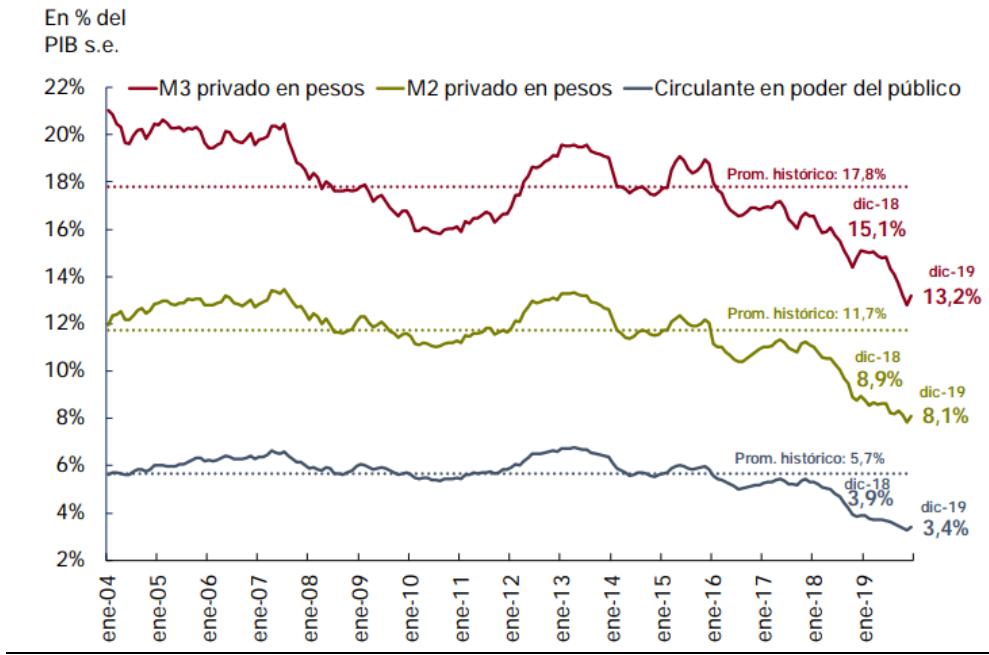
Gráfico 6.1. Tasa de interés de referencia



La baja de las tasas de interés propiciará una recuperación del crédito que estimulará la actividad económica. Al mismo tiempo, ambos factores permitirán aliviar la situación financiera de las familias y las empresas más endeudadas,

a. El posterior cierre de los mercados de deuda para que el Tesoro cubra sus necesidades de financiamiento ha dejado al Banco Central como única alternativa de financiamiento para evitar un incumplimiento de las obligaciones de deuda del sector público. El gobierno se encuentra en un proceso de renegociación con sus acreedores con el objetivo de lograr una posición sustentable para su deuda y recuperar el acceso a los mercados de capitales a tasas de interés razonables

Los agregados monetarios en pesos se encuentran en niveles mínimos de los últimos veinte años (ver Gráfico 6.3) fruto de los sucesivos episodios de estrés financiero registrados desde 2018. Un contexto de mayor calma cambiaria y financiera, de reducción de la tasa de inflación y de reactivación de la actividad económica dará lugar a una recuperación de la demanda de dinero, que permitirá absorber gran parte del incremento de la oferta monetaria. Al mismo tiempo, posibles excedentes monetarios se esterilizarán con los diversos instrumentos de regulación monetaria del Banco Central.



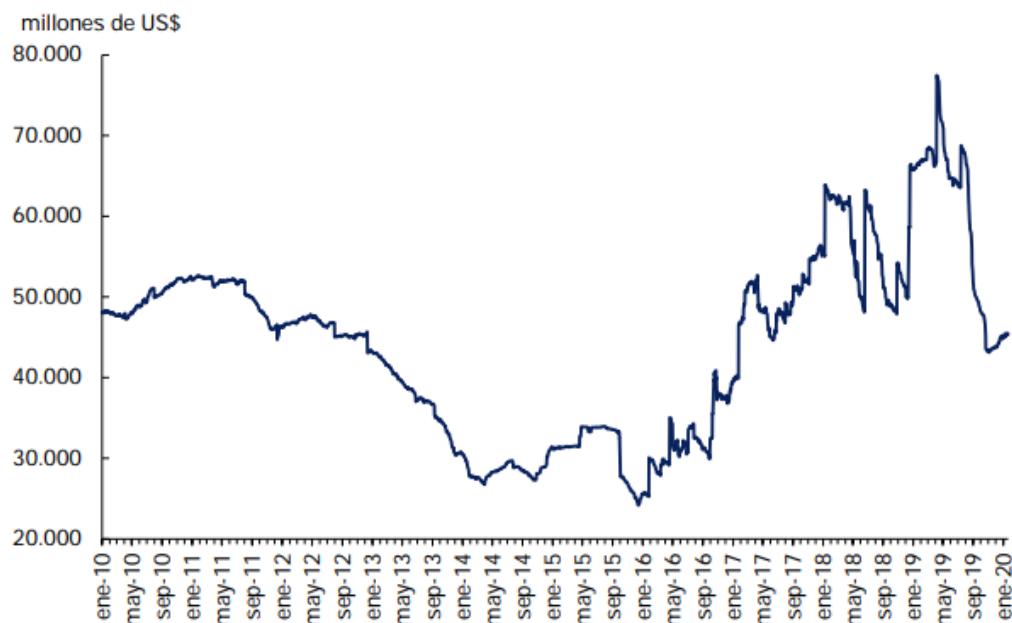
Tipo de cambio

Se implementará un esquema de **flotación administrada** del tipo de cambio para evitar fluctuaciones pronunciadas de la paridad cambiaria que generen efectos negativos sobre la competitividad, los precios internos y la distribución del ingreso. La política cambiaria también propiciará la acumulación preventiva de reservas internacionales, para recuperar grados de libertad en el manejo de la política económica y de asegurar la estabilidad financiera.

Sigue el cepo -> Mientras la disponibilidad de divisas no alcancen para cubrir las necesidades de la economía, se mantendrán las regulaciones cambiarias implementadas a partir del 1º de septiembre del año pasado

Se reduce de USD 10,000 a 200 el límite mensual de formación de activos externos por parte de personas físicas residente

Gráfico 6.5. Reservas internacionales del Banco Central



MAYO

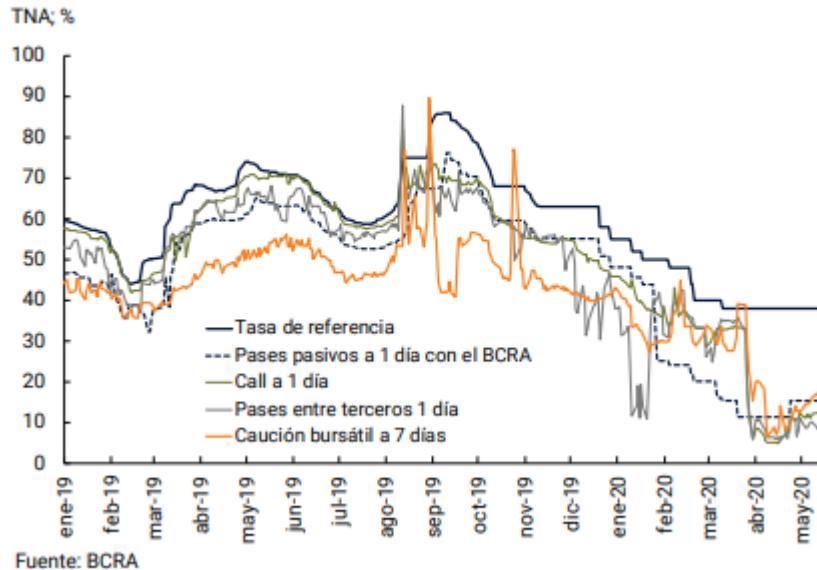
La situación de emergencia económica generada por la pandemia modificó las prioridades de la política monetaria, que pasaron a concentrarse en adecuar el funcionamiento del sistema financiero al aislamiento social obligatorio, en aliviar la situación financiera de empresas y familias, en proteger el ahorro en pesos y en contribuir al financiamiento de las medidas fiscales implementadas

Los controles de capitales vigentes permitieron acotar la volatilidad cambiaria y evitar así su impacto en precios, actividad y en la estabilidad financiera. Dentro del esquema de flotación administrada, el tipo de cambio se incrementó gradualmente para preservar la competitividad, moderando su impacto en precios. El tipo de cambio contra el dólar aumentó cerca de 9% desde el inicio de la turbulencia financiera internacional en los últimos días de febrero. En consecuencia, el tipo de cambio real multilateral, que inicialmente mostró una tendencia descendente, se stabilizó a partir de mediados de marzo

Las regulaciones cambiarias contribuyeron también a preservar las reservas internacionales en momentos en el que las fuentes de financiamiento en moneda extranjera son escasas por las condiciones del mercado global de capitales y el proceso de reestructuración de la deuda pública (Ver Capítulo 4. Finanzas Públicas).

Las medidas tomadas por el Banco Central para atenuar el impacto de la pandemia se reflejaron en un aumento de la base monetaria. Esta expansión fue impulsada por las transferencias al Tesoro y el desarme de LELIQ inducido por la autoridad monetaria para que las entidades financieras incrementen los préstamos a las empresas

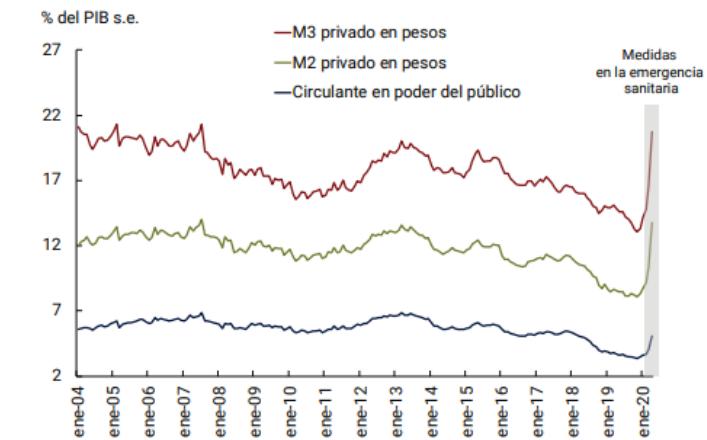
Gráfico 6.4 | Tasas de interés interbancarias (1) y tasas de



Fuente: BCRA

La gestión de la política monetaria en la emergencia requirió de una importante expansión de la liquidez para enfrentar este shock extraordinario en una situación en la que el sector público, principal sostén de la economía en momentos como éste, enfrenta dificultades de acceso al mercado de deuda. Una

Gráfico 6.7 | Agregados monetarios en términos del PIB



Agosto

- En materia de política monetaria, el BCRA definió una serie de lineamientos, destacándose los referidos a tasas de interés y administración del tipo de cambio. Las regulaciones cambiarias y la moderación de los precios vinculada a la acotada volatilidad del tipo de cambio permitieron una rápida y marcada reducción de la tasa de LELIQ desde 68% a 38% nominal anual (87,1% a 45,4% efectiva anual). Así, los avances logrados hicieron que el

sistema financiero estuviera mejor preparado para enfrentar la emergencia originada con el COVID-19.

- b. Las medidas tendientes a reducir la volatilidad cambiaria ampliaron el margen de maniobra del BCRA para promover a inicios de este año una fuerte y rápida reducción de la tasa de LELIQ, que pasó de 63% nominal anual (n.a.; 87,1% efectiva anual —e.a.—) a 38% (45,4% e.a.), muy por debajo del máximo alcanzado en septiembre de 2019 de 86% n.a. (134,7% e.a.). Con esta nueva configuración, el BCRA pudo implementar medidas de impulso al crédito productivo a tasas subsidiadas. En tanto, avanzó en una mejora del rendimiento que permitió lograr un retorno real positivo para el ahorro en moneda doméstica

3 El BCRA considera que el nivel de tasa de interés real debe preservar la estabilidad financiera y cambiaria, y debe ser compatible con el financiamiento de la producción y la construcción de una curva de rendimientos a mayor plazo, favoreciendo el ahorro en moneda doméstica.

. El Banco Central actuará con todas sus herramientas ante eventuales excesos de liquidez que pudieran emerger en los próximos meses. En este sentido, hasta el momento el BCRA utilizó mayormente LELIQ y Pases, con una remuneración promedio en torno a 33% n.a., lo que implicó un esfuerzo nominal en los primeros 7 meses del año similar a igual periodo de 2019 y significativamente menor en términos reales

NOVIEMBRE

Sigue el prefacio

En este nuevo escenario, la política monetaria tiene un rol primordial como instrumento de estabilización financiera y externa. Desde la irrupción de la pandemia, la política de tasas de interés de referencia respondió a una doble prioridad: la provisión liquidez a los hogares y empresas en la emergencia y la protección del ahorro en pesos. Pasada la etapa más crítica de la crisis y con el objetivo de desarrollar instrumentos de ahorro e inversión en moneda local, que permitan obtener rendimientos positivos respecto de la inflación y el tipo de cambio, el BCRA inició un proceso de armonización de tasas de interés

La política cambiaria tiene como objetivo estructural mantener un tipo de cambio real competitivo y estable. De manera complementaria a este objetivo, el BCRA mantiene una estrategia de corto plazo que busca atender activamente los desequilibrios transitorios que pudieran generarse en el mercado cambiario. En pos de acotar la volatilidad cambiaria, el BCRA implementó a comienzos de año un régimen cambiario de flotación administrada para apuntalar el proceso de acumulación de reservas internacionales.

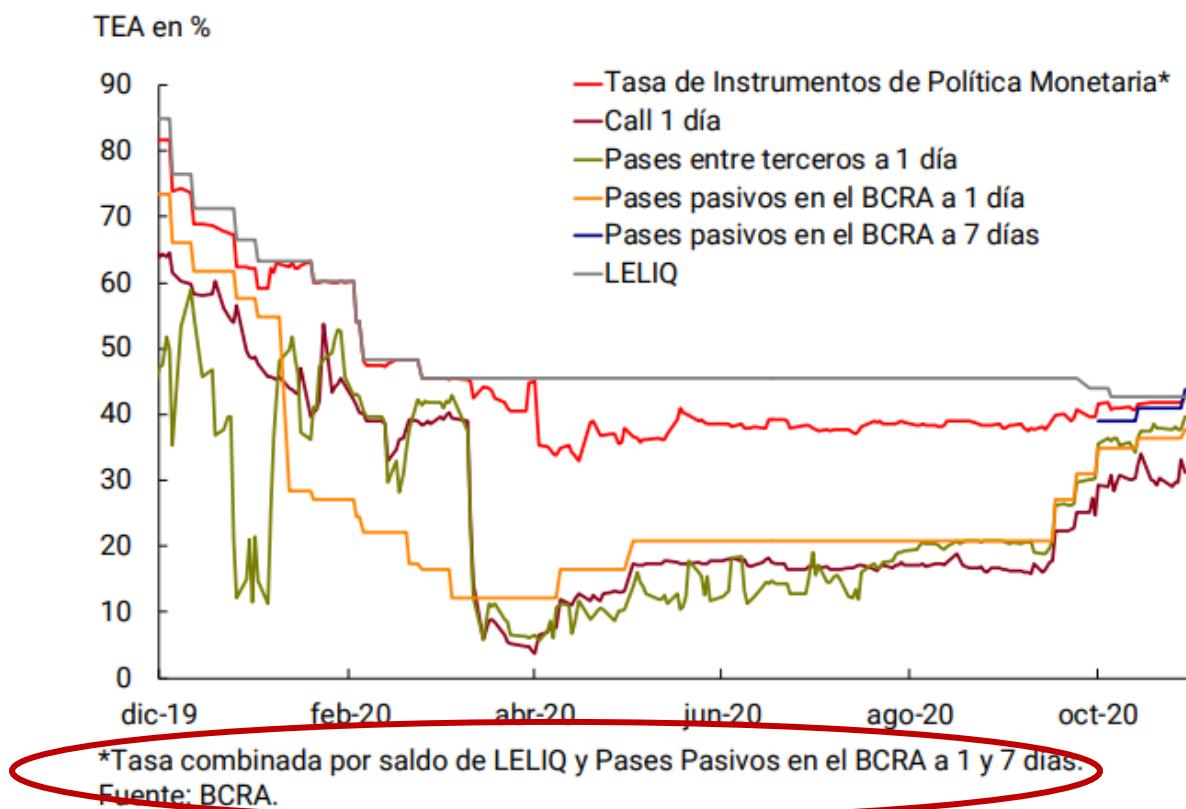
En virtud de los resultados favorables obtenidos respecto de la reestructuración de la deuda pública bajo legislaciones extranjera y doméstica, el Gobierno Nacional ha logrado avanzar en el proceso de reconstrucción del mercado de deuda doméstica, logrando en octubre el mayor financiamiento neto en lo que va del año. Esto permitió que, pasado el período de mayor impacto económico de la pandemia, se redujera la necesidad de cubrir monetariamente las medidas extraordinarias del Gobierno Nacional en apoyo a las familias y empresas. Así, el efecto monetario de las transferencias de utilidades y el otorgamiento de Adelantos Transitorios disminuyó en los

últimos meses. Incluso, el Tesoro Nacional procedió en octubre a la cancelación de su stock de deuda con el BCRA por \$125.780 millones (ver Gráfico 7.4).

El BCRA decidió incrementar en varias oportunidades la tasa de pases pasivos. El primero de octubre, elevó la tasa 5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 24% nominal anual –n.a.– (27,1% efectiva anual –e.a.–). Luego, se realizaron cuatro subas más que llevaron la tasa hasta 32% n.a. (37,69% e.a.) a inicios de noviembre. **Desde el 16 de octubre el BCRA comenzó a ofrecer pases pasivos a 7 días con una tasa inicial de 33,0% n.a. (39,0% e.a.), que luego fue elevada hasta 36,5% n.a. (43,87% e.a.).** Las tasas de interés del mercado interbancario acompañaron la suba en la tasa de pases pasivos en el BCRA. Así, la tasa de interés de Call a 1 día se ubicó entorno a 27% n.a. (31% e.a.) a fines de la primera quincena de noviembre, mientras que la de pases entre terceros a 1 día se posicionó en valores cercanos a 33% n.a. (39% e.a.) en igual período.

Inicialmente las subas en la tasa de interés de pases pasivos se complementaron con dos reducciones en la tasa de las LELIQ, que fueron revertidas a mediados de noviembre. Así, la tasa de LELIQ se mantuvo en 38% n.a. (45,44% e.a.).

Gráfico 7.5 | Tasas de Interés



El BCRA seguirá con su compromiso de mantener la liquidez de la economía en niveles adecuados, haciendo uso de todos los instrumentos disponibles con el fin de acompañar la recuperación económica, en un entorno de inflación decreciente

2021

En efecto, el BCRA, en sintonía con sus lineamientos de política monetaria para el año 2020, asistió excepcionalmente al TN, facilitando el financiamiento necesario de las medidas fiscales de apoyo a las empresas y hogares. Así, durante 2020, el BCRA transfirió al Tesoro Nacional \$1,6 billones asociados a las utilidades correspondientes al ejercicio 2019, otorgó \$407.720 millones de adelantos transitorios netos y US\$3.244 millones de reservas internacionales de libre disponibilidad a cambio de letras intransferibles. Asimismo, durante 2020 suscribió nuevas letras intransferibles en moneda extranjera por unos US\$113,6 millones, en el marco del Decreto 346/2052

Las medidas cambiarias tomadas al inicio del cuarto trimestre de 2020 fueron complementadas con nuevas regulaciones cambiarias en los últimos meses. De manera complementaria, se ha procurado mantener un tipo de cambio competitivo y estable a fin de evitar efectos no deseados sobre los flujos comerciales, los precios internos y la distribución del ingreso (Gráfico 7.7). En este sentido, se fue ajustando la volatilidad del tipo de cambio nominal y adaptándola a las necesidades de la coyuntura

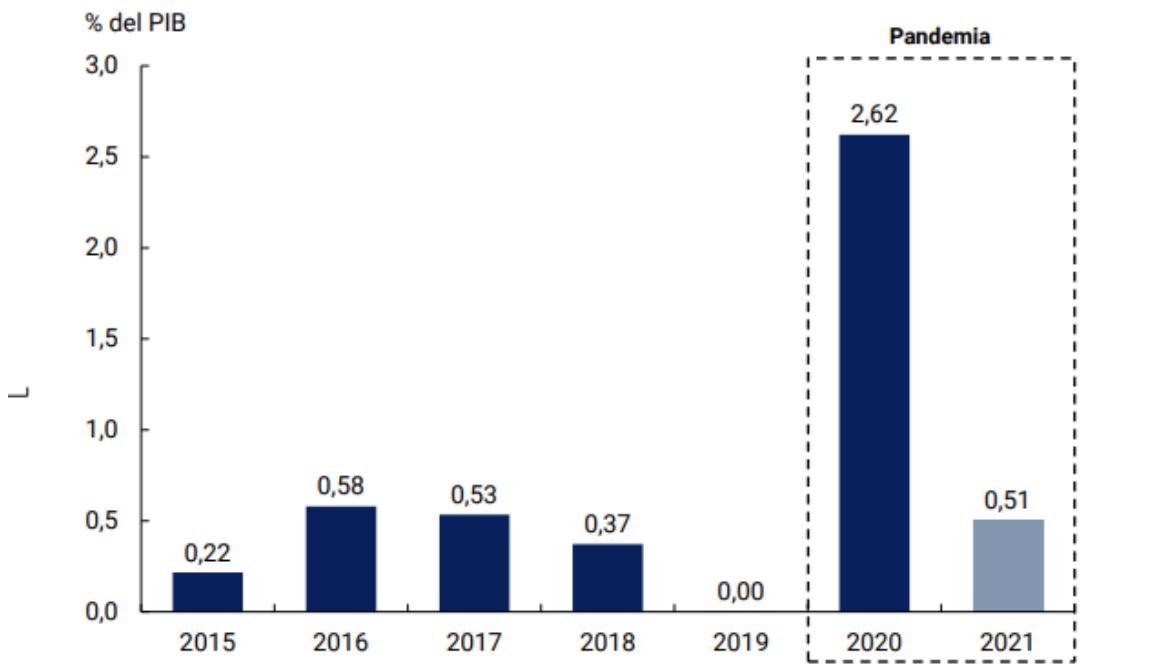
Por otra parte, tras la exitosa reestructuración de la deuda en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continúa avanzando con las acciones necesarias para reestablecer la sostenibilidad de la deuda pública. Aún resta avanzar en el proceso de renegociación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y avanzar en la reestructuración de los pasivos con los acreedores oficiales nucleados en el Club de París. En el primer caso, se busca fijar un cronograma de vencimientos más razonable, en comparación con el actual, excesivamente concentrado en el corto plazo y producto de un acuerdo stand-by que no cumplió sus objetivos. En este contexto de incertidumbre, el BCRA continuará con su política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a consolidar el proceso gradual de baja en la tasa de inflación. Asimismo, la autoridad monetaria continuará empleando todos los instrumentos disponibles para calibrar la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes monetarios

MAYO

El apoyo financiero al Tesoro Nacional y la consecuente esterilización de los excedentes de liquidez generó un incremento nominal en el saldo de los pasivos remunerados del BCRA. La dinámica de este crecimiento acompañó el proceso de gradual normalización de la economía. En efecto, al considerar el stock de instrumentos del BCRA como porcentaje del PIB se observa un incremento hasta mediados de 2020 y una gradual reducción posterior, registrándose siempre niveles inferiores a los máximos alcanzados durante 2017-18. Si se miden los pasivos remunerados en dólares se observa que, si bien crecieron en 2020, estos representan aproximadamente la mitad del nivel máximo alcanzado entre 2017 y 2018 (ver Gráfico 7.1)

Así, el Tesoro Nacional logró en lo que va del año un financiamiento neto positivo de unos \$149.000 millones, de los cuales \$90.550 millones corresponden al primer trimestre y el resto a abr-21. Todo esto posibilitó una disminución de la asistencia financiera del BCRA al Tesoro Nacional desde finales de 2020

(b) Financiamiento al Tesoro Nacional (acum. abril de cada año)



En el frente externo, el BCRA mantiene su objetivo estructural de acumulación de Reservas Internacionales mediante el mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo. Respecto de su estrategia de corto plazo, el BCRA perfeccionó sus regulaciones cambiarias y adaptó la volatilidad del tipo de cambio nominal a las necesidades de la coyuntura.

Para lo que resta de 2021 se espera una menor asistencia financiera por parte del BCRA al Tesoro Nacional respecto al año anterior, tal cual se refleja en el Presupuesto Nacional 2021. No obstante, el BCRA seguirá calibrando la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes monetarios que puedan observarse en el corto plazo. Por otro lado, se continuará con la política de administración del tipo de cambio, propiciando que la dinámica cambiaria contribuya a un proceso gradual de baja en la tasa de inflación

AGOSTO

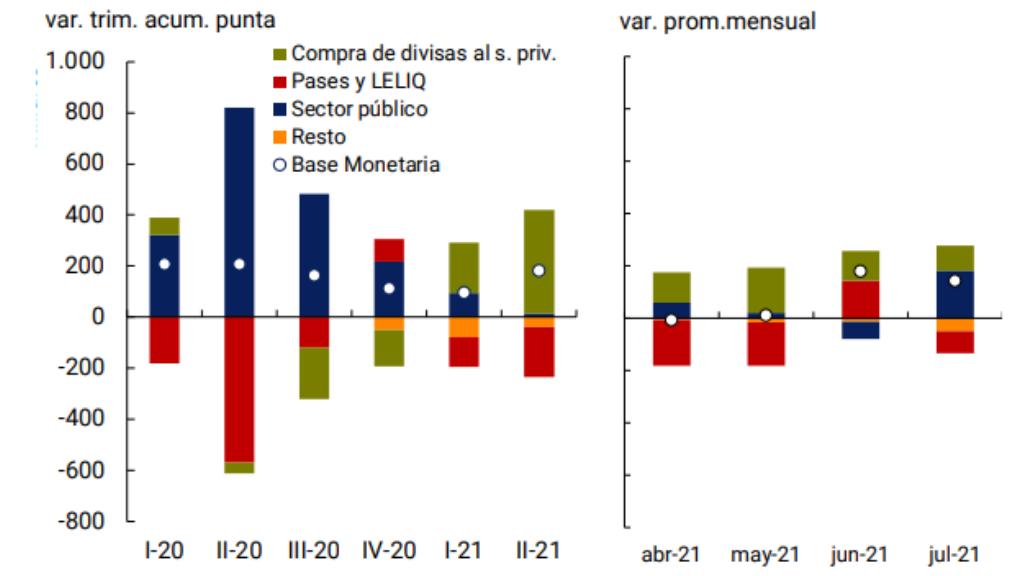
El menor déficit fiscal y los avances logrados en la reconstrucción del mercado de deuda doméstico permitirán que el año finalice con un nivel de asistencia financiera al Tesoro Nacional inferior al del año previo. No obstante, el BCRA seguirá calibrando la liquidez de la economía y esterilizando eventuales excedentes monetarios que puedan observarse en el corto plazo. Con una visión de mediano plazo, el BCRA llevará adelante una política monetaria que, además de preservar la estabilidad monetaria y financiera, permita sentar las bases de un sendero de desarrollo económico con equidad social.

Entre abril y julio, al igual que en los primeros tres meses del año, el principal factor de expansión de la base monetaria fueron las compras de divisas al sector privado. Estas operaciones se enmarcan dentro del objetivo estructural del BCRA de acumulación de reservas internacionales. En la primera

parte del trimestre, la expansión de la liquidez por los motivos antes mencionados fue compensada por los instrumentos de esterilización del BCRA. En junio la dinámica de estos instrumentos se revirtió parcialmente, debido a que se habilitó la posibilidad a las entidades financieras de integrar la fracción de encajes que hasta mayo eran remunerados con LELIQ empleando bonos del Tesoro en pesos.

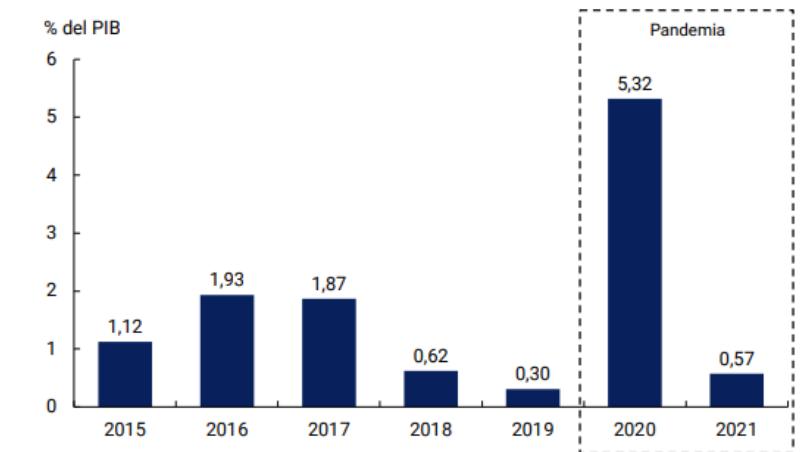
Con todo, el crecimiento de la Base Monetaria entre abril y julio fue de 12,9% (\$325.900 millones). No obstante, en términos interanuales y a precios constantes la Base Monetaria continuó contrayéndose, en esta oportunidad a una tasa del orden del 20% en julio. En términos del PIB se ubicó en 6,6% en el séptimo mes del año, 3,4 p.p. por debajo del registro máximo de 2020 y 1,8 p.p. por debajo de valor promedio verificado entre 2010 y 2019.

Gráfico 7.1 | Factores de expansión de la base monetaria



Emisión primaria del sector público*

Acum. Julio de cada año



En lo que respecta a la política cambiaria, el BCRA ha complementado su objetivo estructural de acumulación de reservas internacionales con una estrategia de corto plazo consistente en promover una asignación más eficiente de las divisas a través de la regulación cambiaria y adaptar la volatilidad del tipo de cambio nominal a la estrategia antiinflacionaria.

Por otra parte, tras la exitosa reestructuración de la deuda en moneda extranjera, el Gobierno Nacional continúa avanzando con las acciones necesarias para re establecer la sostenibilidad de la deuda pública. Para profundizar la liquidez en el mercado de capitales el Banco Central comenzó a operar en el mercado de futuros de títulos públicos. En tanto, A fines de junio se alcanzó un entendimiento con los acreedores oficiales nucleados en el Club de París, mediante el cual se postergó hasta el 31 de marzo de 2022 el pago de unos US\$2.000 millones. Concretamente, en el período de ocho meses, se hará frente a un conjunto de pagos que sumarán alrededor de US\$430 millones, para luego de este plazo apuntar a una reestructuración más permanente de los pasivos. Aún resta concretar el acuerdo de renegociación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en pos de fijar un cronograma de vencimientos más razonable y acorde a la capacidad de pago de la economía

NOVIEMBRE

El Gobierno Nacional y el BCRA mantuvieron medidas de asistencia focalizadas, priorizando una recuperación equilibrada de la actividad y el consumo de los hogares. El sector público redujo significativamente el déficit fiscal respecto del año previo, si bien todavía continúa implementando una amplia política de protección social. En la comparación interanual, se observó una menor participación del financiamiento monetario dentro del financiamiento del Tesoro Nacional. De este modo, en lo que va del año la expansión primaria vinculada al sector público se ubicó en niveles similares a los de años previos, excluido el primer año de la pandemia. La compra de divisas del BCRA en el mercado de cambios fue otro importante factor de expansión de la base monetaria en lo que va del año, enmarcadas dentro del objetivo estructural de acumulación de Reservas Internacionales.

Con una perspectiva de corto plazo, la consolidación del proceso de normalización del mercado de deuda doméstico permitirá que el año finalice con un nivel de asistencia financiera al Tesoro Nacional significativamente inferior al del año previo. En los próximos meses se espera que se llegue a un acuerdo con el FMI

En lo que va del año el crecimiento de la base monetaria se explicó fundamentalmente por la expansión primaria de las operaciones con el Tesoro Nacional y por la compra de divisas del BCRA. En lo que refiere al sector público, en el tercer trimestre se observó un incremento en la contribución positiva de este factor. No obstante, con un déficit fiscal más acotado y financiado en una menor proporción con recursos monetarios, en lo que va del año el crecimiento de la base monetaria vinculada al sector público se ubicó en niveles similares a los de años previos, excluido el 2020 (ver Gráfico 7.1). Si bien la compra de divisas también se configuró como un factor de expansión en el tercer trimestre, su dinámica no fue homogénea.

En lo que respecta a la política cambiaria, el BCRA continuó con su estrategia de promover una asignación eficiente de las divisas a través de la regulación y la intervención cambiaria y adaptar la volatilidad del tipo de cambio nominal a la estrategia antiinflacionaria

2022

Sigue el mismo prefacio

Una condición necesaria para reducir los niveles de inercia inflacionaria es mantener un proceso de acumulación de reservas que disipe los riesgos de crisis de balanza de pagos y saltos abruptos del tipo de cambio, anclando de este modo las expectativas cambiarias. Así, con el objetivo de fortalecer la posición de reservas internacionales, se modificó el ritmo de depreciación para llevarlo gradualmente a niveles más compatibles con la tasa de inflación doméstica. De este modo, en lo que va de 2022 se observó una estabilización en el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) que se ubica en niveles que preservan la competitividad externa y en torno al promedio de los últimos 24 años.

Asimismo, desde la primera semana de enero, el BCRA reconfiguró sus instrumentos de política monetaria para acompañar el proceso de recuperación económica y reforzar la estabilidad monetaria, cambiaria y financiera. Es así como se elevó la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, llevándola desde 38,0% n.a. (45,4% e.a.) hasta 42,5% n.a. (51,9% e.a), se readecuó el límite a las tenencias de LELIQ a 28 días (focalizando la señal de tasa de interés de política en dicho instrumento), se crearon nuevos instrumentos con el fin de incrementar el plazo promedio de la esterilización y se elevaron las tasas mínimas de interés para los depósitos a plazo fijo. El incremento en la tasa de interés de política monetaria busca propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local, de modo de impulsar la demanda de pesos. Es por ello que, de cara al futuro, las novedades en materia inflacionaria se verán reflejadas en la calibración de tasas de interés por parte de la autoridad monetaria.

A su vez, el BCRA continuará calibrando la liquidez de la economía, esterilizando eventuales excedentes, para contribuir a preservar el equilibrio monetario. Al respecto, en 2021 la expansión primaria vinculada al sector público se ubicó en niveles sensiblemente menores a los del año 2020,

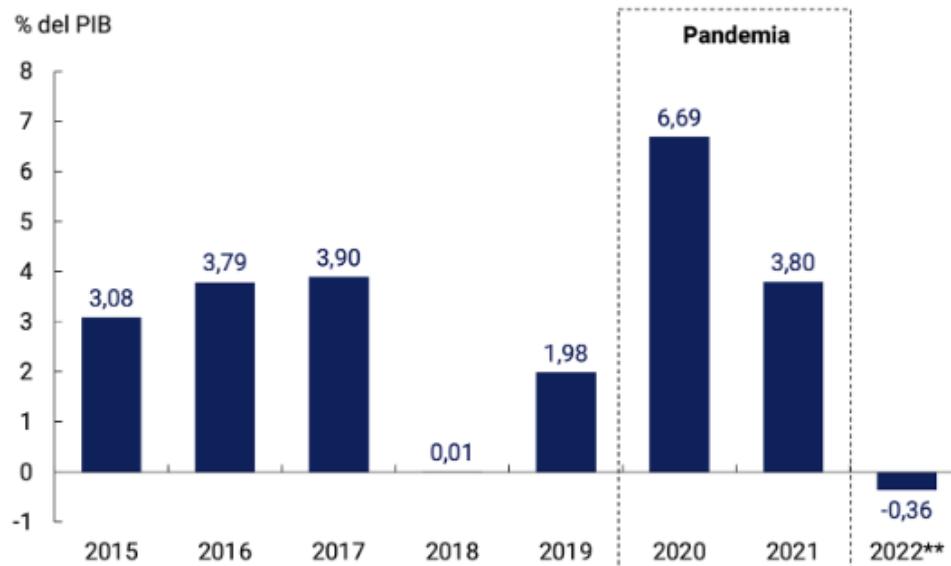
reflejando valores respecto del PIB similares a los de años previos, y en lo que va del año ayudó a contraer liquidez en el mercado.

En este marco de política monetaria, recientemente el Gobierno Nacional alcanzó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para implementar un Programa de Facilidades Extendidas (EFF por sus siglas en inglés), que permitirá cubrir los vencimientos del *Stand-By Agreement* (SBA) firmado en 2018, obtener apoyo presupuestario para financiar parcialmente las necesidades del Tesoro Nacional y reforzar las reservas del Banco Central.

Estos avances dieron lugar a que 2021 finalizara con un nivel de **asistencia financiera al TN** significativamente inferior al del año previo y similar al del período 2015-2017 (ver Gráfico 7.1). En tanto, en lo que va de 2022 el sector público tuvo un efecto contractivo sobre la base monetaria. La **asistencia monetaria al Tesoro seguirá una trayectoria descendente en términos del PIB**, previéndose un valor nulo para 2024.

Gráfico 7.1 | Emisión primaria del sector público*

Acumulado en el año



* Incluye transferencia de utilidades, adelantos transitorios, compra neta de divisas y otras operaciones del sector público. **Datos al 15-Mar-22.

El BCRA continuará administrando la liquidez para evitar desequilibrios que atenten directa o indirectamente con el proceso de desinflación. En este sentido, en la primera semana de enero de 2022, el BCRA reconfiguró los instrumentos de política monetaria⁴⁷. Asimismo, decidió elevar en dos oportunidades la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo (2,0 p.p. y 2,5 p.p., respectivamente), que pasó a situarse en 42,5% n.a. (51,93% e.a.).

Por último, se elevó la tasa de pases pasivos a 1 días de 32% n.a. a 33,5% n.a. (39,77% e.a.), y desde el 17 de enero se redujo de manera progresiva la tasa de interés de los pases pasivos a 7 días hasta 32% n.a.

Dentro de la estrategia de flotación administrada que sigue el BCRA, la velocidad de *crawl* del tipo de cambio nominal fue adaptándose a la estrategia antiinflacionaria. En el último trimestre de 2021 se experimentaron semanas de mayor volatilidad financiera asociada a la incertidumbre relacionada con el proceso electoral. En respuesta, la autoridad monetaria recalibró su intervención en los mercados de cambios spot y a término, y adaptó la regulación a los fines de preservar la estabilidad cambiaria y promover una asignación eficiente de las divisas. Concluido el proceso electoral, el BCRA ha retomado una dinámica cambiaria acorde con los lineamientos de mediano plazo planteados a comienzos de la gestión en 2020. En efecto, se aceleró gradualmente el ritmo de depreciación para llevarlo a niveles más compatibles con la tasa de inflación doméstica, sin perder de vista el efecto de la mayor inflación internacional sobre el tipo de cambio real

En la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones, con el objetivo de mantener en el mediano y largo plazo un conjunto de normativas macroprudenciales compatibles con la dinamización de los flujos de capitales orientados a la economía real. Asimismo, se adecuará el ritmo de depreciación de la moneda doméstica de manera de estabilizar el tipo de cambio real, con el objetivo de mantener la competitividad externa de la economía y propiciar la acumulación de reservas internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo.

JUNIO

Conflicto Rusia-Ucrania representó un choque inflacionario

Simultáneamente, y en línea con los Objetivos y Planes definidos para el 2022, el BCRA incrementó en sucesivas oportunidades las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria. Con estas subas se buscó propender hacia un sendero de tasas de interés que permita resguardar el valor de las inversiones realizadas en instrumentos denominados en moneda doméstica y evitar presiones en el mercado cambiario. En tanto, la política cambiaria estuvo orientada a mantener niveles de competitividad externa adecuados, readecuando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal a un ritmo acorde con la inflación doméstica.

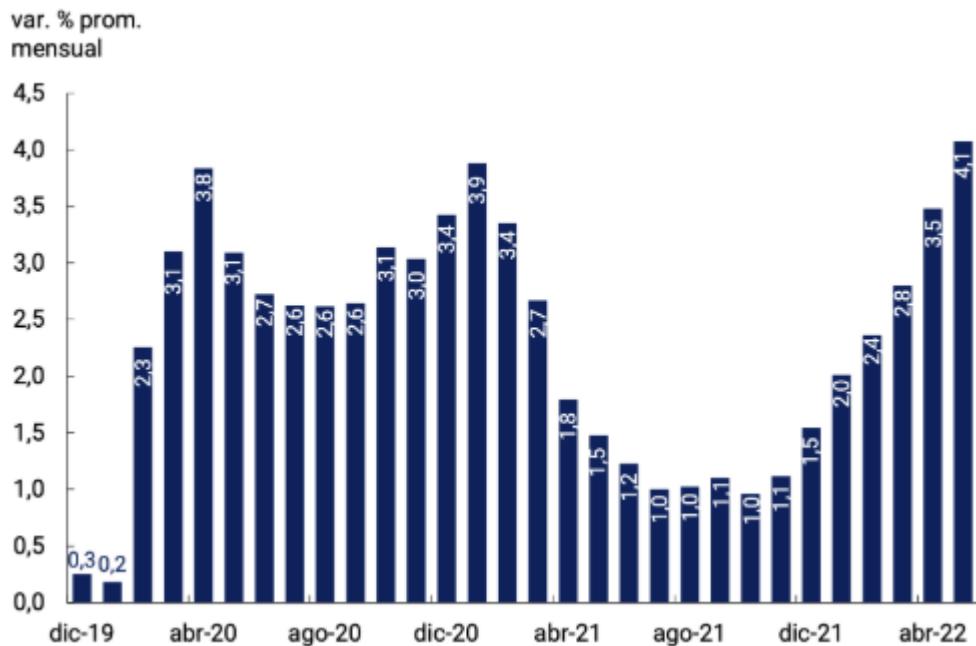
Con el objetivo de retomar un sendero de desinflación gradual que resulte consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas y del sector externo, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez, para evitar desequilibrios que atenten directa o indirectamente con el proceso de desinflación

La asistencia monetaria del BCRA al Tesoro Nacional, a través de adelantos transitorios, se mantuvo dentro de los límites establecidos en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con el FMI. Con todo, en lo que va del año, la expansión primaria del sector público en términos del PIB se ubicó entre las más bajas de los últimos años, representando tan sólo 0,58% del PIB (ver Gráfico 7.1).

Especificamente, desde comienzos de año se decidió elevar en seis oportunidades la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo (con una suba total de 14 p.p), que pasó a ubicarse en 52% n.a. (66,5% e.a.).

La política cambiaria llevada adelante por el BCRA en lo que va del 2022 estuvo orientada a preservar los niveles de competitividad externa, readecuando gradualmente la tasa de crawl al ritmo de la inflación en el marco del régimen vigente de flotación administrada (ver Gráfico 7.10). De este modo, se buscó fortalecer la posición de Reservas Internacionales, sobre la base del ingreso genuino de divisas provenientes del sector externo.

Gráfico 7.10 | Variación mensual del tipo de cambio nominal



SEPTIEMBRE

en tanto, la tasa de inflación volvió a acelerarse en la mitad del año. Sobre la inercia inflacionaria se sumaron factores transitorios que impulsaron los precios, entre los que se destaca una mayor volatilidad financiera local. En particular, en lo que refiere al mercado financiero doméstico, hacia finales del segundo trimestre se observó un escenario de elevada volatilidad en el mercado de deuda en pesos.

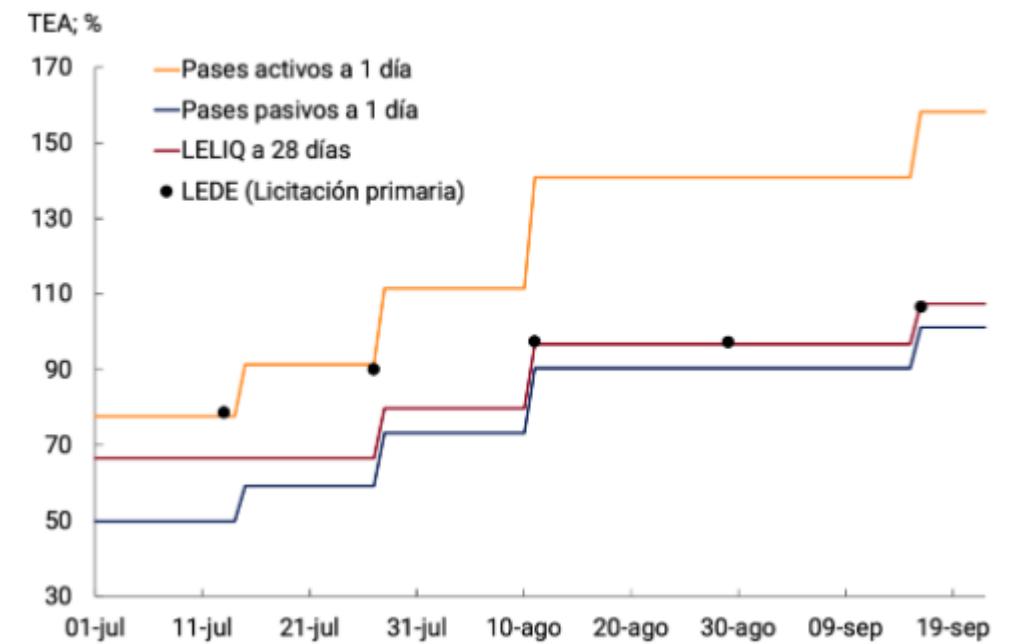
Se elevaron en varias oportunidades las tasas de interés de referencia para llevarlas gradualmente a niveles positivos en términos reales, con el objetivo de garantizar la estabilidad cambiaria y financiera. Por otro lado, el BCRA utilizó su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana, propendiendo a una mayor estabilidad financiera. En particular, la autoridad monetaria buscó reducir la volatilidad financiera, reafirmando su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local, garantizando que los rendimientos en el mercado secundario no superen a los que surgen de las licitaciones primarias.

Finalmente, en el frente cambiario se continuó adaptando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa. Esto último fue complementado por el perfeccionamiento del marco normativo vigente del mercado de

cambios, buscando promover una asignación eficiente de las divisas y potenciar la acumulación de reservas internacionales.

El BCRA conduce en la actualidad su política monetaria a través de la tasa de interés de las Letras de Liquidez a 28 días (LELIQ), siendo este el principal instrumento de la política monetaria. Así, desde fines de junio se elevó la tasa de interés en tres oportunidades. La tasa de interés de las LELIQ de 28 días quedó en 75% n.a. (107,3% e.a.), lo que implicó una suba de 23 p.p. en el período (ver Gráfico 7.1). La tasa de interés de pases pasivos a 1 día se ubicó en 70% n.a. (101,2% e.a.) y la de pases activos en 95% n.a. (158,3% e.a.). Finalmente, la tasa de interés de las LELIQ a 180 días de plazo se fijó en 83,5% n.a. (101,2% e.a.) y se elevó el spread fijo de las NOTALIQ, también a 180 días, quedando actualmente en 8,5 p.p.

Gráfico 7.1 | Tasas de interés de política monetaria

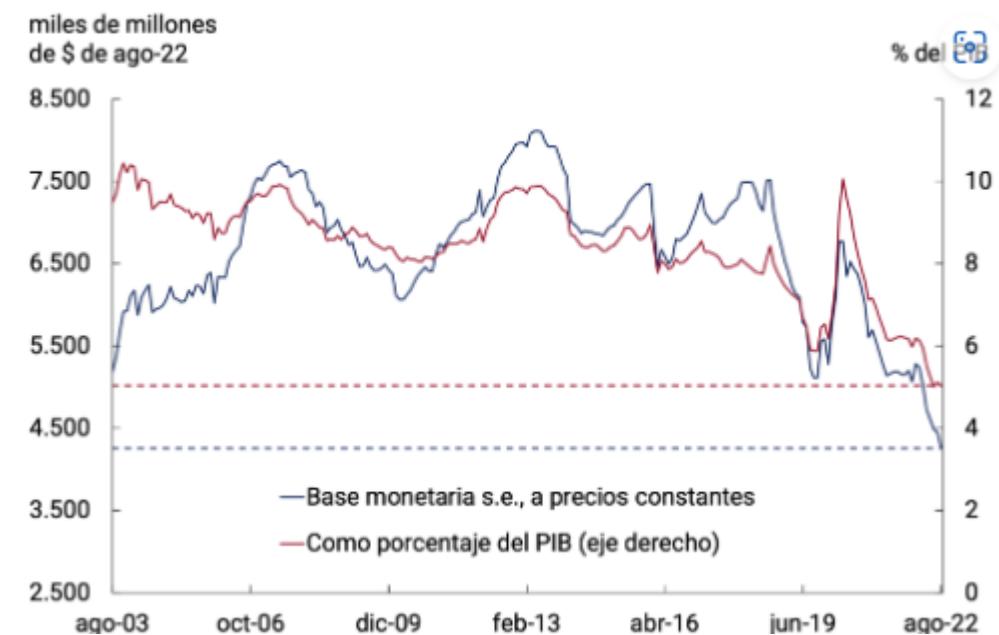


La asistencia monetaria del BCRA al Tesoro Nacional, a través de los Adelantos Transitorios, se mantuvo dentro de los límites establecidos en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con el FMI. De esta forma, la expansión primaria acumulada del sector público en términos del PIB se ubicó entre las más bajas de los últimos años, representando tan sólo 0,8% del PIB. Cabe destacar que para el resto del año el Tesoro Nacional se comprometió a no utilizar el saldo restante de adelantos transitorios.

Todas estas dinámicas impactaron sobre la **Base Monetaria**, tanto en el segundo como en el tercer trimestre. Así, en el segundo trimestre se observó una ligera expansión de la base monetaria. Las operaciones del sector público, las operaciones de mercado abierto con títulos públicos y la compra neta de divisas al sector privado aportaron positivamente a la expansión del agregado y fueron parcialmente compensadas por el efecto contractivo del aumento en los pasivos remunerados. En lo que va del tercer trimestre, la expansión por las intervenciones en el mercado y la compra neta de divisas fueron parcialmente compensadas por el resto de los factores, que aportaron negativamente al crecimiento. A pesar del aumento nominal de la Base Monetaria verificado en los

últimos meses, ajustada por estacionalidad y a precios constantes continuó contrayéndose y se ubica en niveles históricamente bajos.

Gráfico 7.4 | Evolución histórica de la base monetaria



DICIEMBRE

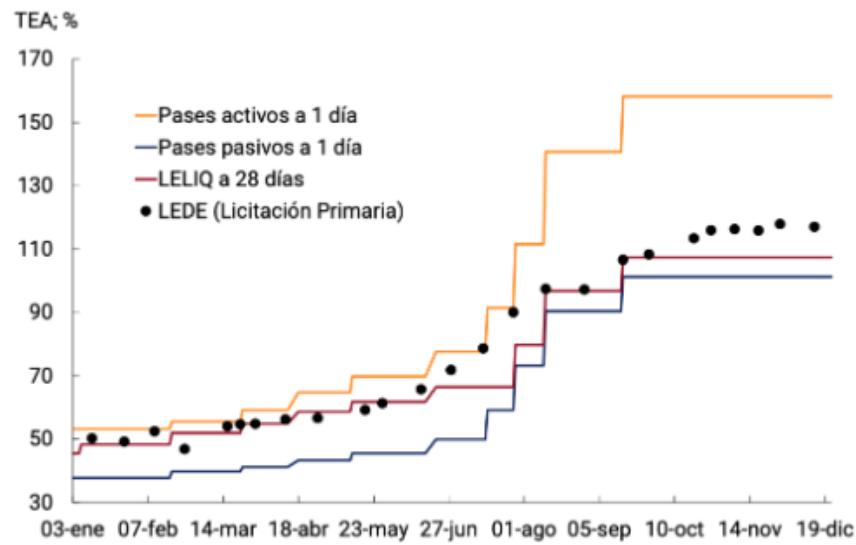
Por otro lado, el BCRA continuó utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana, en línea con lo anunciado oportunamente.

En materia cambiaria se siguió adaptando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal, con el fin de mantener niveles adecuados de competitividad externa. Esto último fue complementado por el perfeccionamiento del marco normativo vigente del mercado de cambios, buscando promover una asignación eficiente de las divisas y potenciar la acumulación de reservas internacionales

En todo, la Base Monetaria se mantuvo relativamente estable en la última parte del año, registrando un aumento nominal de 2,6% promedio mensual entre octubre y noviembre. Ajustada por estacionalidad y a precios constantes continuó contrayéndose y se ubica en niveles históricamente bajos

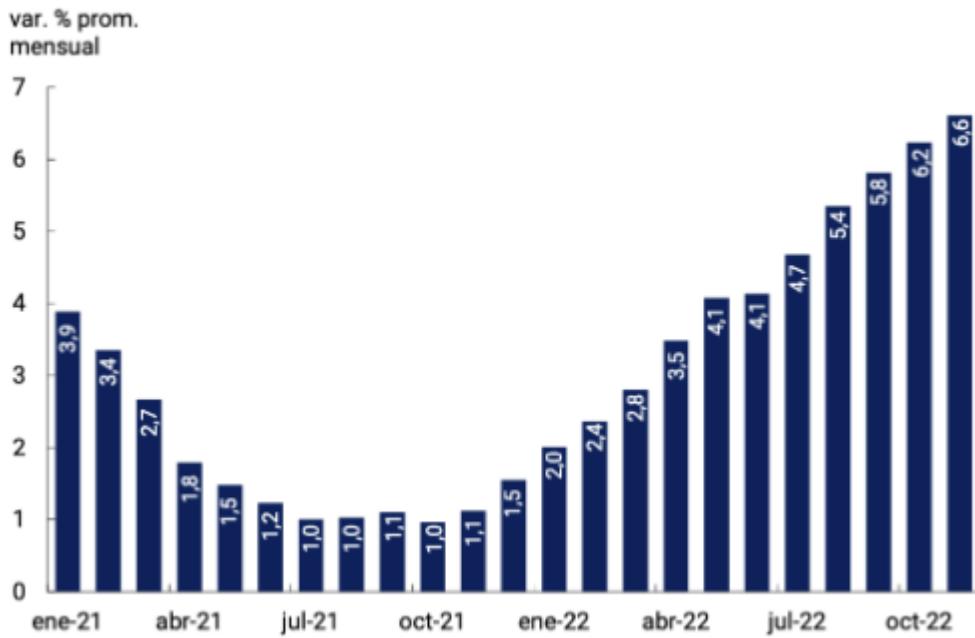
El BCRA conduce en la actualidad su política monetaria a través de la tasa de interés de las Letras de Liquidez a 28 días (LELIQ), siendo este el principal instrumento de la política monetaria. Luego de 9 alzas mensuales consecutivas, desde octubre el BCRA mantuvo sin cambios las tasas de interés debido a que la tasa de inflación comenzó a reducirse. De este modo, la tasa de interés real de política monetaria se fue afianzando en terreno positivo, lo que contribuirá a consolidar la estabilidad financiera y cambiaria.

Gráfico 7.4 | Estructura de Tasas de Interés de Política Económica



La estructura temporal de tasas de interés del BCRA está coordinada con la de las licitaciones del Ministerio de Economía de la Nación para que estas presenten una relación razonable. En efecto, la tasa de interés del instrumento más corto de la última licitación del Tesoro Nacional, la Letra de Descuento (LEDE) con vencimiento el 31 de marzo 2023, se licitó en el mercado primario con una tasa de 87% n.a. (117,1% e.a.; ver Gráfico 7.4).

Gráfico 7.10 | Variación mensual del tipo de cambio nominal



En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA se ubicaron al 22 de diciembre en US\$43.267 millones, reflejando un incremento de US\$6.532 millones respecto al 31 de agosto (ver Gráfico 7.11). El principal factor de expansión en la última parte del año fueron las compras netas

de divisas al sector privado en el marco del Programa de Incremento Exportador por US\$9.868 millones y los desembolsos recibidos por parte del FMI de Derechos Especiales de Giro (DEG) por US\$8.089 millones, en el marco del PFE

La política cambiaria seguirá estando orientada a preservar niveles adecuados de competitividad externa y a potenciar la acumulación de reservas internacionales. En este contexto, el BCRA continuará readecuando gradualmente la tasa de variación del tipo de cambio nominal a niveles acordes con la dinámica inflacionaria observada y llevando adelante una gestión prudente del marco normativo vigente del mercado de cambios. En la medida que las condiciones macroeconómicas lo permitan se irán flexibilizando las regulaciones

Con el fin de evitar una excesiva volatilidad en el mercado financiero local, el BCRA continuará evaluando el desempeño en el mercado secundario de instrumentos del Tesoro, eventualmente interviniendo en caso de que el spread de entre la tasa de mercado y la de la última licitación primaria supere los 200 puntos básicos (p.b.)

Asimismo, el BCRA busca converger gradualmente hacia una administración de la liquidez de la economía mediante operaciones de mercado abierto (OMA) con letras del Tesoro y otros títulos de corto plazo denominados en moneda local

En línea con lo acordado en el PFE, y dadas las mejores condiciones del mercado de deuda doméstica respecto de los primeros años de gestión, durante 2023 el BCRA continuará reduciendo la asistencia monetaria al Tesoro Nacional. En este contexto es esperable que el esfuerzo de esterilización monetaria se vaya reduciendo gradualmente.

2023

En este contexto, a mediados de enero, el BCRA elevó la tasa de interés con la que remunera sus instrumentos de menor plazo, los pases pasivos a entidades y Fondos Comunes de Inversión, buscando reforzar la estabilidad financiera y cambiaria

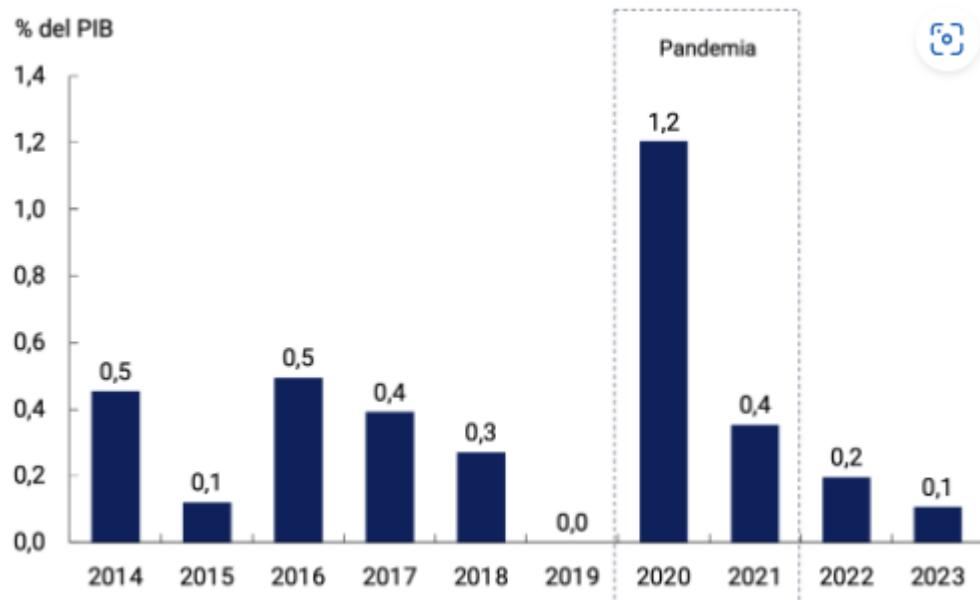
Por otro lado, el BCRA continuó utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana, en línea con lo anunciado oportunamente, reafirmando su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local con el objetivo de acotar la volatilidad excesiva de precios .

Finalmente, con el objetivo de consolidar un sendero de baja gradual de la inflación que resulte consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas y del sector externo, el BCRA mantendrá una administración prudente de los agregados monetarios, esterilizando eventuales excedentes de liquidez.

Las operaciones del BCRA con el Tesoro Nacional tuvieron un efecto expansivo sobre la Base Monetaria en el primer trimestre del año. Hacia finales del período bajo análisis se otorgó un Adelanto Transitorio por \$130.000 millones. De este modo, en lo que va del año el financiamiento primario al Tesoro Nacional en términos del PIB fue de 0,1% del PIB, el más bajo desde 2019 e igual al de 2015. Esta operación se encuentra en línea con lo establecido en el Programa de Facilidades

Extendidas (PFE) acordado con el FMI, que contempla que en 2023 la asistencia monetaria se mantenga por debajo del 0,6% del PIB

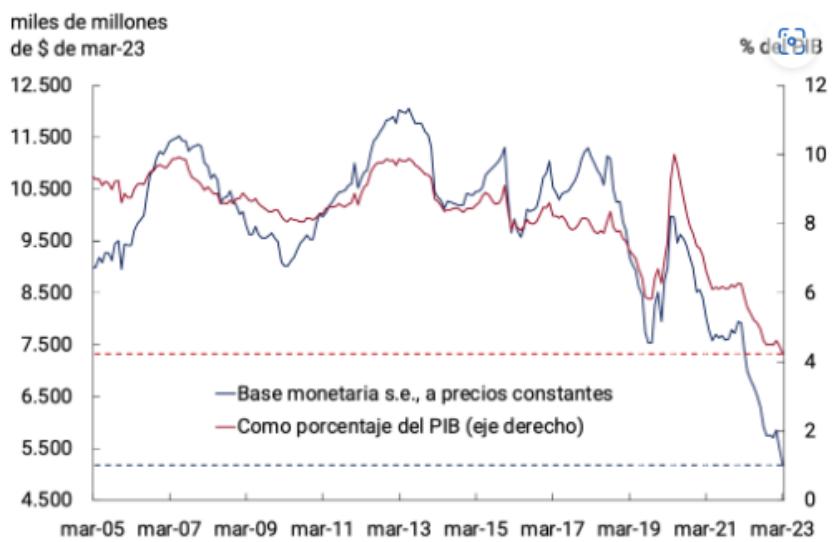
Gráfico 7.1 | Financiamiento primario al Tesoro Nacional



* Incluye transferencia de utilidades y adelantos transitorios.

Con todo, ajustada por estacionalidad y a precios constantes, la Base Monetaria registró una contracción promedio mensual de 3,1% en el trimestre y en los últimos doce meses acumuló una caída del orden del 30%. De este modo, continuó contrayéndose y se mantuvo en niveles históricamente bajos. En igual sentido, en términos del PIB, en marzo la Base Monetaria se ubicaría en 4,2%, cifra en torno a los mínimos valores desde 2003 (ver Gráfico 7.3).

Gráfico 7.3 | Evolución histórica de la Base Monetaria



En el comienzo del año el BCRA continuó adecuando las tasas de interés de referencia con el objetivo de favorecer un proceso de desinflación en el mediano plazo, en pos de consolidar la estabilidad financiera y cambiaria. A mediados de marzo se elevó en 3 p.p. la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo, llevándola a 78% n.a. (113,3% e.a.).

El BCRA continuó calibrando la tasa de crawl en el marco del régimen vigente de flotación administrada. Adaptando el ritmo de depreciación el BCRA busca mantener niveles adecuados de competitividad externa.

En este contexto, **las Reservas Internacionales del BCRA** se ubicaron al 31 de marzo en US\$39.060 millones, reflejando una disminución de US\$5.538 millones respecto al 31 de diciembre (ver Gráfico 7.12). Dicho resultado se explica principalmente por los pagos de títulos públicos del Tesoro Nacional por unos US\$1.600 millones, y por las ventas netas del BCRA en el mercado de cambios por unos US\$3.000 millones.

Gráfico 7.12 | Reservas Internacionales



Las condiciones financieras globales serían más adversas para los países emergentes, lo que eventualmente podría impactar sobre los mercados financieros y de materias primas.

En este contexto, el BCRA continuará calibrando sus políticas **con el objetivo de reducir la tasa de inflación y preservar la actividad y el empleo.**

En materia de tasas de interés, el BCRA seguirá monitoreando la situación macroeconómica, prestando especial atención a la evolución pasada y prospectiva del nivel general de precios, el nivel de actividad económica y la dinámica del mercado de cambios. Todo esto dentro del objetivo estructural del BCRA de propender hacia retornos que permitan resguardar el valor de las

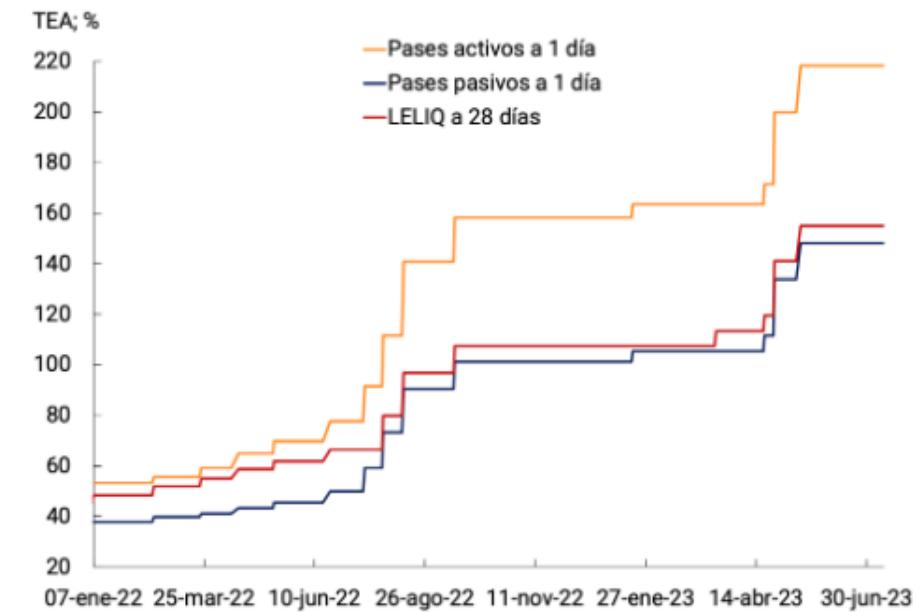
inversiones realizadas en instrumentos denominados en moneda doméstica y de consolidar la estabilidad cambiaria y financiera.

En línea con lo acordado en el PFE, y dadas las mejores condiciones del mercado de deuda doméstica respecto de los primeros años de gestión, durante 2023 el BCRA continuará reduciendo la asistencia monetaria al Tesoro Nacional. En este contexto es esperable que el esfuerzo de esterilización monetaria se vaya reduciendo gradualmente

JULIO

En la primera parte del año la inflación registró una aceleración; en tanto, el nivel de actividad mostró una ligera mejora. En este contexto, el BCRA decidió acelerar el proceso de suba de la tasa de interés de referencia con el objetivo de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y evitar que la volatilidad financiera impacte en las expectativas de inflación y en la dinámica del mercado de cambios.

Gráfico 7.1 | Estructura de Tasas de Interés



En un entorno de tasas reales más elevadas, la **Base Monetaria**, ajustada por estacionalidad y a precios constantes, registró una contracción promedio mensual de 4,4% en el segundo trimestre y en los últimos doce meses acumuló una caída del 32,4%. De este modo, continuó contrayéndose y se mantuvo en niveles históricamente bajos. En igual sentido, en términos del PIB, a finales de junio la Base Monetaria se habría ubicado en 3,8%, cifra mínima desde 2003

Gráfico 7.2 | Evolución histórica de la Base Monetaria



La asistencia monetaria del BCRA al Tesoro Nacional, a través de los Adelantos Transitorios, se mantuvo dentro de los límites establecidos en el Programa de Facilidades Extendidas (PFE) acordado con el FMI. De esta forma, la expansión primaria acumulada del sector público en términos del PIB se ubicó entre las más bajas de los últimos años, representando tan sólo 0,8% del PIB (ver Gráfico 7.2). Cabe destacar que para el resto del año el Tesoro Nacional se comprometió a no utilizar el saldo restante de adelantos transitorios.

Entre junio y julio se observó una mayor volatilidad en los precios en el mercado secundario de deuda pública, lo que llevó a que el BCRA interviniere en dicho mercado con el fin de estabilizar las cotizaciones de los instrumentos del Tesoro. De este modo, la autoridad monetaria reafirmó su compromiso de operar sobre la curva de rendimientos de la deuda pública en moneda local, garantizando que los retornos en el mercado secundario se mantengan en una relación razonable con los que se determinan en el marco de las licitaciones primarias del Tesoro y propendiendo a una estrategia de mediano plazo que permita conducir la política monetaria valiéndose de operaciones de mercado abierto

El BCRA continuará interviniendo en el mercado secundario de instrumentos del Tesoro Nacional con el fin de evitar una excesiva volatilidad que comprometa la estabilidad financiera.

El BCRA continuó adaptando la tasa de crawl al ritmo de inflación en el marco del régimen vigente de flotación administrada. Con esto se buscó preservar la competitividad externa (ver Gráfico 7.11). En efecto, en el segundo trimestre del año el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) registró una suba de 0,1% promedio mensual.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA se ubicaron al 30 de junio en US\$27.926 millones, reflejando una disminución de US\$11.134 millones respecto al 31 de marzo. Esta caída se explicó fundamentalmente por los pagos de capital y cargos netos al FMI por un total de US\$6.150 millones, de los cuales US\$2.683 millones correspondieron al pago programado para el 30 de junio. También contribuyeron a explicar la caída de las reservas la venta de divisas al Tesoro

Nacional para el pago de los cupones de los bonos soberanos en moneda extranjera y el cambio en los saldos de cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades. Por su parte, los restantes factores tuvieron leves aportes negativos en el período bajo análisis.

OCTUBRE

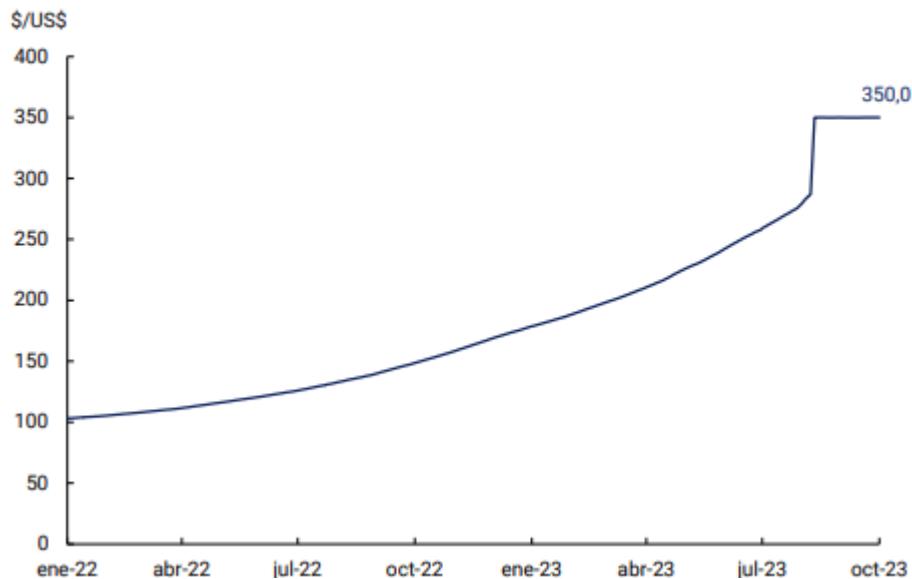
Los días previos a las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) se verificó una elevada volatilidad en los mercados financieros, que acrecentaron las expectativas de devaluación y de aceleración de la inflación

Luego de las PASO el BCRA decidió recalibrar el nivel del tipo de cambio oficial, llevándolo a \$350/US\$.

Paralelamente a la recalibración del tipo de cambio oficial, y con el objetivo de morigerar su traslado a precios, se readecuaron simultáneamente las tasas de interés de referencia y de los depósitos a plazo fijo, alineándolas a un nivel consistente con las expectativas de inflación de mediano plazo. De este modo se buscó propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y contribuir al equilibrio financiero y cambiario.

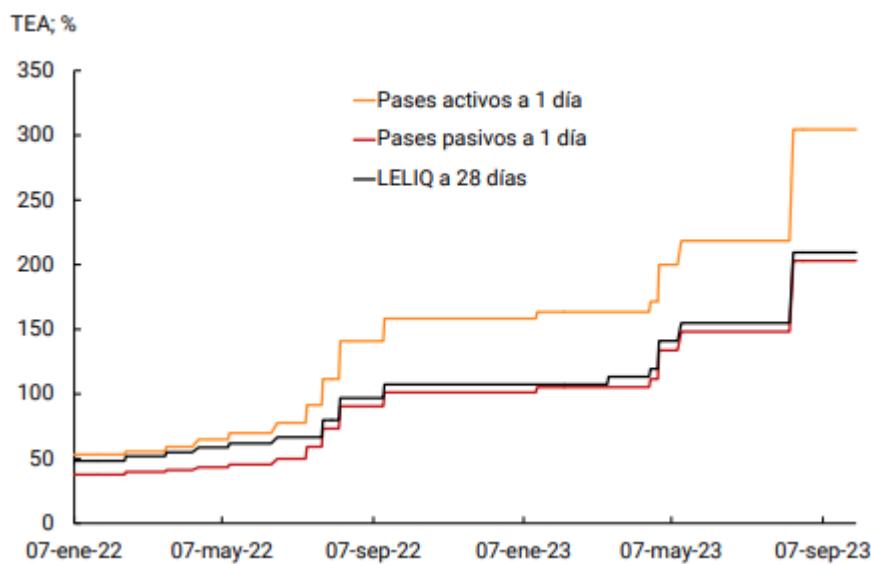
Por otro lado, el BCRA continuó utilizando su capacidad de intervención a través de operaciones de mercado abierto, a los efectos de acotar la volatilidad y auspiciar una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana

Gráfico 7.1 | Tipo de Cambio Nominal bilateral con Estados Unidos



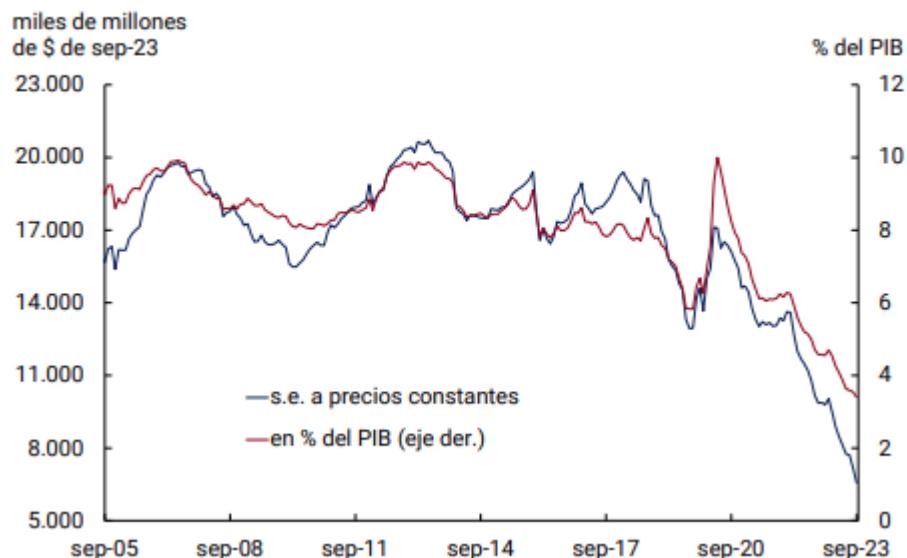
En simultáneo con la recalibración del tipo de cambio oficial a mediados de agosto, el BCRA decidió readecuar el nivel de las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria, tras mantenerlas sin cambios desde mediados de mayo (ver Gráfico 7.2). **El objetivo de la suba de tasas de interés fue amortiguar el traslado a precios de la corrección cambiaria, propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y contribuir al equilibrio financiero y cambiario.** Específicamente, dispuso elevar en 21 p.p. la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo, llevándola a 118% n.a. (209,4% e.a.).

Gráfico 7.2 | Estructura de Tasas de Interés



En un entorno de tasas de interés elevadas, la **Base Monetaria**, ajustada por estacionalidad y a precios constantes, registró una contracción promedio mensual de 5,4% en el tercer trimestre del año, acumulando en los últimos doce meses una caída del 35,4%. De este modo, continuó contrayéndose y permaneció en valores históricamente bajos. Como ratio del PIB, la Base Monetaria se situó en 3,4% en septiembre, lo cual representa su mínimo nivel de los últimos 20 años (ver Gráfico 7.3).

Gráfico 7.3 | Evolución histórica de la Base Monetaria



en un contexto de menores ingresos por derechos de exportación (ver Capítulo Finanzas Públicas) y de demora de los desembolsos correspondientes a la 5ta Revisión del Programa de Facilidades Extendidas, el BCRA cubrió parte de las necesidades del Tesoro. Entre julio y agosto se otorgaron Adelantos Transitorios por \$440.000 millones y se distribuyeron parte de las utilidades

no capitalizadas del año 2022 por \$400.000 millones Cabe señalar que dichas operaciones tienen como objetivo contener la volatilidad excesiva de precios de los instrumentos de deuda del Tesoro Nacional⁷⁵.

2024

Con Milei un Nuevo Marco de Política Monetaria y Cambiaria

CAMBIO DE RÉGIMEN MONETARIO NO DISRUPTIVO

La recuperación de la credibilidad no será completa hasta que la corrección de los desbalances monetarios heredados hayan permitido eliminar los controles cambiarios y de capitales aún vigentes. Ello permitirá lograr la unificación definitiva del mercado de cambios.

Preservar la credibilidad de la institución monetaria requiere honrar todos sus compromisos. Particularmente en un contexto de cambio de régimen, esto resulta esencial para disponer el uso pleno de todos los instrumentos de política monetaria.

ANCLA FISCAL Y CORRECCIÓN DE PRECIOS RELATIVOS

El Ministerio de Economía presentó el programa económico de la nueva administración. Los anuncios iniciales del programa ponen énfasis en las modificaciones estructurales al régimen económico que resultan necesarias para revertir la espiral de inestabilidad y estancamiento que afecta a la economía argentina.

A tal efecto, el programa anunciado tiene como objetivo la consolidación fiscal inmediata como piedra angular para ese cambio. El objetivo anunciado es alcanzar un equilibrio fiscal financiero en el 2024.

El marco económico que se anunció en el día de hoy se propone el objetivo de eliminar de raíz el problema inflacionario que enfrenta nuestra economía.

Una de las principales distorsiones se observa en el tipo de cambio. En el marco de la transición hacia un régimen que asegure la estabilidad macroeconómica, el Ministerio de Economía anunció una nueva relación peso-dólar de \$800 en el Mercado Único y Libre de Cambios.

POLÍTICA CAMBIARIA: ACUMULACIÓN DE RESERVAS

El sinceramiento en el valor del tipo de cambio introduce un factor nuevo e importante: el incentivo a la producción y a la exportación y un desincentivo a continuar incrementando artificialmente las importaciones. Una mejora genuina de la balanza comercial será un motor imprescindible en el proceso de recuperación del nivel de reservas internacionales líquidas del BCRA.

El objetivo central es despejar la incertidumbre en torno a los desembolsos pactados con vistas a atender los futuros vencimientos de capital. Esa incertidumbre responde a la obligación que enfrenta la Argentina de iniciar el proceso formal de solicitud de una dispensa (waiver) por el incumplimiento de las metas acordadas en agosto de este mismo

año. El gobierno hará los esfuerzos necesarios para restablecer la vigencia del acuerdo firmado con el FMI y llevará a cabo negociaciones adicionales que considere contribuyan a mejorar las condiciones de financiamiento vigentes.

Reforzando el ancla que brinda el firme compromiso con el equilibrio fiscal, el ajuste anunciado para el tipo de cambio cumplirá el rol de un ancla complementaria en las expectativas de inflación. El BCRA continuará atacando los efectos rezagados de la monetización, directa e indirecta, de los déficits fiscales de los últimos años.

El refuerzo al ancla fiscal que constituye este ancla nominal es considerada una necesidad temporal que disminuirá a medida que el compromiso y la visibilidad del esfuerzo fiscal sean apreciados en su total dimensión. En función de las circunstancias actuales, en lo inmediato se establece un sendero de desplazamiento de 2% mensual para el tipo de cambio.

POLÍTICA MONETARIA: OBJETIVOS E INSTRUMENTOS OPERATIVOS

Todas las herramientas de la política monetaria se orientarán a alcanzar la estabilidad monetaria y reducir la inflación.

En el corto plazo, como consecuencia de los desbalances heredados y mientras la economía transite un periodo de “estanflación”, se prevé que la demanda de dinero demorará en recuperarse.

En este contexto, el equilibrio monetario requiere atender simultáneamente las dos fuentes principales de emisión monetaria: **el financiamiento directo e indirecto del déficit fiscal y el déficit quasi-fiscal del propio BCRA.**

En el contexto descripto, guiado por la prudencia y la flexibilidad, el BCRA considera apropiado mantener sin cambios la tasa de política monetaria. De esta forma, la tasa de las Letras de Liquidez (Leliq) a 28 días se mantendrá en 133%. A su vez, decidió disminuir la tasa de pases pasivos, la cual se ubicará en 100%. El BCRA continuará monitoreando la evolución del nivel general de precios, la dinámica del mercado de cambios y de los agregados monetarios a los efectos de calibrar su política de tasas de interés y de gestión de la liquidez.

18 de diciembre

Nueva tasa de política monetaria

A partir de mañana, **su tasa de interés de política monetaria** pasará a ser la tasa de los pases pasivos a un día de plazo, tasa que desde el 13 de diciembre fue establecida en 100% nominal anual.

Con el fin de racionalizar su esquema de gestión de liquidez, el Directorio decidió dejar de realizar licitaciones de LELIQ a futuro, pasando a ser las operaciones de pases pasivos su principal instrumento de absorción de excedentes monetarios.

Al centralizar sus operaciones en un solo instrumento, y al ser su tasa de política la única tasa de interés de referencia, se busca hacer más clara la señal de política monetaria y fortalecer su transmisión al resto de las tasas de interés de la economía.

Abril

- Tras la corrección inicial de precios relativos en diciembre 2023 se observa una pronunciada desaceleración de la inflación, a pesar del fuerte arrastre estadístico que acarrea la inflación en sus promedios mensuales
- La eliminación de la monetización proveniente del déficit fiscal que, en 2023, mediante fuentes directas e indirectas, escaló a 5% del Producto Interno Bruto (PIB). De hecho, desde el 10 de diciembre el efecto monetario de la política fiscal ha sido opuesto y virtuoso, reduciendo la cantidad de pesos en circulación en alrededor de \$0,8 billones. De esta manera, se avanza por delante de la meta de financiamiento neto acumulado igual a cero para el año 2024,
- **La acumulación sostenida de reservas internacionales.** A partir del 10 de diciembre de 2023 el BCRA ha podido comprar sostenidamente en el MLC, revirtiendo la tendencia previa del 2023 en el cual las reservas internacionales netas cayeron USD 23,4 mil millones. Estas compras contribuyen a una acumulación de reservas internacionales netas de USD 8,7 mil millones al cierre del primer trimestre de 2024
- **La estabilidad de la brecha entre la cotización oficial del dólar y las cotizaciones paralelas y la corrección a la baja en la cotización de contratos de dólar a futuro sobre el tipo de cambio oficial.** La brecha de tipo de cambio ha bajado fuertemente, tanto desde su pico pre-10 de diciembre 2023 de alrededor del 200%, como pos-10 de diciembre 2023 de 60%.
- **Reducción de la tasa de política monetaria:** la tasa de interés de los pasos pasivos se fija en 70% TNA.

Julio 11: Nueva tasa de política. Se eliminan los pases, se introduce la LeFi

El BCRA elimina la emisión endógena generada por los pasivos remunerados y da un nuevo paso en el proceso de sanear su balance

El Directorio del Banco Central de la República Argentina (BCRA) dispuso la suspensión de la operatoria de pases pasivos a partir del 22 de julio. A través de la [Comunicación A8060](#), se definieron los aspectos técnicos y operativos de la "Letra Fiscal de Liquidez" (LeFi), que servirá, a partir de esa fecha, como el principal instrumento de administración de liquidez del sistema bancario.

Los pasivos remunerados del BCRA son el reflejo de la necesidad de esterilización del excedente de pesos emitidos para solventar el déficit fiscal acumulado durante años. La migración de los pases existentes a deuda del Tesoro Nacional, proceso que comenzó a mediados de mayo con la emisión de Letras a tasa fija por parte del Ministerio de Economía, es el último paso en la eliminación de esta fuente de emisión endógena que afecta adversamente la programación monetaria y el proceso antiinflacionario.

La instrumentación del traspaso de los pasivos remunerados se realizará a través de la [LeFi, emitida por el Tesoro Nacional](#). Esta letra capitalizará a la tasa de política monetaria informada por el BCRA. Las entidades financieras podrán adquirir diariamente la LeFi y vender total o parcialmente su tenencia al BCRA, garantizando que el mecanismo permita adecuar la liquidez a las necesidades de la economía. Esta nueva letra tendrá un plazo máximo de 1 año y solo podrá ser negociada entre las entidades financieras y el BCRA. El directorio dispuso que la LeFi se operará a su valor técnico y no computará para el límite de Financiamiento al Sector Público no Financiero.

Con la migración de los pases pasivos del BCRA, el costo financiero de este excedente de pesos comenzará a ser asumido por el Tesoro Nacional. Para ello, el Ministerio de Economía efectuará un depósito en el BCRA, con el objetivo de cubrir el costo financiero en que incurra el BCRA en el manejo de la liquidez con la LeFi.

Esta instrumentación es un paso más en el saneamiento del balance del BCRA y refuerza el compromiso de seguir reduciendo las fuentes de emisión que afectan adversamente la programación monetaria.

-
- **Absorción de liquidez de los bancos mediante compras y ventas de LEFI:** Las LEFIs son un instrumento cuya adquisición es exclusiva de los bancos y capitalizan diariamente la tasa de política monetaria, hoy de 40% TNA. Las LEFIs no se negocian en el mercado secundario, sino que son operadas exclusivamente entre los bancos y el BCRA. Debido al tratamiento impositivo de las LEFIs (no están sujetas al impuesto a los ingresos brutos) en el inicio de operaciones la tasa neta de política monetaria percibida por los bancos se verá elevada automáticamente de 3,00% a 3,34% TEM. El directorio del BCRA regulará la liquidez del sistema bancario estableciendo el nivel de la tasa de interés de las LEFIs y la tasa de pases activos, basándose en la programación monetaria del BCRA.
-

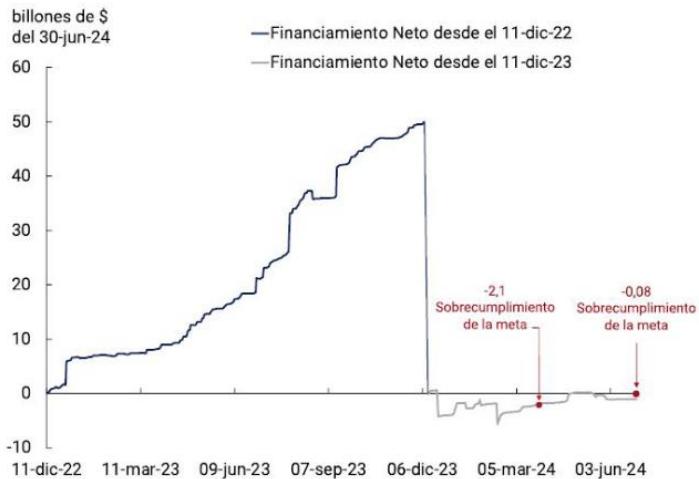
⁵ Las LEFIs se incorporaron al activo del BCRA a través de un canje con el Tesoro. Es decir, contra la entrega de títulos CER del Tesoro en el portafolio BCRA, sin aumentar la deuda bruta del Tesoro. Por el contrario, en la medida que los bancos vayan desarmando sus posiciones de LEFIs para prestar esos fondos al sector privado la deuda bruta del Tesoro podrá disminuir. La tasa de interés sobre las LEFIs es flotante, reflejando la tasa de política monetaria. En lo inmediato, el traspaso de pasivos remunerados del BCRA al Tesoro no implica un aumento del costo financiero en términos reales para el Tesoro ya que la tasa de política monetaria es de 3,3% TEM, levemente inferior a la inflación mensual de junio de 4,6%. A futuro y ante la posibilidad de que la tasa de política monetaria se torne positiva en términos reales, el costo financiero de las LEFIs podrá impactar en las cuentas del Tesoro.

Julio: Nuevo Marco Monetario

Fase 1

- **La eliminación del déficit fiscal y su monetización:** Con el fin de frenar la espiral inflacionaria en curso, en diciembre 2023 se lanzó un programa de estabilización macroeconómica basado en la eliminación inmediata del déficit fiscal y del déficit de la balanza de pagos, las principales fuentes de emisión monetaria y de pérdida de reservas. Durante 2023 y hasta el 10 de diciembre el financiamiento neto total del Tesoro provisto por el BCRA (bajo la definición de la 7ma revisión del FMI) llegó a acumular \$50 billones a pesos constantes de junio 2024. A partir del lanzamiento del programa de estabilización el Tesoro asumió el compromiso de llevar a cero el déficit fiscal y el BCRA asumió el compromiso de eliminar el financiamiento neto al Tesoro

Gráfico 2 | Financiamiento neto acumulado al Tesoro (definición del FMI)

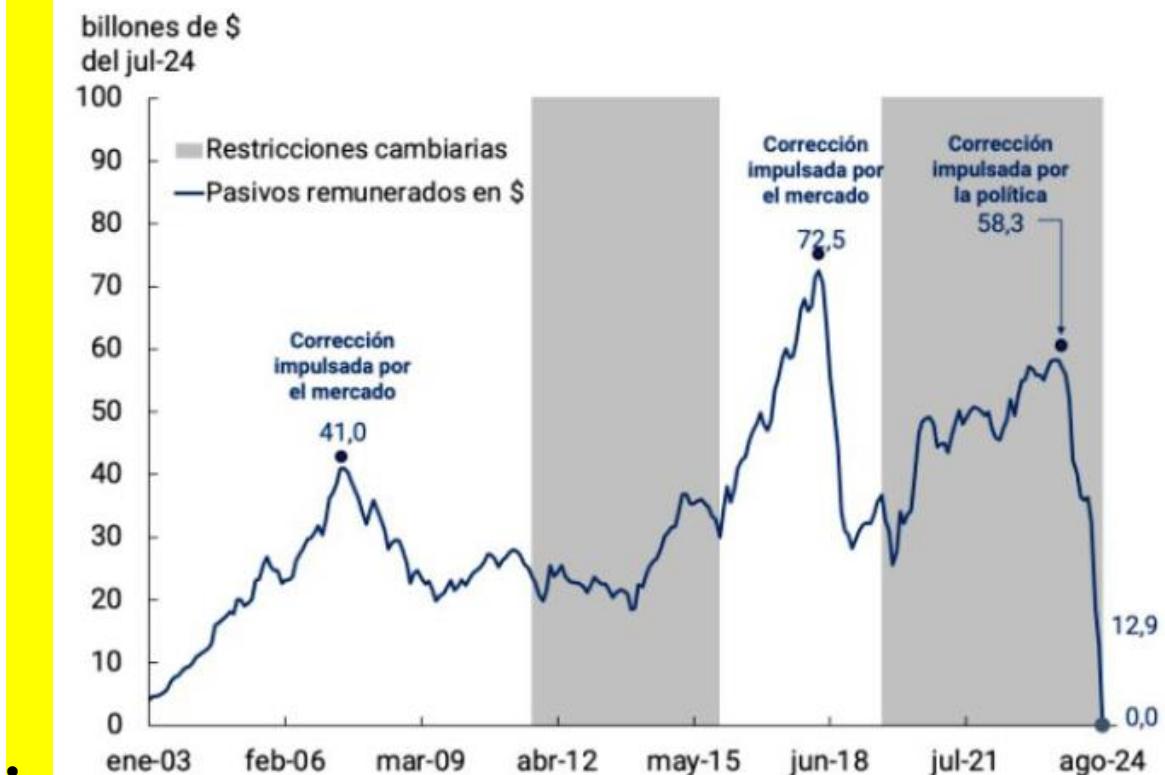


- **La reducción de la tasa de interés de política monetaria:** En paralelo a las medidas mencionadas, el BCRA comenzó un proceso orientado a eliminar la segunda fuente de oferta monetaria excedente: los intereses sobre sus pasivos remunerados. Durante el segundo semestre de 2023 estos últimos, entre LELIQ y pasos pasivos, habían llegado a sumar \$58,3 billones, cifra solo superada por el pico de abril 2018 de \$72,8 billones (ambos a precios constantes de junio 2024). La flexibilidad monetaria aplicada a lo largo del primer semestre se apoyó en la consistencia del programa macroeconómico y se tradujo en la posibilidad de que BCRA guiará la tasa de política monetaria (sobre pasos pasivos) desde 130% a 40% TNA y que disminuyan los registros mensuales de la inflación minorista.

Fase 2

- **El nuevo marco de política monetaria: fijación de la cantidad de dinero en relación a la base monetaria amplia.** A efectos de consolidar el proceso de eliminación de la inflación y sentar las bases del marco normativo para la implementación de la competencia de monedas, el BCRA inauguró la segunda etapa del programa de estabilización bajo control de cambios.³ En esta etapa se agrega como objetivo el de limitar la cantidad de pesos al monto nominal existente el 30 de abril de la base monetaria amplia (BMA), es decir, \$47,7 billones de pesos corrientes (o 9,1% del PIB). Ese valor reciente de la BMA se asemeja en términos reales a la totalidad de la base monetaria (BM) con la cual operaba normalmente la economía argentina previo a la imposición de controles de cambio en agosto 2019. **La tasa de interés de referencia sigue siendo la de los pases pasivos a un día**
- **El mismo objetivo de la política monetaria: eliminación de la inflación.** Concluye así la fase 1 del programa en la cual la política monetaria se orientó principalmente a guiar la tasa de interés de política monetaria hacia niveles más bajos y negativos en términos reales, reduciendo la emisión endógena por intereses. La fase 2 del programa asume que ese objetivo ha sido cumplido por lo cual BCRA ganará mayor grado de libertad para el manejo de los instrumentos de regulación de liquidez. En particular, esta flexibilidad se refuerza debido a que, a la par de mantener el compromiso firme con el equilibrio fiscal, se avanza en eliminar o esterilizar las demás fuentes de oferta monetaria nueva: (a) los pasivos remunerados del BCRA, (b) el financiamiento indirecto del Tesoro a través de “BIDs” y “PUTs” y, mientras persistan los controles de cambios, (c) la acumulación de reservas internacionales.
- **La mejora en la hoja de balance y la definición de los instrumentos monetarios del BCRA:** El límite establecido a la cantidad máxima de dinero (tomando como referido la BMA nominal del 30 de abril) contribuirá a la resolución de dos desafíos importantes que enfrenta el BCRA: (1) el saneamiento de su balance por medio de la eliminación de toda forma de “dominancia” (sea esta fiscal, bancaria o cambiaria) sobre el ejercicio de la política monetaria y (2) la definición de los instrumentos necesarios para perseguir de manera eficiente sus objetivos, en particular en lo que hace a guiar las expectativas de inflación del sector privado hacia abajo.
- **La eliminación de la totalidad de los pasivos remunerados del BCRA (colocación de LEFIs por parte del Tesoro):** El BCRA dispuso eliminar la ventana de pases pasivos a partir del 22 de julio, completando así un proceso de reducción de sus pasivos remunerados desde \$52 billones en noviembre de 2023 (a precios constantes de junio de 2024) hasta eliminarlos por completo en julio 2024.

Gráfico 11 | Pasivos remunerados del BCRA en pesos



- **Provisión de liquidez a los bancos mediante la ventana de pasos activos:** Las LECAPs (Letras del tesoro capitalizables en pesos) le permiten a los bancos y fondos comunes de inversión activar sus saldos de pesos a una tasa fija que paga el Tesoro y pueden ser negociadas en el mercado secundario. Las LECAPs también cumplen el rol de instrumento de regulación de liquidez bancaria del BCRA. Los bancos exclusivamente podrán utilizar sus tenencias de LECAPs (y otros títulos del Tesoro) como colateral para solicitar al BCRA liquidez temporaria, en plazos de 1 o 7 días, cuando ellos lo determinen.

La programación monetaria del BCRA anticipa la continuidad del crecimiento de la demanda real de dinero durante el 2S2024: Entre abril y junio se ha observado un incremento real y sin estacionalidad en el circulante en manos del público y en la base monetaria (incluyendo los encajes) de \$2,1 billones y \$6,2 billones, respectivamente. De esta manera la BM habría mostrado un punto de inflexión desde su mínimo de 2,5% del PIB marcado en marzo 2024.

Gráfico 15 | Base Monetaria y Base Monetaria Amplia (incluye pasivos remunerados del BCRA)



billones de \$ de abr-24

