

Efectos distributivos de la política monetaria: evidencia de grandes beneficios del programa de estabilización argentino

Reunión de vicegobernadores de Mercados Emergentes en el BIS
Basilea, 17 de marzo de 2025

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Efectos distributivos de la política monetaria

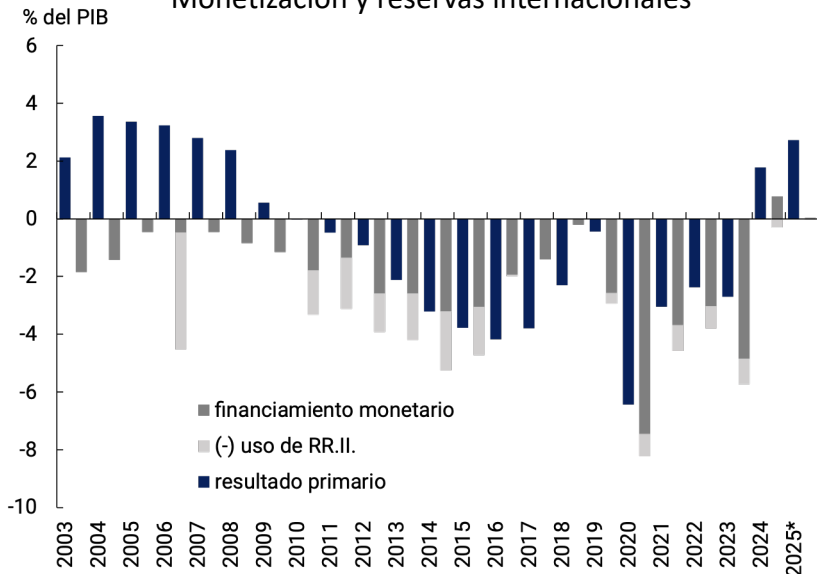
- I. | En un plan de estabilización, la política monetaria actúa junto a la fiscal y cambiaria para eliminar el exceso de dinero
- II. | La estrategia inicial de política monetaria no es convencional: recortar tasas de interés y transferir pasivos del BCRA al Tesoro
 - La política monetaria eliminó la oferta monetaria endógena (flujo) y redujo el excedente monetario (stock).
 - El almacenamiento de liquidez residual por el Tesoro permite una remonetización impulsada por la demanda de dinero.
 - La política monetaria produjo una desinflación rápida en 2024 y está anclando expectativas de inflación en 2025.
- III. | Los efectos distributivos de la transición a una inflación más baja han sido significativos, generalizados y beneficiosos
 - Canal del ingreso: la caída del impuesto inflacionario recaudado por el gobierno/bancos beneficia a los hogares/empresas.
 - Canal del consumo: la tasa de pobreza cae; los hogares de ingresos más bajos son los más beneficiados por baja inflación.
 - Canal del crédito: la desregulación y convergencia de expectativas de inflación impulsa el crédito al sector privado.
 - Canal de la riqueza: la estabilidad de precios y la austeridad fiscal impulsa los precios de los activos (acciones y bonos).
- IV. | Los efectos de la estabilización monetaria se mezclan con los de cambios en precios relativos impulsados por el gobierno
 - La reducción de barreras arancelarias y no arancelarias transfiere ingresos de importadores y productores a consumidores.
 - Los cambios en precios regulados (servicios públicos) y desregulados (alquileres) transfiere según señales de mercados.
 - La reducción de la dispersión cambiaria transfiere recursos de los importadores a exportadores y consumidores.

I. Política monetaria: trabajando junto a la política fiscal y cambiaria

1. Junto con los ajustes de la política monetaria los ajustes de la política fiscal y cambiaria tuvieron un papel destacado en la desinflación

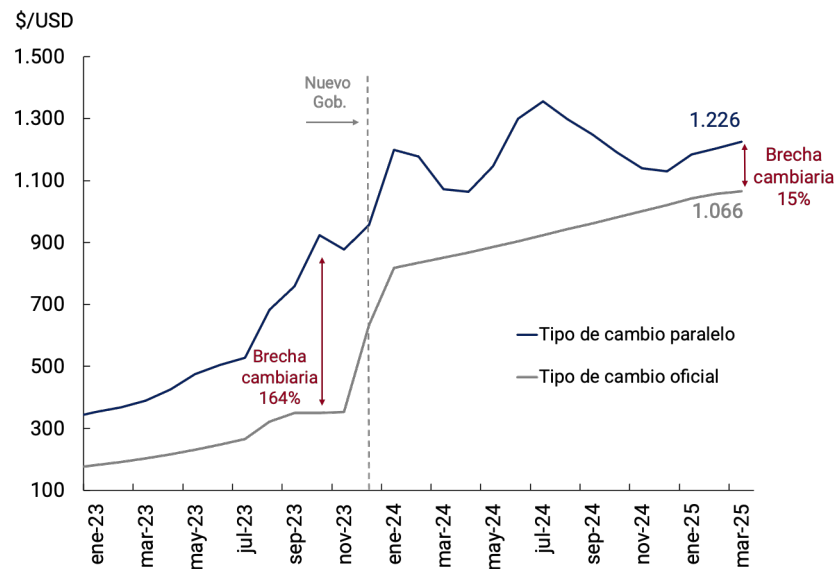
Déficit fiscal primario y financiamiento del BCRA al Tesoro

Monetización y reservas internacionales



Nota | En 2021, no se considera la asignación de DEG de ARS 427,4 mil millones. Para 2022, no se incluye el exceso de ingresos primarios provenientes de la colocación de deuda primaria. 2024: Financiamiento monetario (adelantos transitorios + distribución de utilidades + puts y bids a los bancos neto de reserva de LECAP en el BCRA) y financiamiento con reservas internacionales (colocación de LI) desde el 10 de diciembre de 2023 hasta agosto de 2024. * Resultado fiscal desestacionalizado y anualizado con datos a ene-25. Financiamiento monetario y financiamiento con reservas hasta feb-25. Fuente | BCRA en base a Ministerio de Economía e INDEC.

Tipos de cambio oficial y paralelo



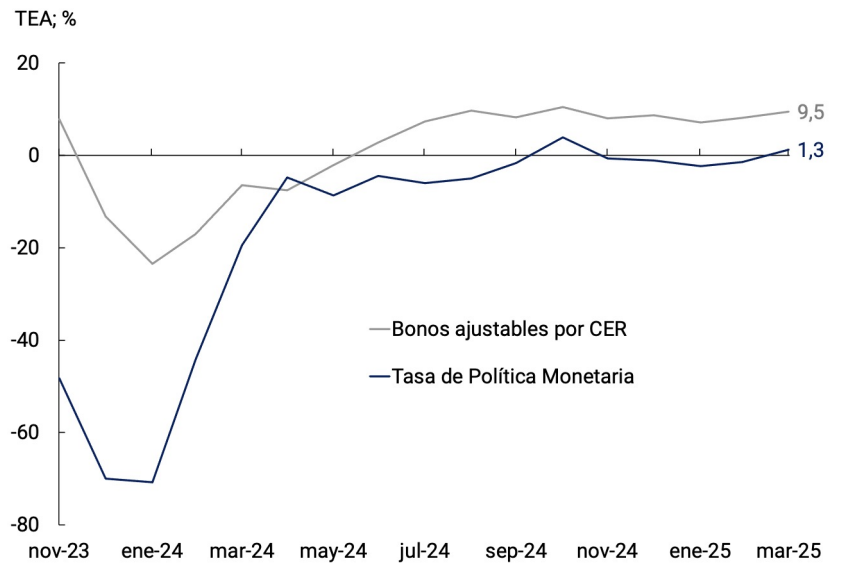
Nota | Los niveles del tipo de cambio de marzo son promedios hasta el 14-Mar-2025. Fuente | BCRA.

II. Política monetaria: reducción de tasas de interés

2. Los ajustes de la política monetaria se orientaron a eliminar los desequilibrios en la oferta de dinero (flujo) y en el exceso de dinero (stock)

Tasas de interés reales

Política Monetaria, depósitos a plazo y bonos públicos

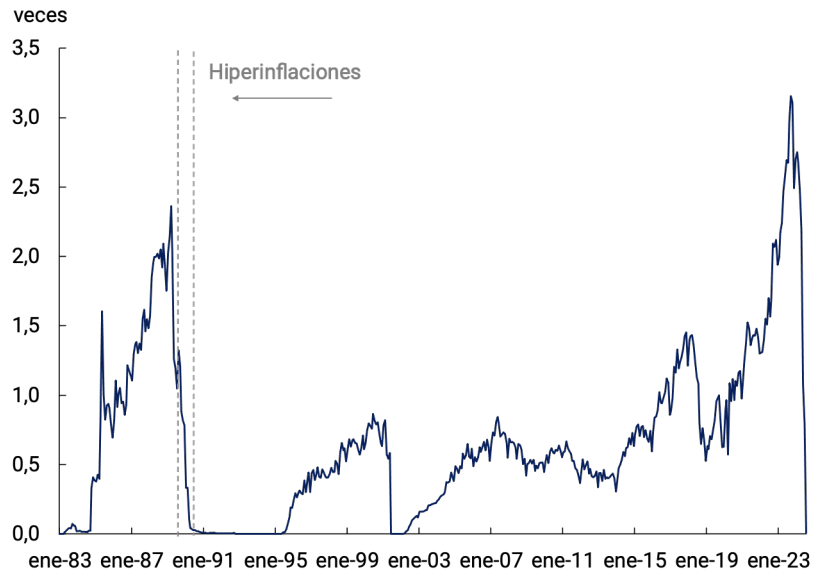


Nota | La tasa de Política Monetaria actual y la tasa de plazos fijos se calculan utilizando el promedio móvil centrado de 3 meses del IPC Núcleo. La tasa ponderada de bonos es un promedio ponderado por valor residual de los bonos T2X5, TX26, TZX25, TZX28 y TZXD6. Bonos ajustados por CER desde enero (datos preliminares de febrero y marzo).

Fuente | BCRA.

Pasivos remunerados del BCRA

En relación con la Base Monetaria

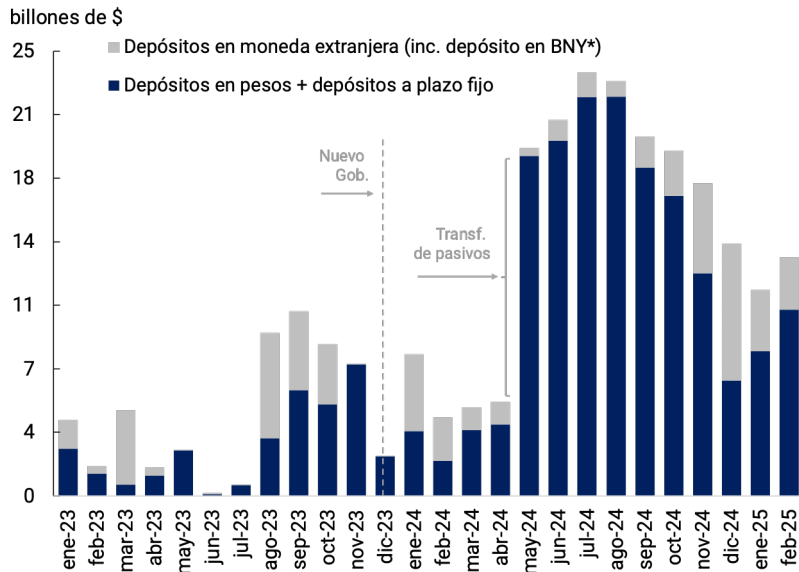


Fuente | BCRA.

II. Política monetaria: transferencia de liquidez residual al Tesoro

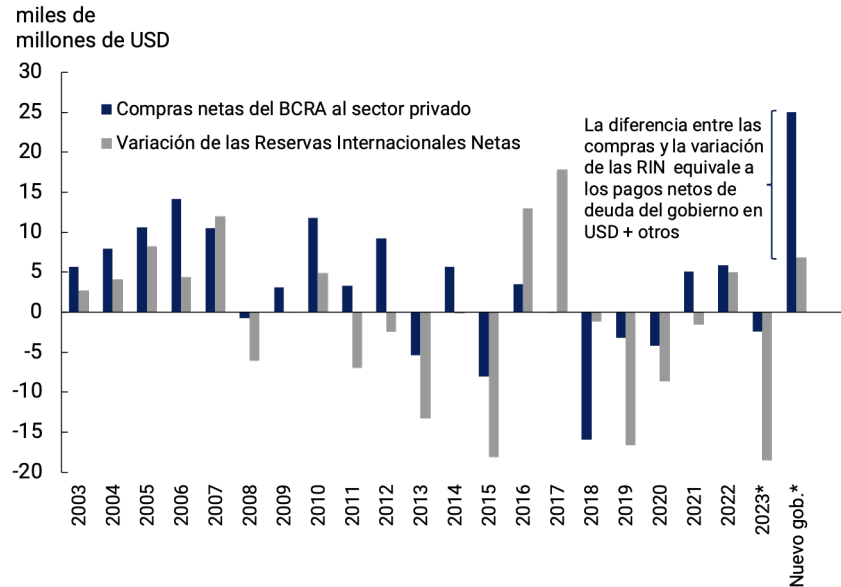
3. El Tesoro almacena un colchón de liquidez en ARS para que la demanda de dinero dicte el ritmo adecuado de remonetización, y el BCRA está comprando USD en montos récord que aseguran los pagos de la deuda externa del Tesoro

Depósitos del Tesoro Nacional



*(Bank of New York Mellon). Transferencias anticipadas para pago de bonos step-up.
Fuente | BCRA e INDEC.

Compras netas de USD del BCRA al sector privado y cambio en las Reservas Internacionales Netas (RIN)

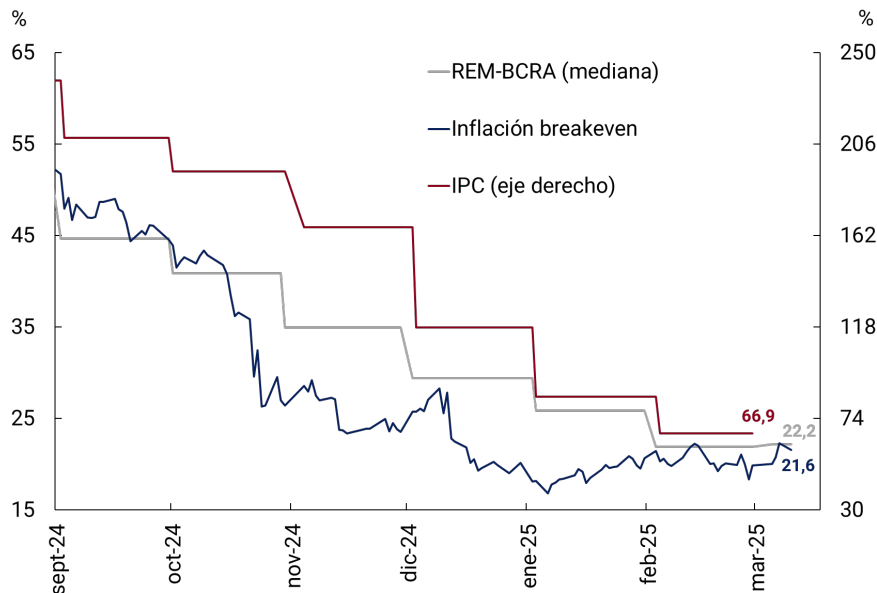


*2023 Desde el 1 de enero hasta el 9 de diciembre y nuevo gobierno desde el 10 de diciembre de 2023 hasta el 11 de marzo 2025.
Fuente | BCRA.

II. Política monetaria: desinflación rápida

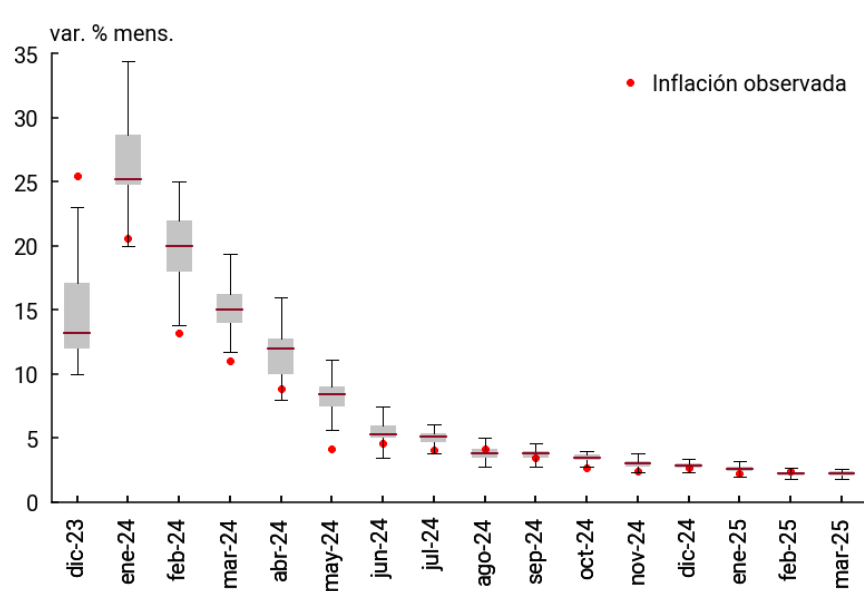
4. La combinación de políticas está logrando simultáneamente un colapso de la inflación y un anclaje de las expectativas inflacionarias (tanto en su promedio como en su dispersión)

Inflación minorista: Observada, breakeven 12 meses vista (mercado) y Expectativas (REM)



Fuente | BCRA e INDEC.

Inflación minorista Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) e Inflación observada (INDEC)



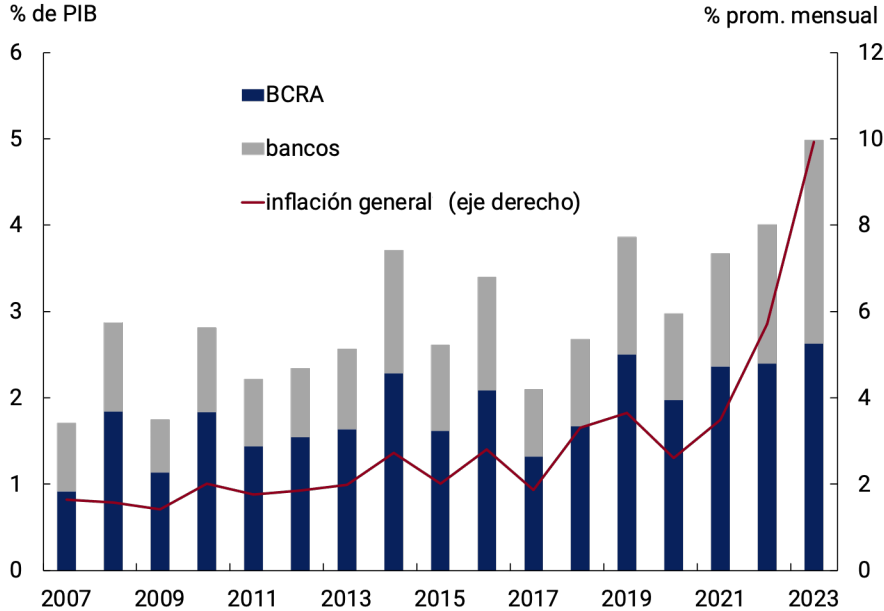
Fuente | REM-BCRA e INDEC.

III. Efectos distributivos: significativos, generalizados y beneficiosos

5. Canal de ingreso: La disminución del impuesto inflacionario previamente capturado por el sector público y los bancos está devolviendo ingresos a los hogares y las empresas y así se recompone la demanda real de dinero

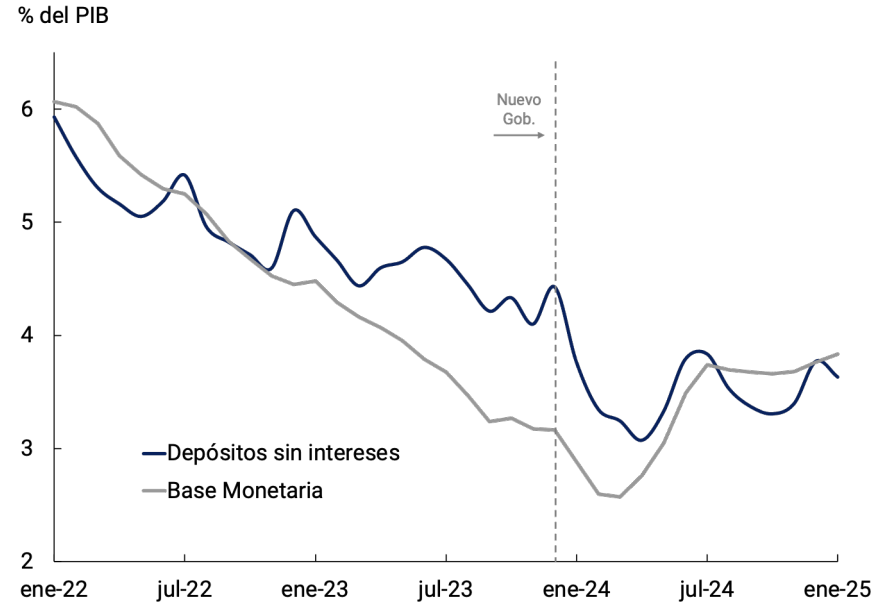
Impuesto inflacionario

Estimado sobre M2 (Privado Transaccional)



Fuente | BCRA.

Base Monetaria y M2 (Privado transaccional)

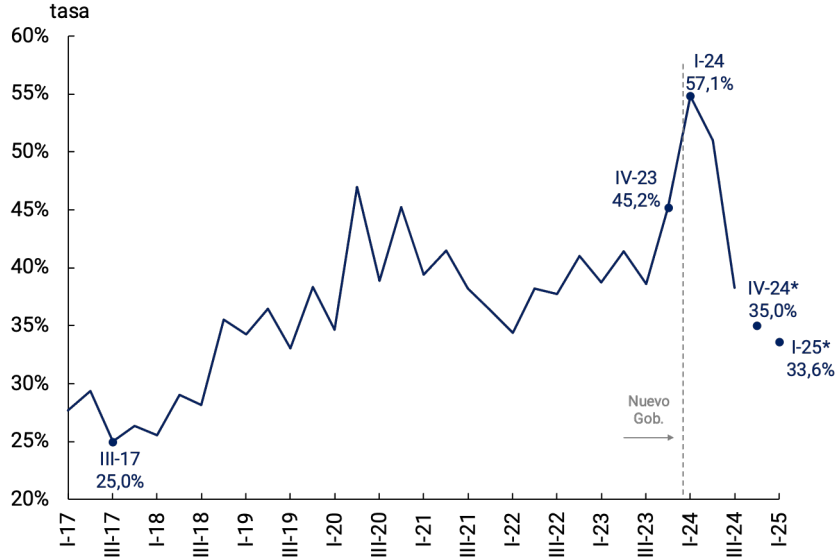


Fuente | BCRA.

III. Efectos distributivos: significativos, generalizados y beneficiosos

6. Canal de consumo: La pobreza disminuye debido a la menor inflación + la recuperación de la actividad económica (no neutralidad del dinero) + el incremento de los programas sociales en términos reales

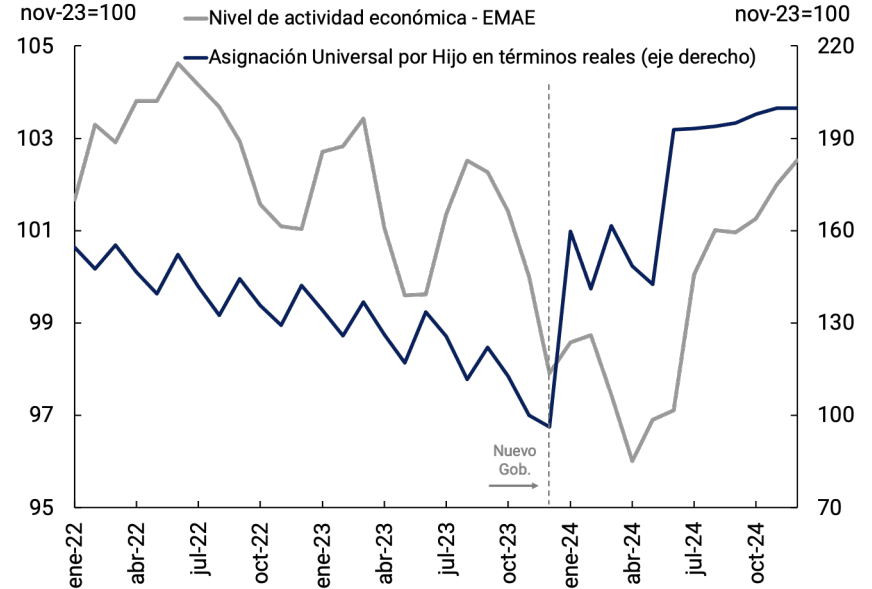
Pobreza



*El IV-24 y I-25 son proyecciones de G. Rozada (UTDT). El I-25 es el promedio de la proyección de ene-25 y feb25.

Fuente | BCRA en base a datos de INDEC y G. Rozada (UTDT).

Actividad económica y transferencias sociales

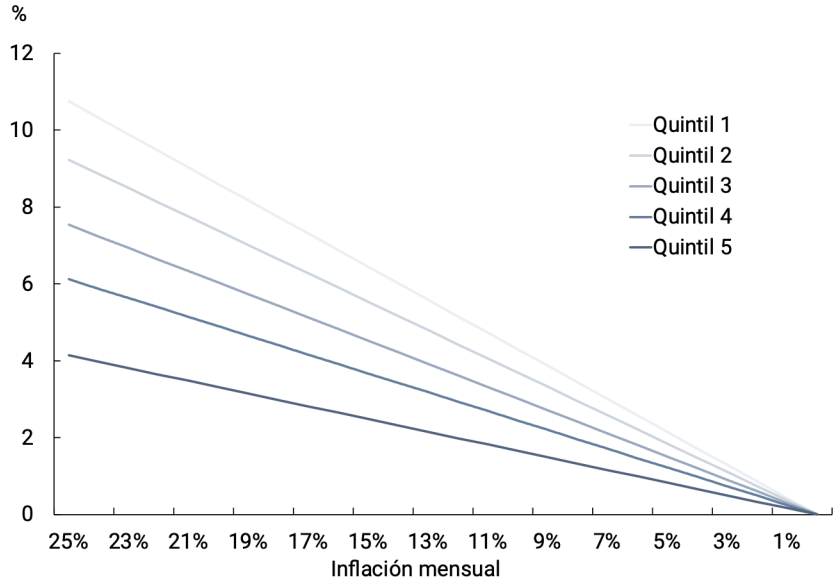


Fuente | BCRA en base a datos del Ministerio de Economía e INDEC.

III. Efectos distributivos: significativos, generalizados y beneficiosos

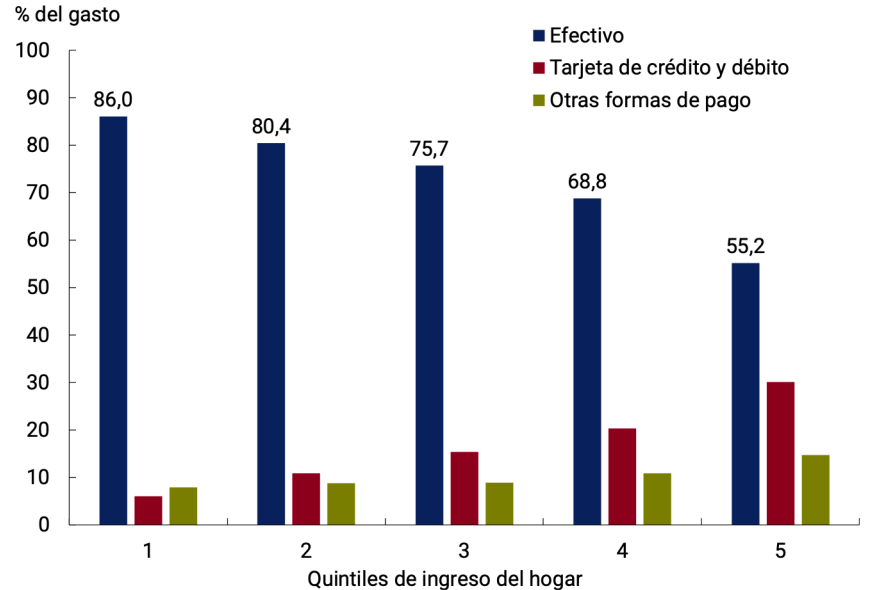
7. Canal de consumo: Los hogares de ingresos bajos se benefician relativamente más de la caída de la inflación que los hogares de ingresos altos

Pérdida del poder adquisitivo del dinero por quintil
En % del ingreso familiar total promedio



Fuente | BCRA en base a la Encuesta de Gastos de los Hogares 2017-18, INDEC.

Medios de pago por quintiles de ingreso

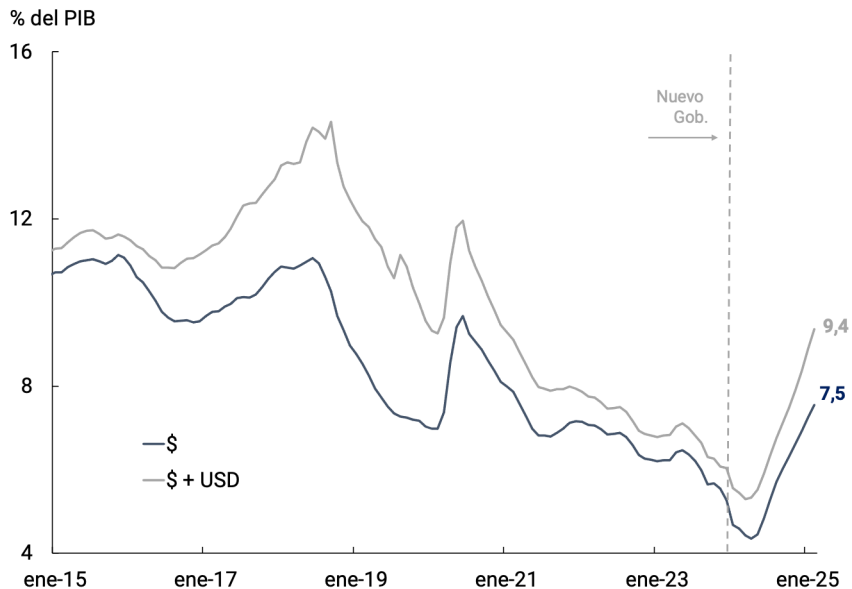


Fuente | BCRA en base a la Encuesta de Gastos de los Hogares 2017-18, INDEC.

III. Efectos distributivos: significativos, generalizados y beneficiosos

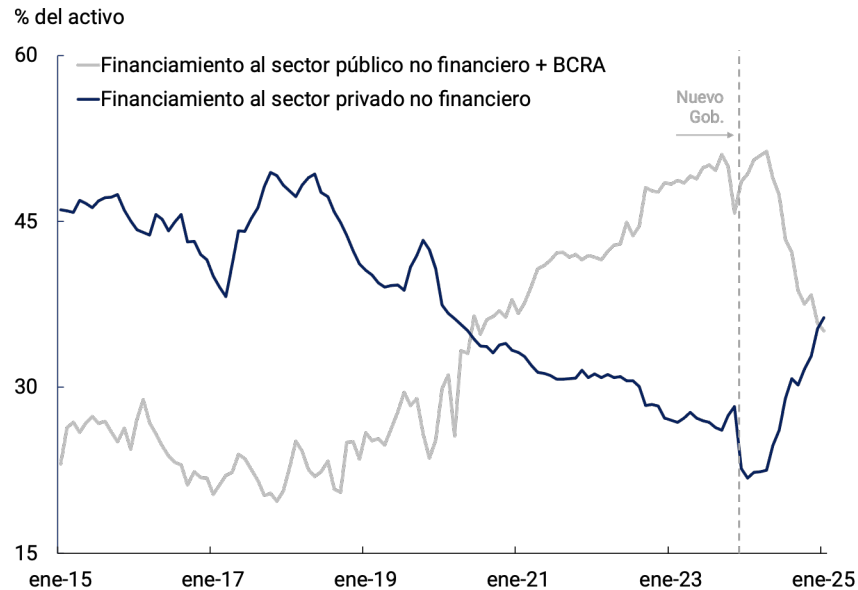
8. Canal de crédito: La desregulación y la desinflación facilitan la determinación de precio del crédito, lo que acerca a sujetos de crédito y bancos, mientras que la austeridad fiscal impulsa el crédito al sector privado

Préstamos del sector privado en términos del PIB



Fuente | BCRA.

Financiamiento bancario al sector público y privado

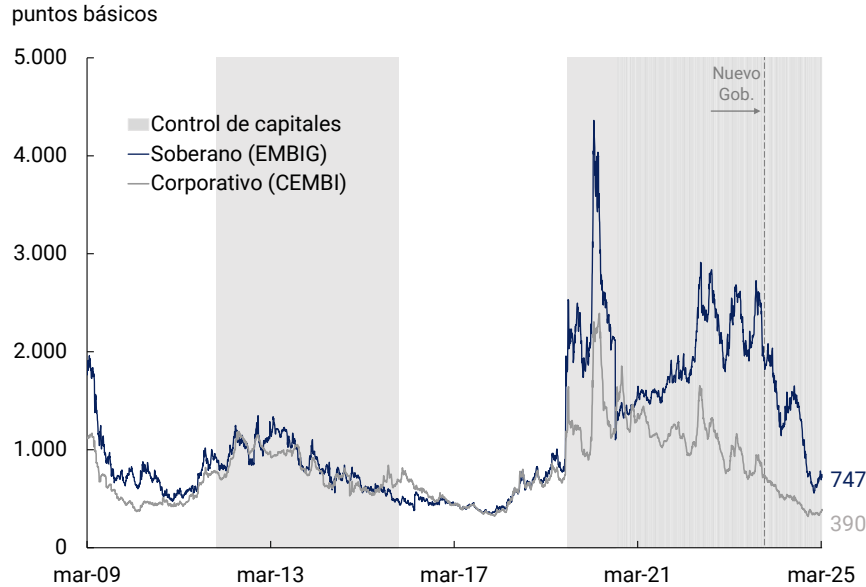


Nota | Financiamiento al sector público no financiero: Posición en valores públicos + Préstamos al sector público + LEFI. El sector público incluye todas las jurisdicciones.
Fuente | BCRA.

III. Efectos distributivos: significativos, generalizados y beneficiosos

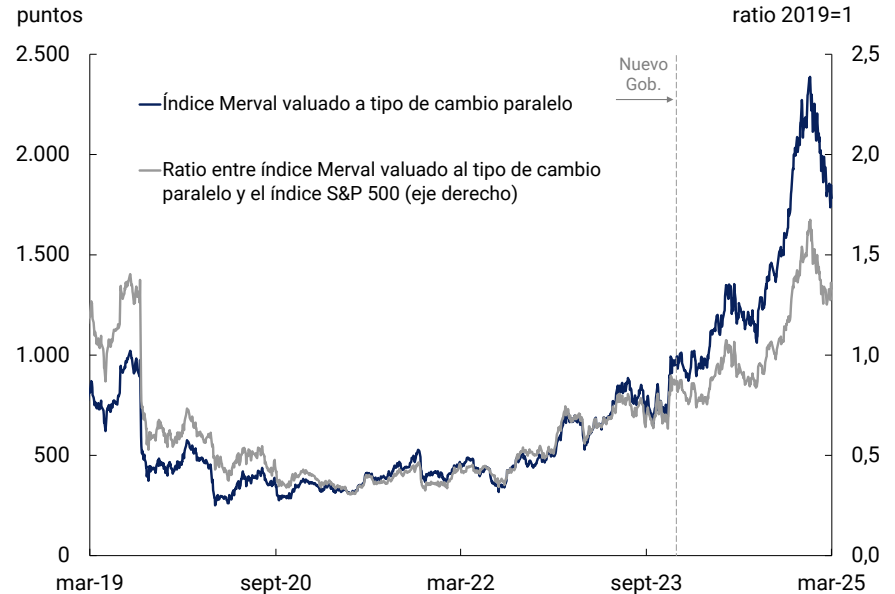
9. Canal de riqueza: La desinflación (política monetaria), las compras de USD que aseguran los pagos de la deuda (política cambiaria) y la austeridad (política fiscal) impulsan los precios de los activos

Prima de riesgo argentino: Soberana y Corporativa



Nota | Último dato 13-Mar-2025.
Fuente | Bloomberg.

Mercado de acciones

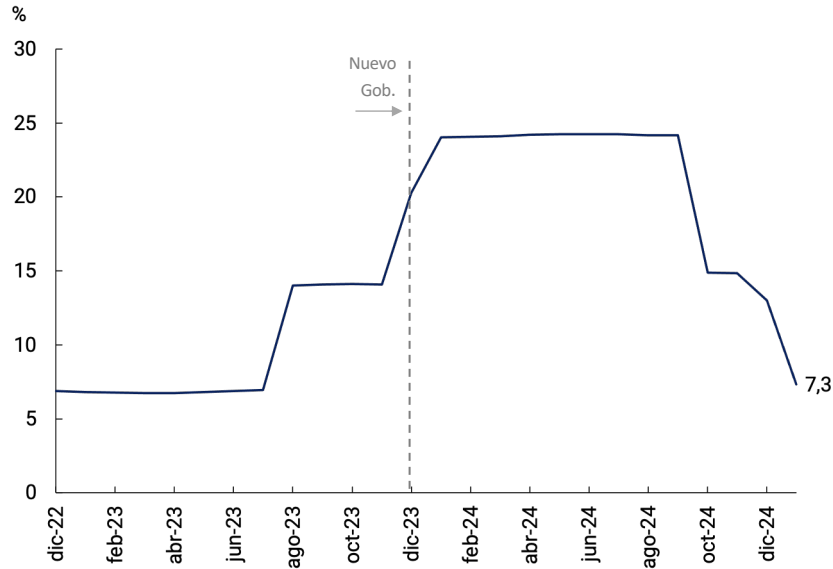


Nota | Último dato 14-Mar-2025.
Fuente | BCRA en base a datos de Bloomberg.

IV. Efectos distributivos: La desinflación interactúa con significativos ajustes de precios relativos

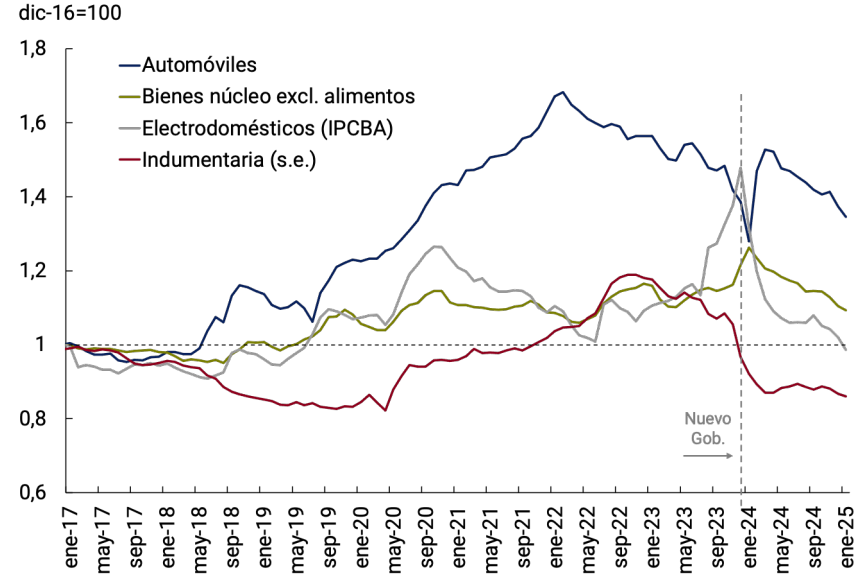
10. La reducción de barreras a las importaciones (arancelarias y no arancelarias) transfiere ingresos de los importadores/productores a los consumidores

Impuestos sobre las importaciones de bienes. Alícuota implícita*



*Incluye la tasa promedio implícita de aranceles, la tasa estadística y la tasa del impuesto PAIS.
Fuente | BCRA a partir de datos de INDEC y del Ministerio de Economía.

Reajustes de precios relativos por apertura comercial*

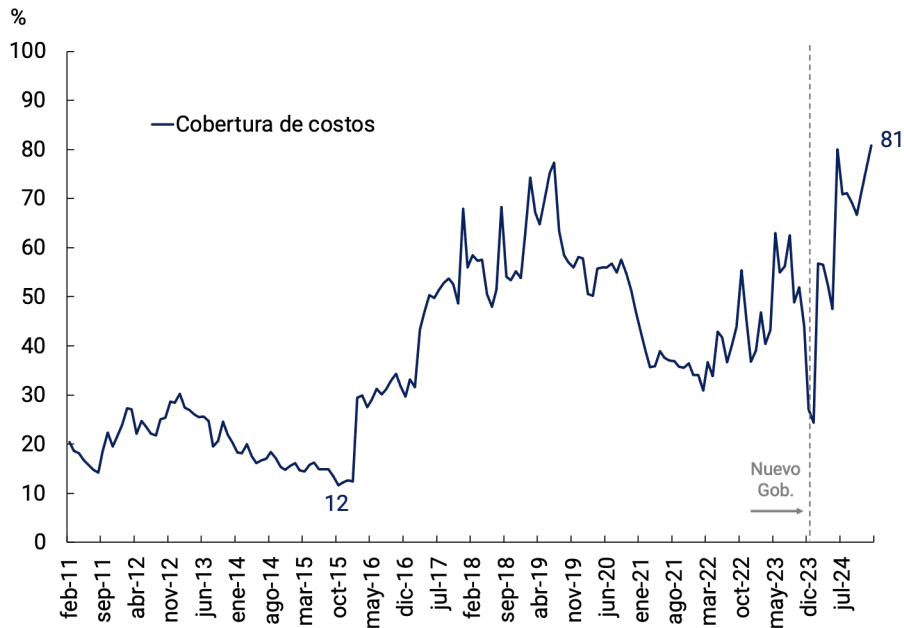


*Cada agregado en relación con el IPC Núcleo (INDEC).
Fuente | BCRA e IDECBA.

IV. Efectos distributivos: La desinflación interactúa con significativos ajustes de precios relativos

11. Los ajustes de precios regulados (servicios públicos) y los ajustes propiciados por la desregulación en otros sectores (alquileres) crean transferencias que reflejan valores de mercado

Tarifas del servicio eléctrico



Fuente | BCRA en base a datos de CAMMESA.

Precios reales de alquileres y superficie ofrecida



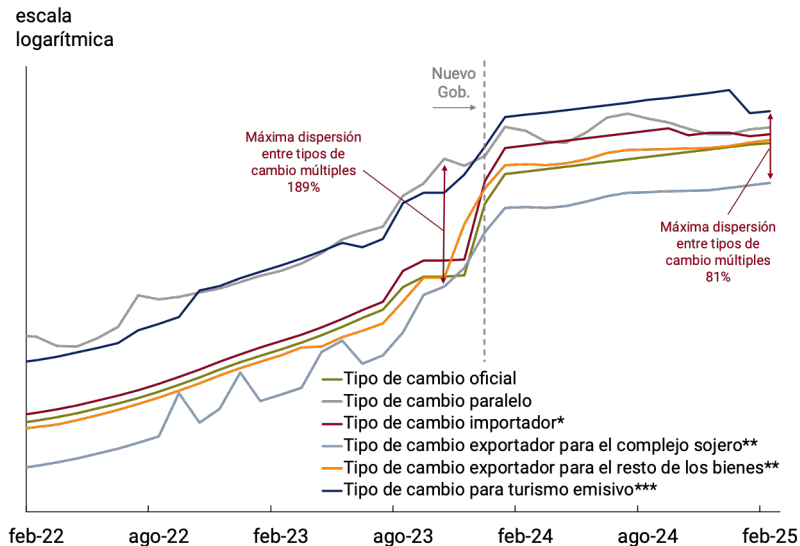
*Deflactado por el IPC Nacional.

Fuente | INDEC e IDECBA.

IV. Efectos distributivos: La desinflación interactúa con significativos ajustes de precios relativos

12. La menor dispersión entre tipos de cambios múltiples implica transferencias de importadores a exportadores y consumidores

Tipos de cambio nominales

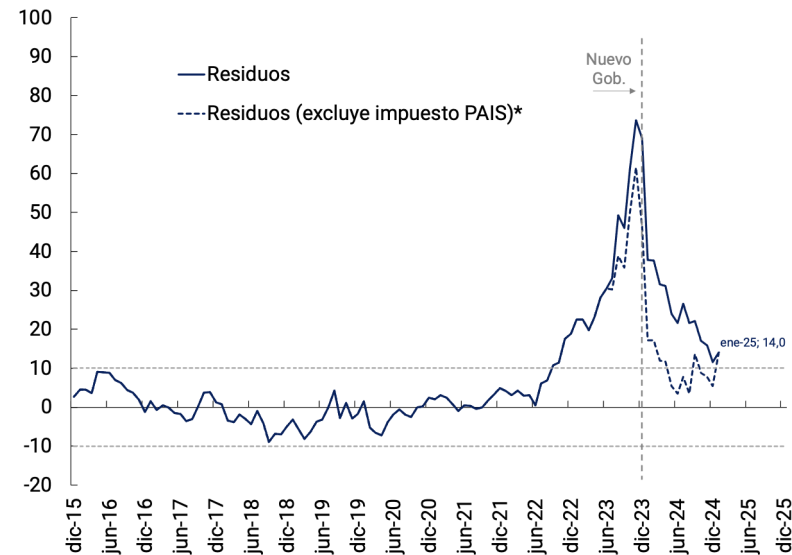


*Ajustado por la alícuota implícita promedio ponderada de aranceles, tasa estadística y la alícuota del Impuesto PAIS cuando aplicara. **ajustado por un promedio ponderado de las practicas de tipo de cambio múltiple (PIE), el actual esquema "blend" de liquidación de divisas y por la alícuota implícita promedio ponderada de los derechos de exportación. ***Ajustado por impuestos a la ganancias, bienes personales y PAIS cuando corresponda.

Fuente | BCRA en base a datos de INDEC y Ministerio de Economía.

Brecha de precios de importación

Como % del costo estimado usando el tipo de cambio oficial



* La línea punteada asume que el efecto del impuesto PAIS es lineal $Brecha_t^M = \frac{Precio_t}{Costo_t} = \frac{IPIM_t^M}{TCN_t \times PM_t^{USD}}$

Fuente BCRA e INDEC.

Gracias