

Programa de estabilización de Argentina: El avance del proceso desinflacionario y el punto de giro en el ciclo económico

45° Convención Anual IAEF

Mendoza, 5 de septiembre de 2024

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

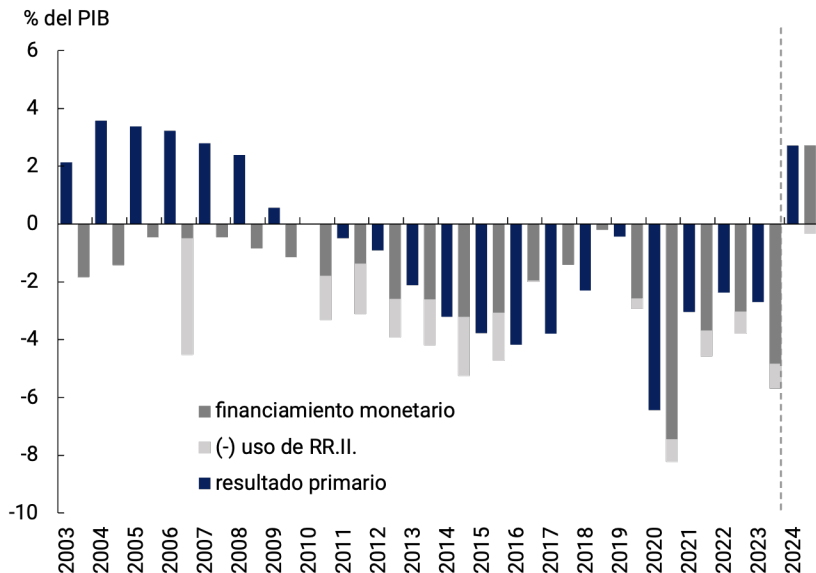
AGENDA

- 1 | **Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar el BCRA como caja fiscal**
- 2 | **Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica**
- 3 | **Una secuencia necesaria: Las 3 fases que conducen al equilibrio general sin pasar por una crisis *a-la-Argentina***
- 4 | **Un mandato en segundo plano: La “sintonía fina” conducente a preservar la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen**
- 5 | **Una perspectiva alentadora: La desinflación avanza, el ciclo económico gira, el sistema bancario se reorienta al sector productivo y el apoyo al programa en la opinión pública es alto**

AGENDA

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar el BCRA como caja fiscal**
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: Las 3 fases que conducen al equilibrio general sin pasar por una crisis *a-la-Argentina*
- 4 | Un mandato en segundo plano: La “sintonía fina” conducente a preservar la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen
- 5 | Una perspectiva alentadora: La desinflación avanza, el ciclo económico gira, el sistema bancario se reorienta al sector productivo y el apoyo al programa en la opinión pública es alto

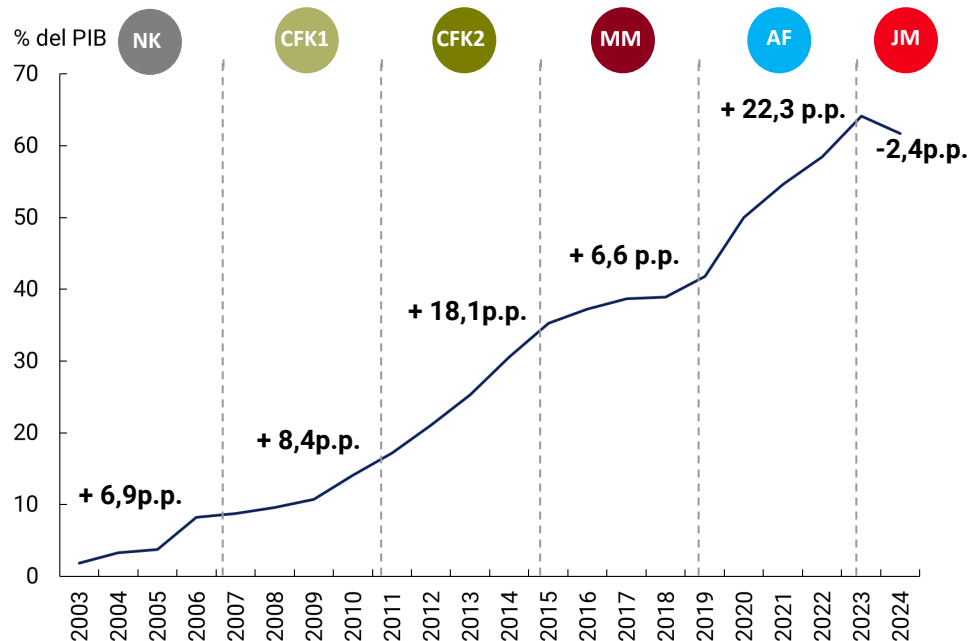
Financiamiento de déficits fiscales mediante monetización y reservas internacionales



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: saldo fiscal anualizado ajustado por estacionalidad de enero a julio. 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 julio de 2024.

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

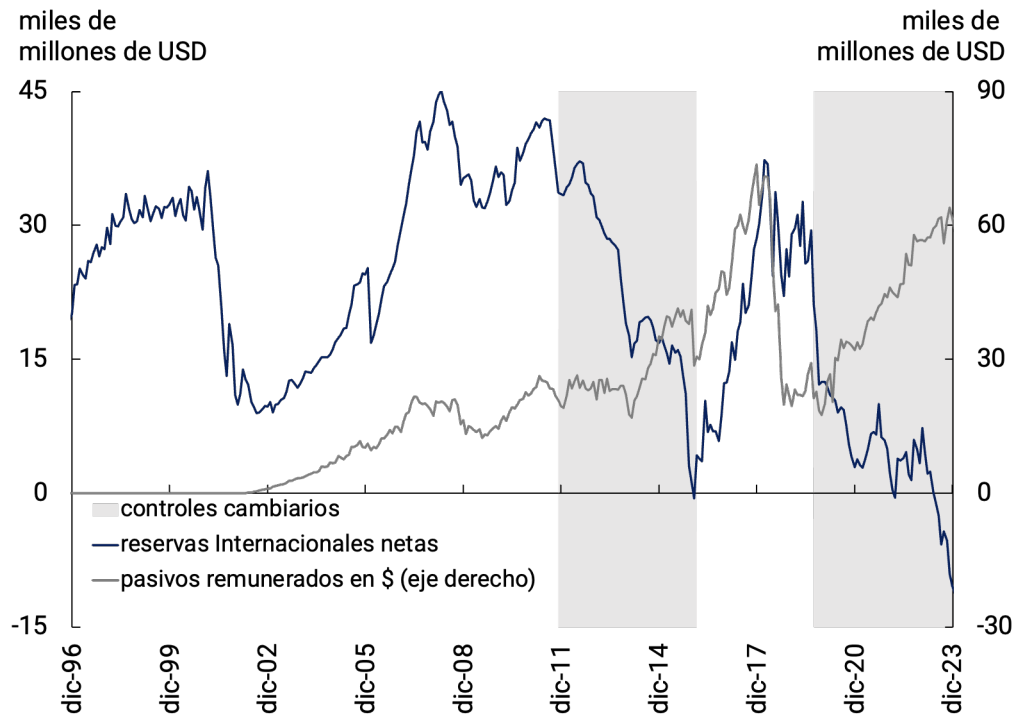
Financiamiento acumulado del BCRA al Tesoro Monetario y con reservas



Nota | 2024: Financiamiento monetario y con reservas desde el 10 de diciembre de 2023 hasta julio de 2024.

Fuente | BCRA e INDEC.

Reservas internacionales netas y pasivos remunerados

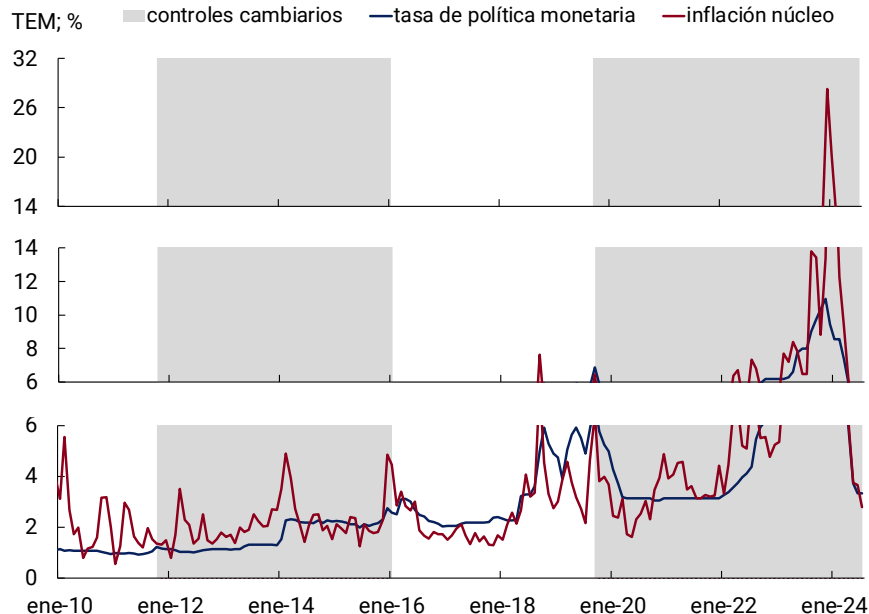


*Véase: [Programa argentino de estabilización: reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal sobre la política monetaria](#)

Nota | Las reservas internacionales netas son las reservas brutas menos deuda con BIS y Banco de Francia, reservas bancarias en moneda extranjera, SEDESA, países en USD, LEBAC en USD y swap con China.

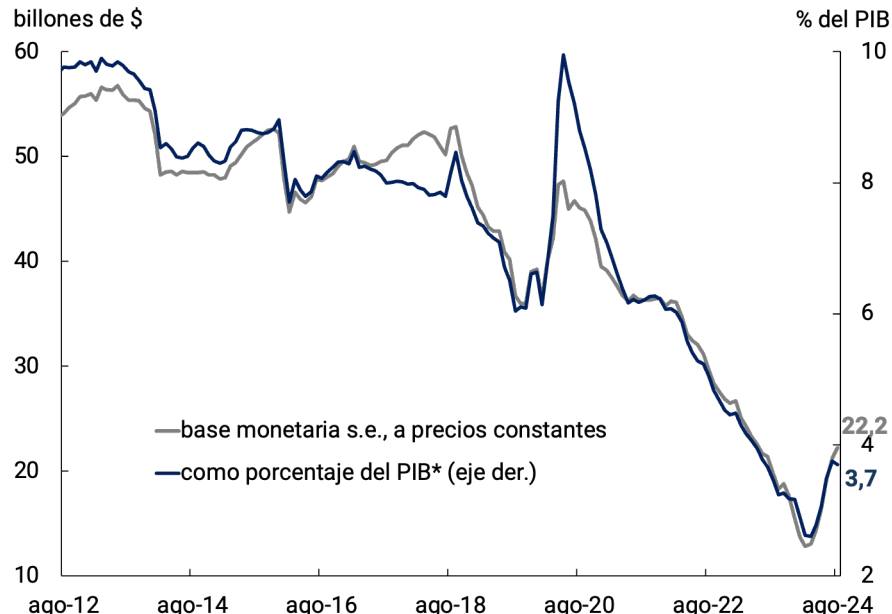
Fuente | BCRA.

Tasa de política monetaria Promedio mensual



Fuente | BCRA.

Base monetaria



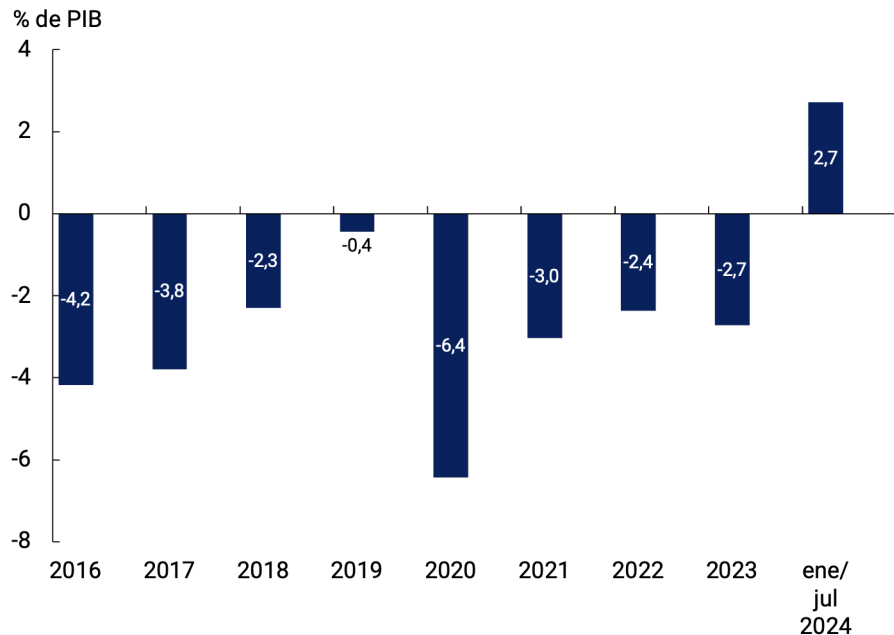
*Calculado sobre PIB s.e., prom. móvil 3 meses.

Fuente | BCRA.

AGENDA

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar el BCRA como caja fiscal
- 2 | **Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica**
- 3 | Una secuencia necesaria: Las 3 fases que conducen al equilibrio general sin pasar por una crisis *a-la-Argentina*
- 4 | Un mandato en segundo plano: La “sintonía fina” conducente a preservar la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen
- 5 | Una perspectiva alentadora: La desinflación avanza, el ciclo económico gira, el sistema bancario se reorienta al sector productivo y el apoyo al programa en la opinión pública es alto

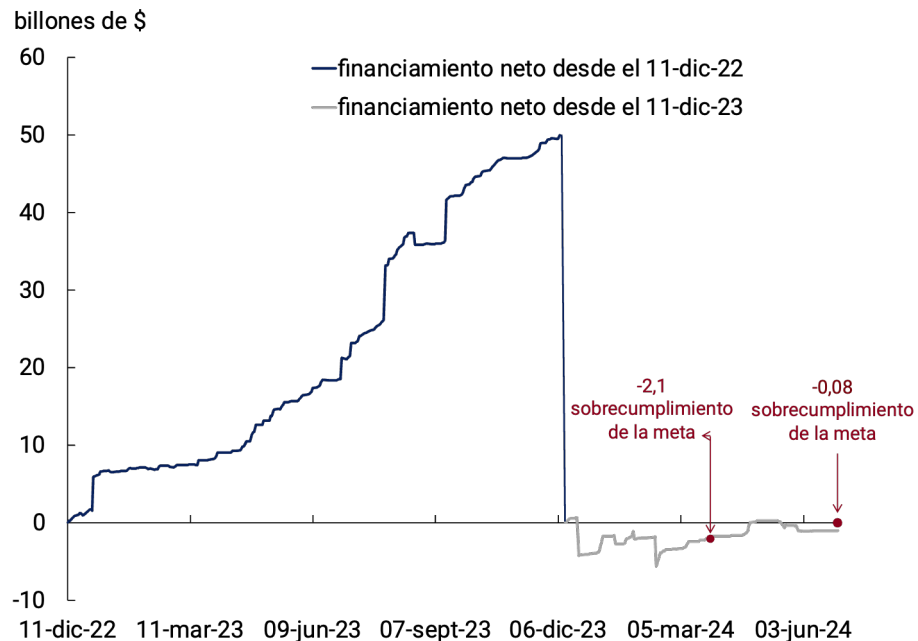
Resultado primario del sector público no financiero



Nota | ene/jul 2024: Resultado primario sin estacionalidad anualizado
Fuente | BCRA y Ministerio de Economía.

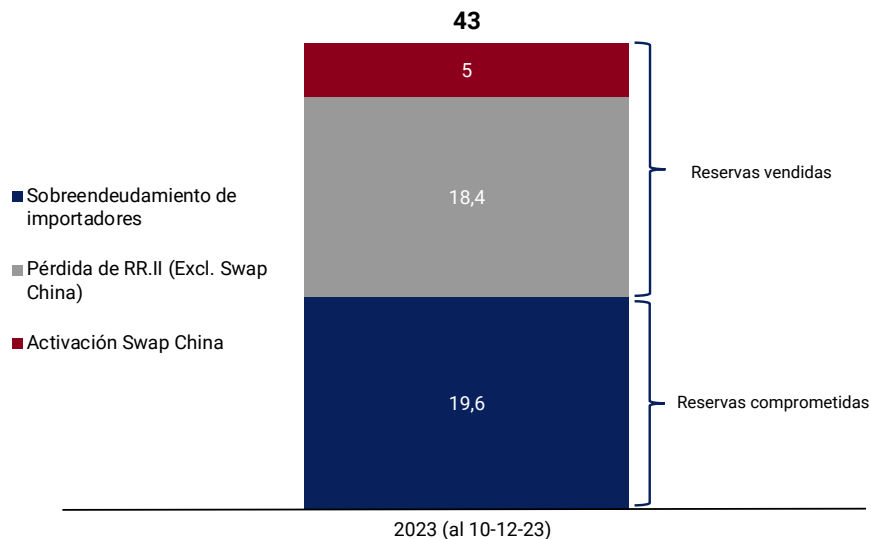
Financiamiento neto acumulado

A precios constantes del 30 de junio de 2024



Fuente | BCRA.

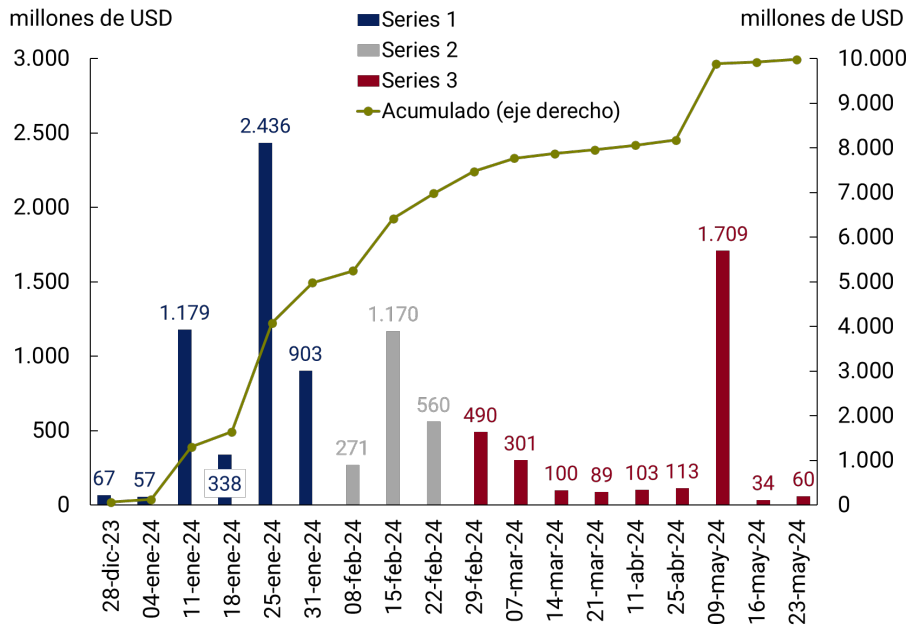
Caída en las reservas del BCRA y sobreendeudamiento de importadores contra las reservas del BCRA* miles de millones de USD



*El sobreendeudamiento de los importadores se calcula como diferencia respecto al promedio histórico del stock de deuda.

Fuente | BCRA.

Swap cambiario (BOPREAL)



Fuente | BCRA.

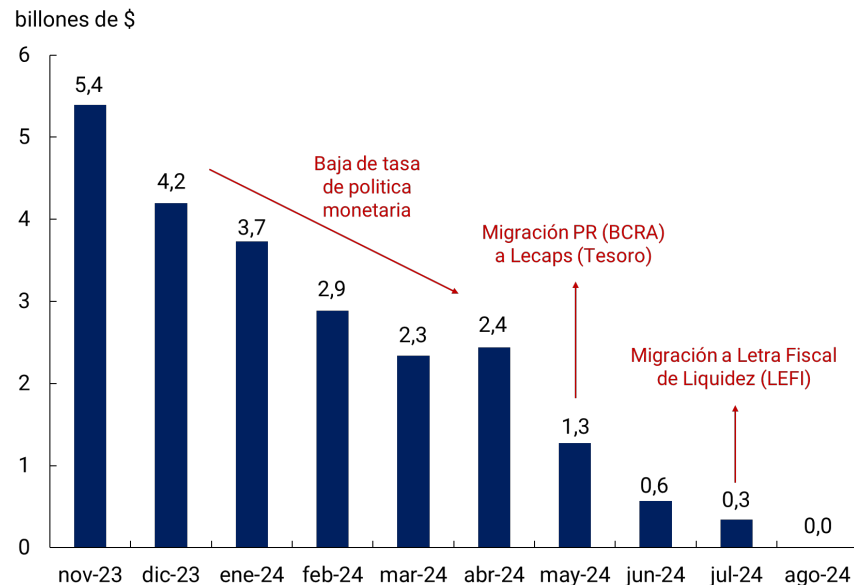
Pagos de intereses sobre pasivos remunerados y tasa de política monetaria del BCRA



Nota | Datos al 2 de agosto de 2024.

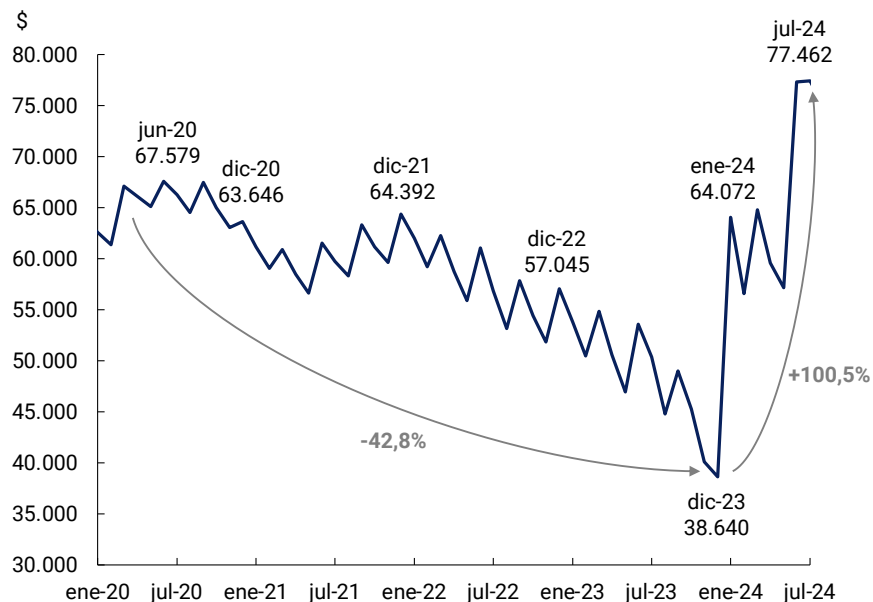
Fuente | BCRA.

Pagos de intereses del BCRA sobre los pasivos remunerados A precios constantes del 31 de julio de 2024



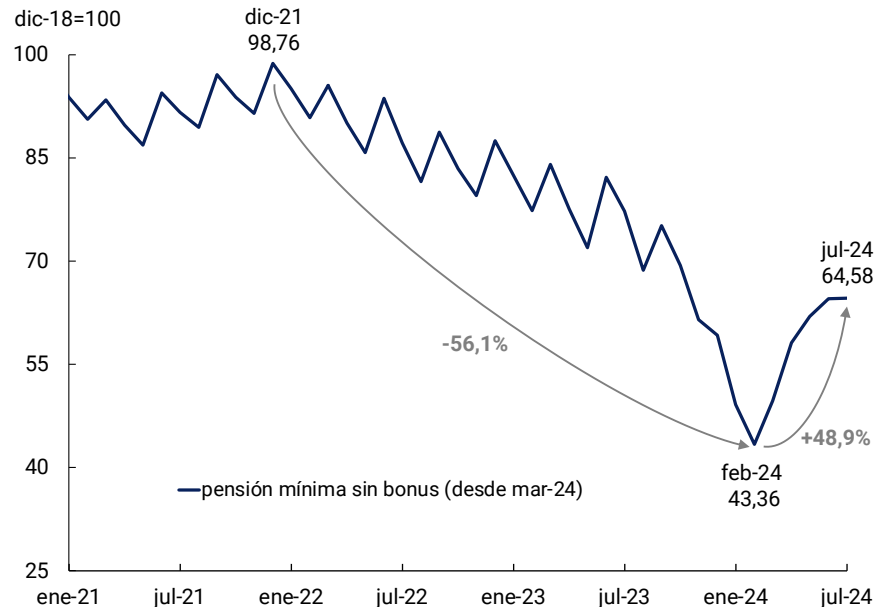
Fuente | BCRA.

Asignación universal por hijo A precios constantes de julio de 2024



Fuente | BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.

Jubilación mínima A precios constantes



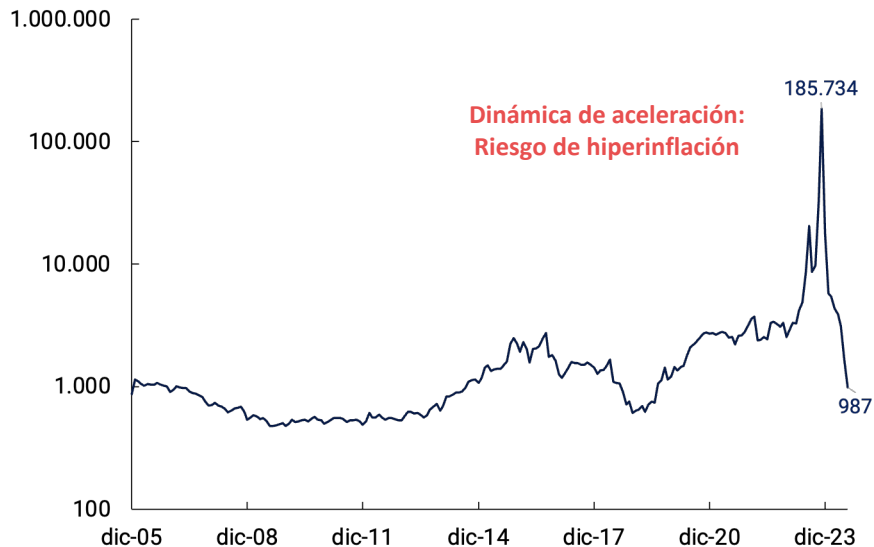
Fuente | BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.

AGENDA

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar el BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: Las 3 fases que conducen al equilibrio general sin pasar por una crisis *a-la-Argentina***
- 4 | Un mandato en segundo plano: La “sintonía fina” conducente a preservar la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen
- 5 | Una perspectiva alentadora: La desinflación avanza, el ciclo económico gira, el sistema bancario se reorienta al sector productivo y el apoyo al programa en la opinión pública es alto

Ratio de pasivos remunerados del BCRA/reservas netas del BCRA Excluye pasivos con residentes del exterior – A precios constantes

\$/USD
escala logarítmica



Nota | Las reservas netas corresponden a las reservas brutas excluyendo swap con China y BIS.
Datos al 30 de julio de 2024.
Fuente | BCRA.

Ratio de importaciones/reservas líquidas del BCRA

escala
logarítmica



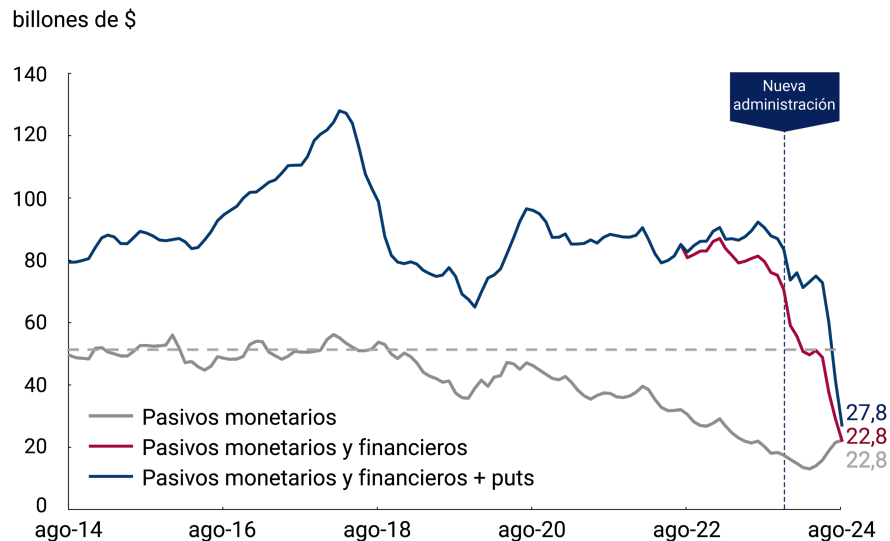
Nota | Datos a julio de 2024.
Fuente | BCRA.

Pasivos remunerados en pesos del BCRA % de la base monetaria



Fuente | BCRA.

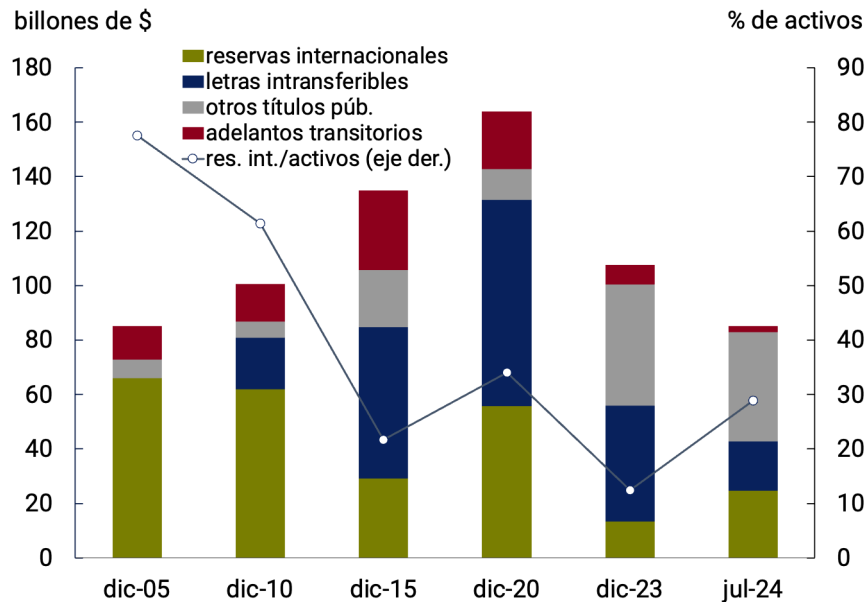
Pasivos y contingencias (*puts*) del BCRA A precios constantes de agosto de 2024



Nota | Se excluyen los pasivos remunerados del BCRA en moneda extranjera. Mediante la Comunicación A 7546 emitida el 12 de julio de 2022, el BCRA permitió la licitación de opciones de venta (*puts*) sobre títulos públicos.
Fuente | BCRA.

Balance del BCRA: Activos

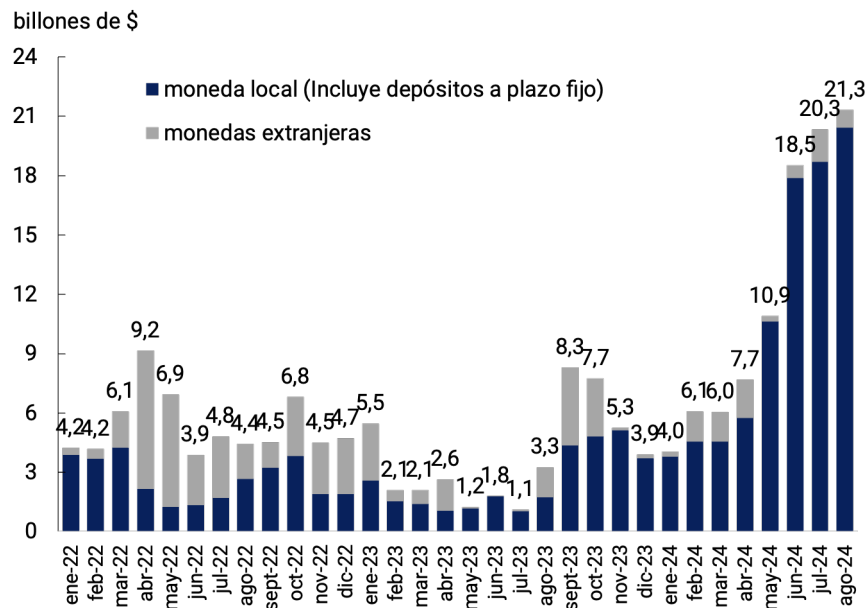
A precios constantes de julio de 2024



Nota | Las tenencias de bonos del Tesoro incluyen bonos denominados en pesos y en moneda extranjera. En 2005, 2010, 2023 y 2024 los bonos se denominaban mayormente en pesos.
Fuente | BCRA.

Depósitos líquidos del tesoro en pesos

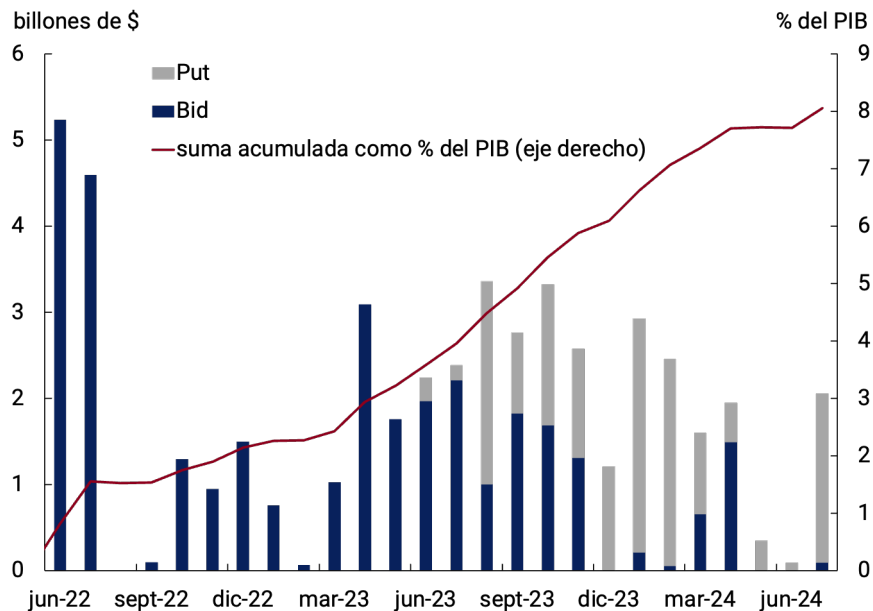
A precios constantes de julio de 2024



Nota | Promedio del período. Véase Argentina fase II: [establecer un marco monetario ortodoxo](#)
Fuente | BCRA.

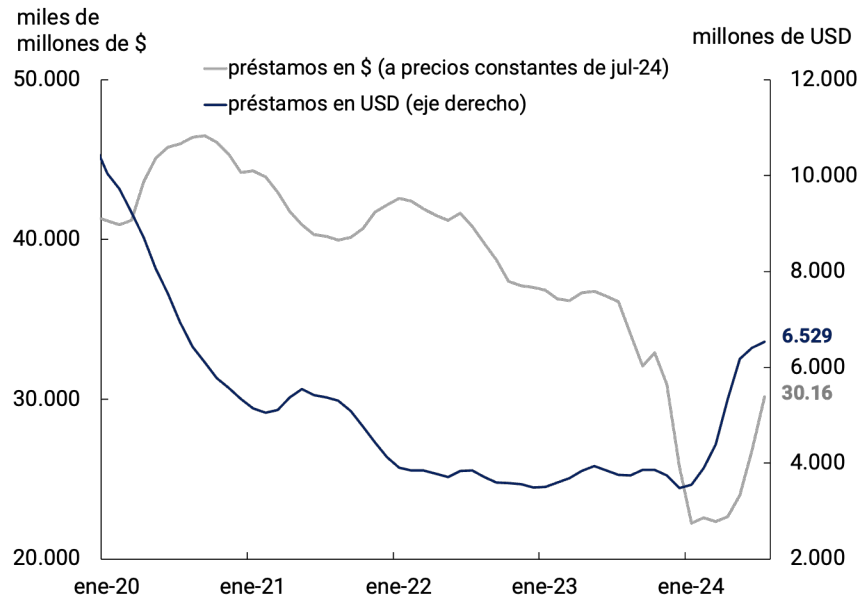
Ejercicio de *bids* y *puts* de los bancos sobre títulos del Tesoro (c/ BCRA)

Valor de mercado a precios constantes



Fuente | BCRA.

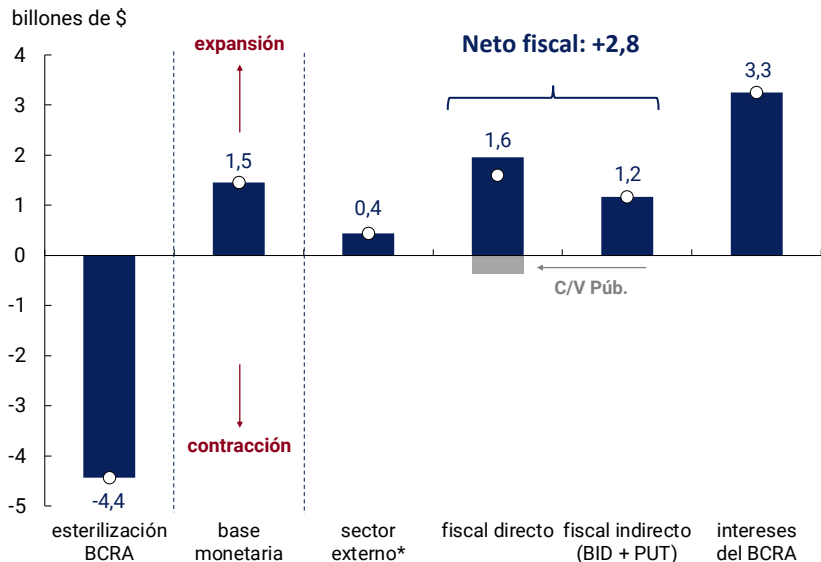
Préstamos en pesos y en moneda extranjera



Fuente | BCRA.

Factores de expansión de la base monetaria 2020-2023

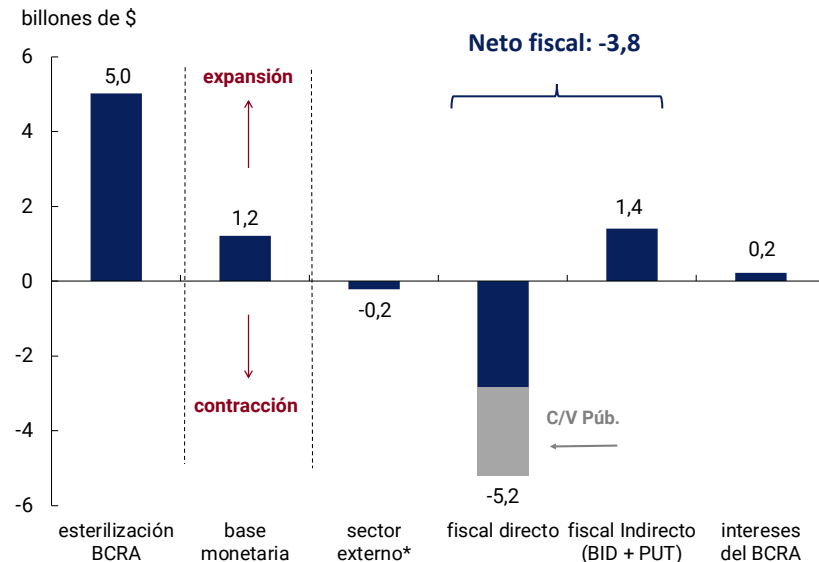
Var. mensual prom. a precios constantes del 30 de junio de 2024



*Excluye compras de divisas del fisco.
Fuente | BCRA.

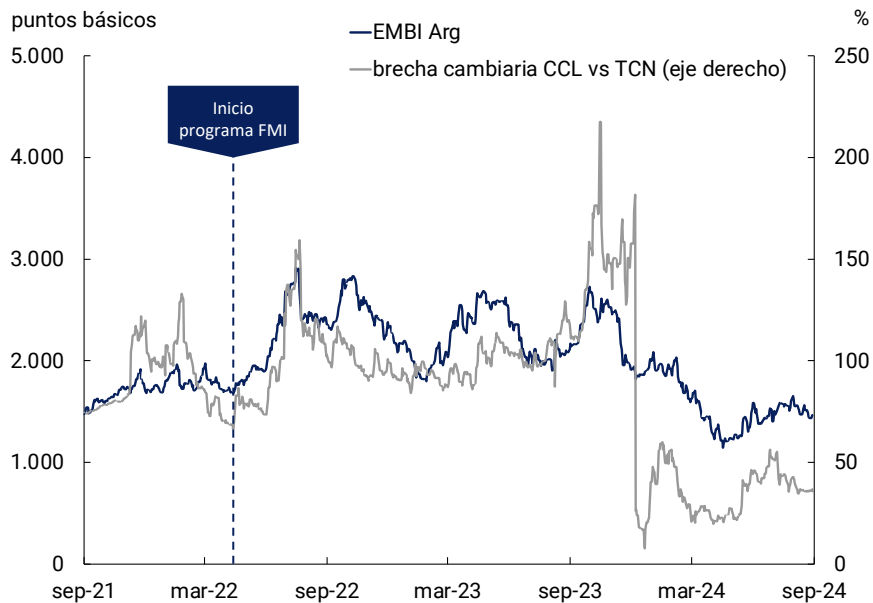
Factores de expansión de la base monetaria. Jul-Ago 2024

Var. mensual prom. a precios constantes del 30 de junio de 2024



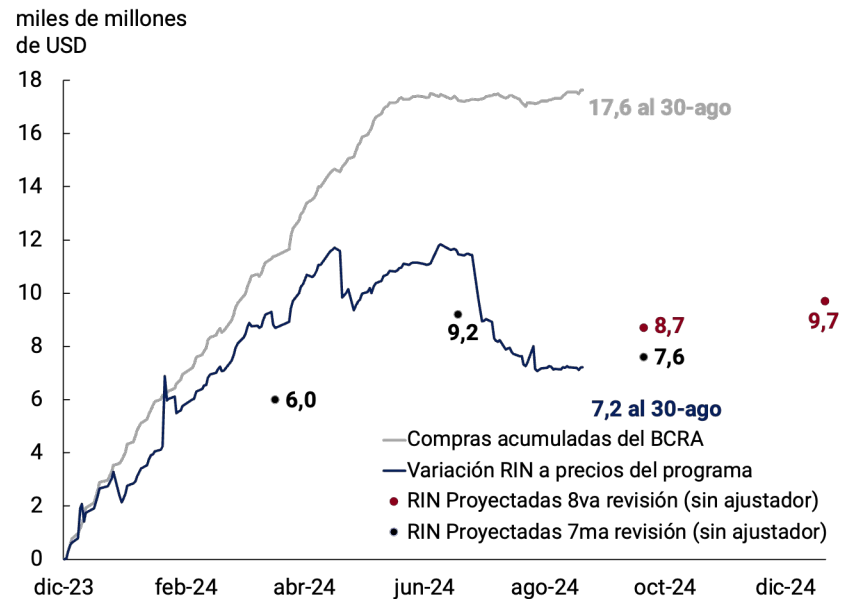
*Excluye compras de divisas del fisco.
Fuente | BCRA.

Riesgo país y brecha cambiaria



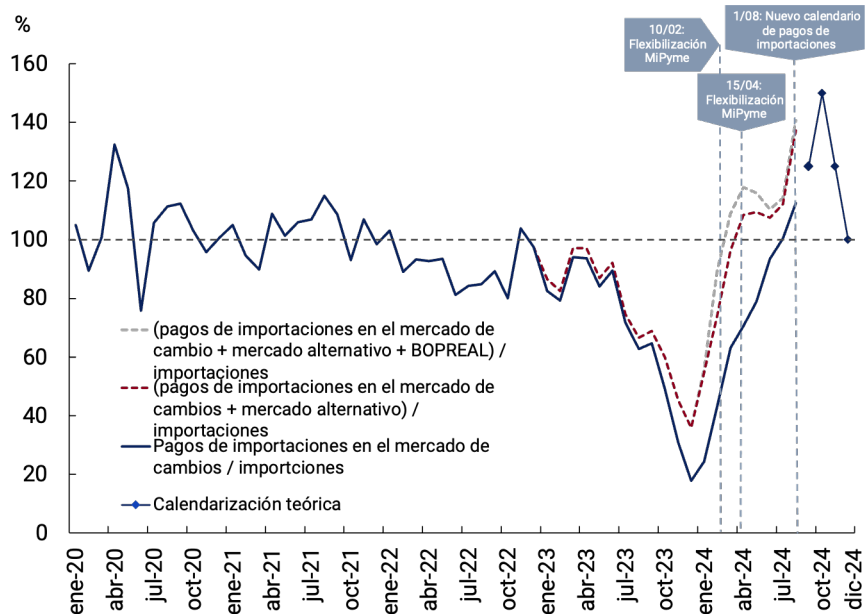
Fuente | Bloomberg.

Aumento en las Reservas Internacionales Netas desde el inicio del programa de estabilización



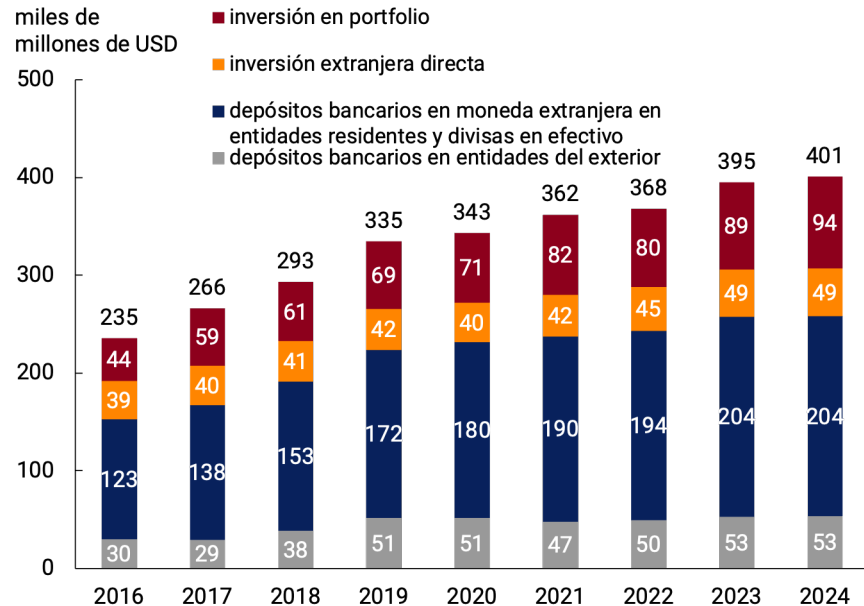
Fuente | BCRA.

Ratio de pagos de importaciones (mercados cambiarios formal e informal) sobre importaciones



Fuente | BCRA.

Activos externos del sector privado no financiero



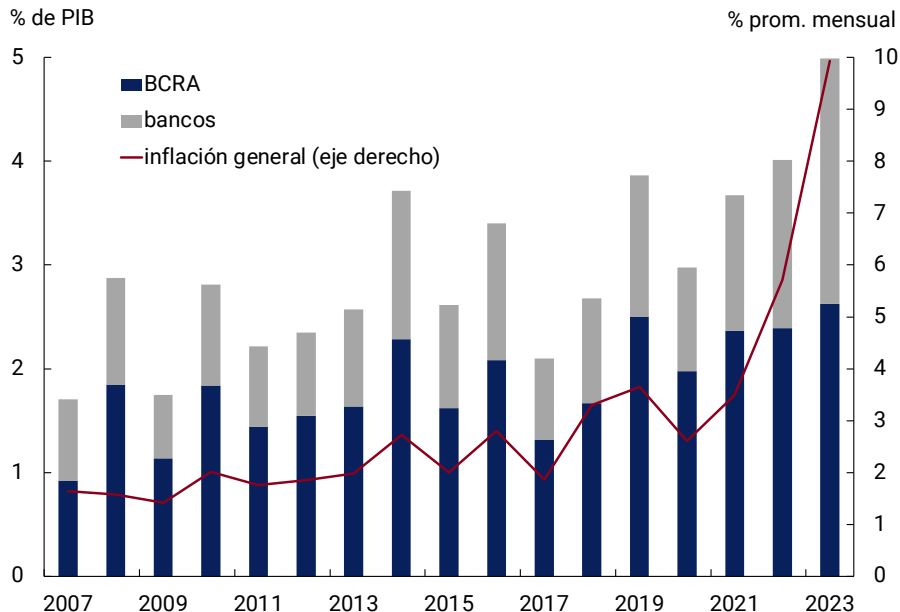
Nota | 2024. Datos hasta el 1.º trimestre.

Fuente | BCRA e INDEC.

AGENDA

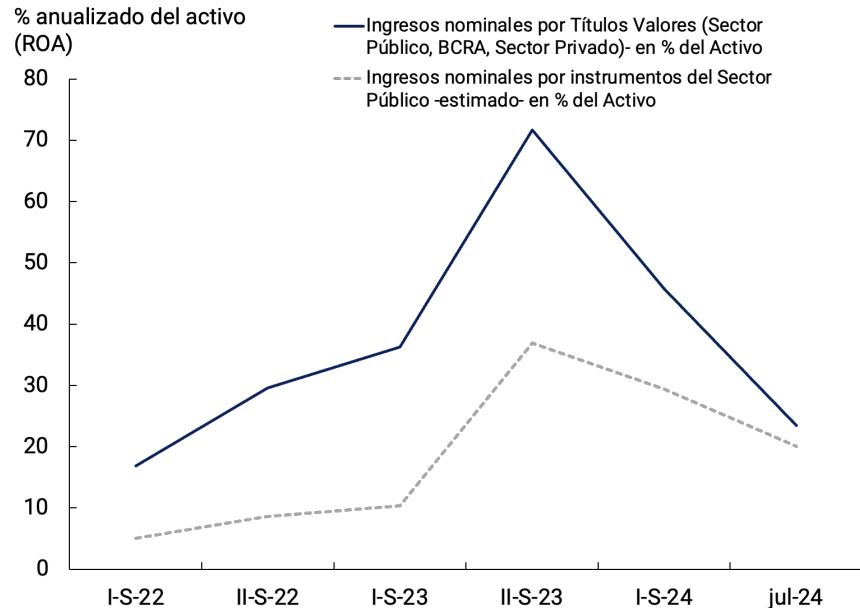
- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar el BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: Las 3 fases que conducen al equilibrio general sin pasar por una crisis *a-la-Argentina*
- 4 | **Un mandato en segundo plano: La “sintonía fina” conducente a preservar la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen**
- 5 | Una perspectiva alentadora: La desinflación avanza, el ciclo económico gira, el sistema bancario se reorienta al sector productivo y el apoyo al programa en la opinión pública es alto

Impuesto inflacionario (M2 privado transaccional) Promedio anual



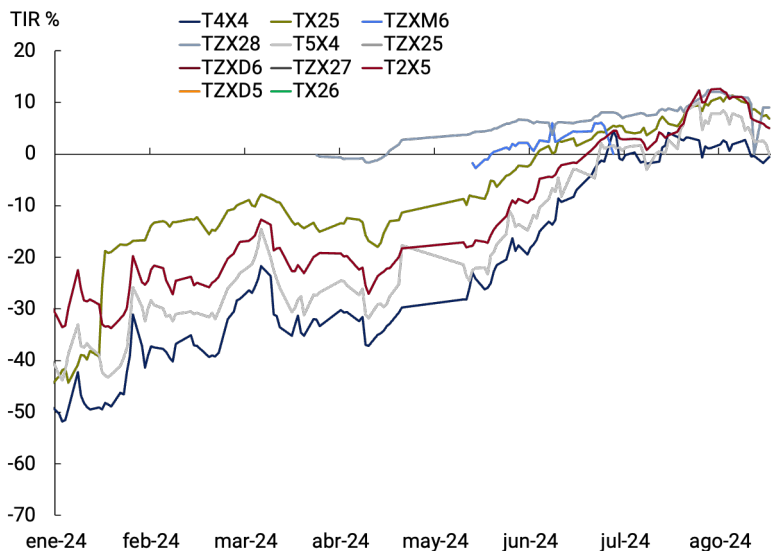
Fuente | BCRA

Ingresos financieros del sistema financiero



Fuente | BCRA

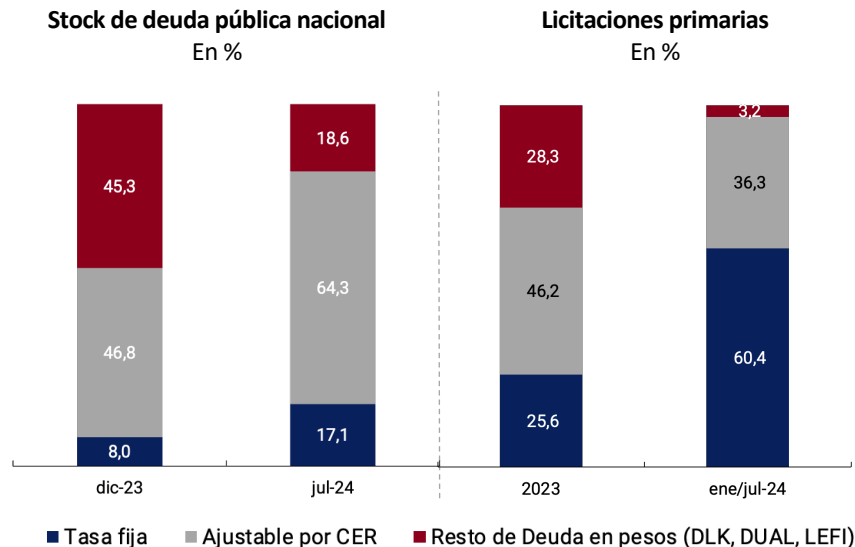
Títulos del tesoro indexados por inflación (CER)



Fuente | BCRA a partir de datos del IAMC.

Convergencia al equilibrio monetario: Un recorrido hacia tasas reales positivas sin arriesgar la estabilidad del sistema bancario.

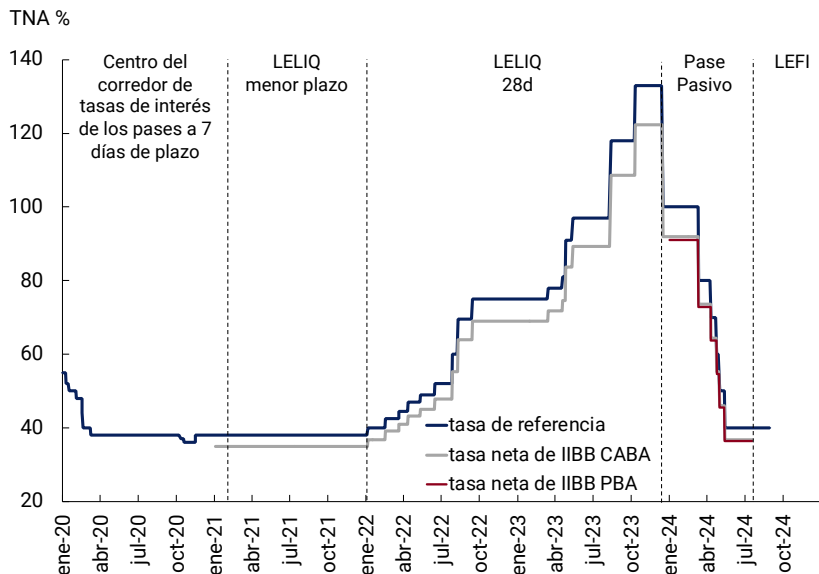
Composición de deuda del Tesoro por tipo



Fuente | BCRA a partir de datos de la Secretaría de Finanzas.

Completar mercados/menú de contratos: Introducción de instrumentos de tasa fija para acompañar el proceso de desinflación y desindexación de la economía.

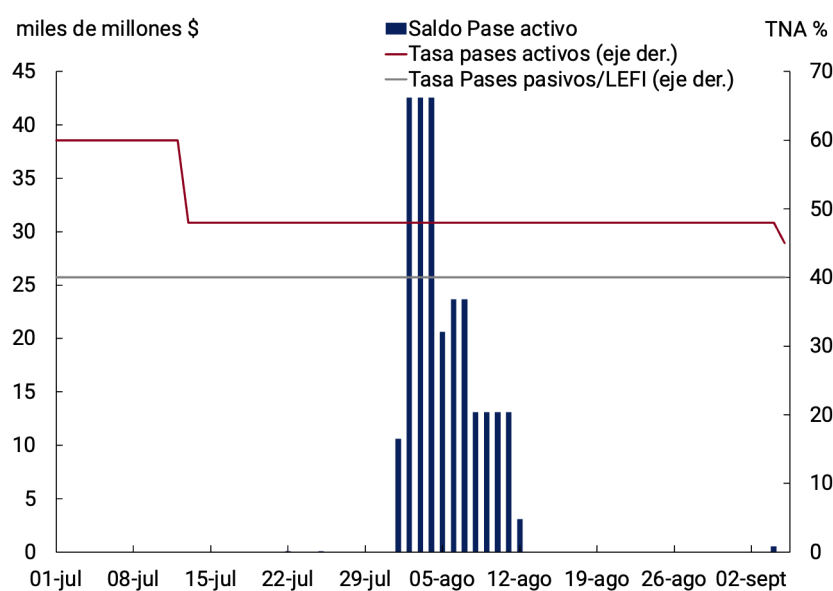
Tasa de política monetaria



Fuente | BCRA.

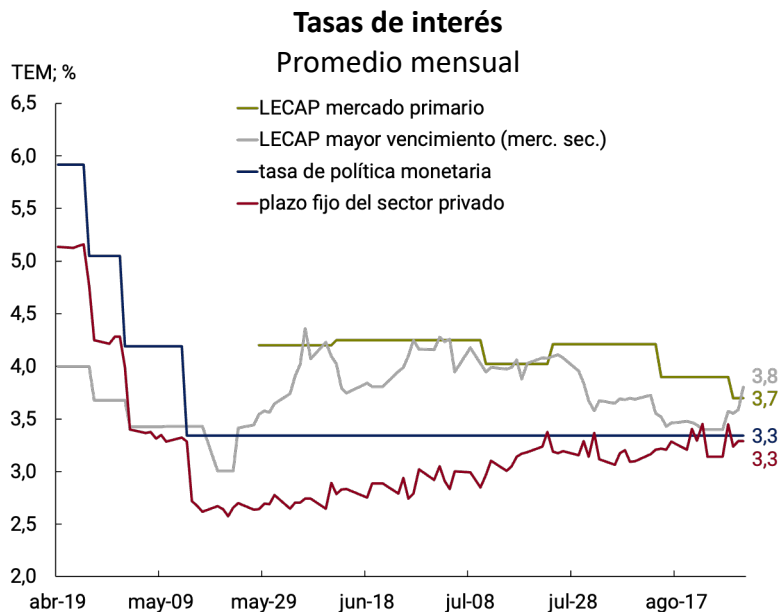
Eliminación de impuestos distorsivos: El traspaso de pasivos remunerados del BCRA al Tesoro permitió eliminar impuestos provinciales que distorsionaban la tasa de política monetaria.

Saldo de pasivos activos y corredor de tasas de pasivos/LEFI



Fuente | BCRA.

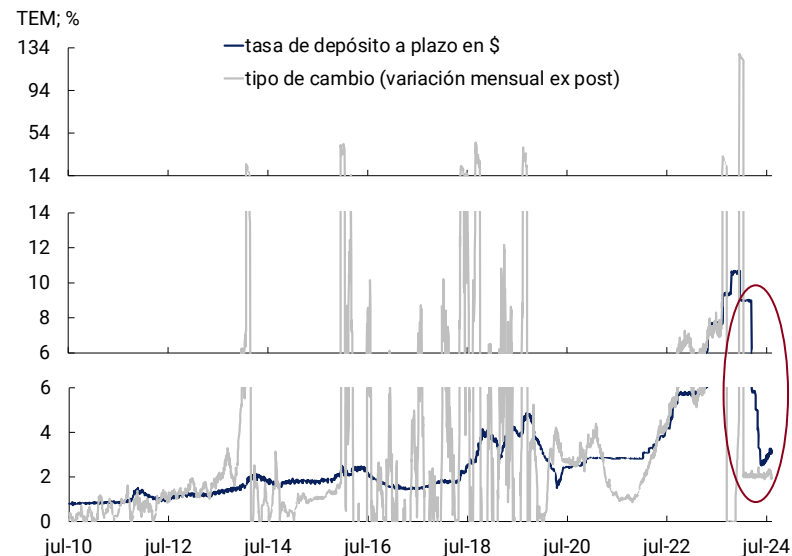
Inauguración de la ventanilla de pasivos activos: El traspaso de pasivos remunerados permitió hacer operativo el *corredor* de pasivos, mejorando la eficiencia y la distribución de liquidez.



Fuente | BCRA.

Mecanismo de transmisión de la TPM: Tasas de interés al público convergen a la tasa de política monetaria y tasas del Tesoro marcan fin a la etapa negativa en términos reales

Tasa de interés en pesos y variación del tipo de cambio

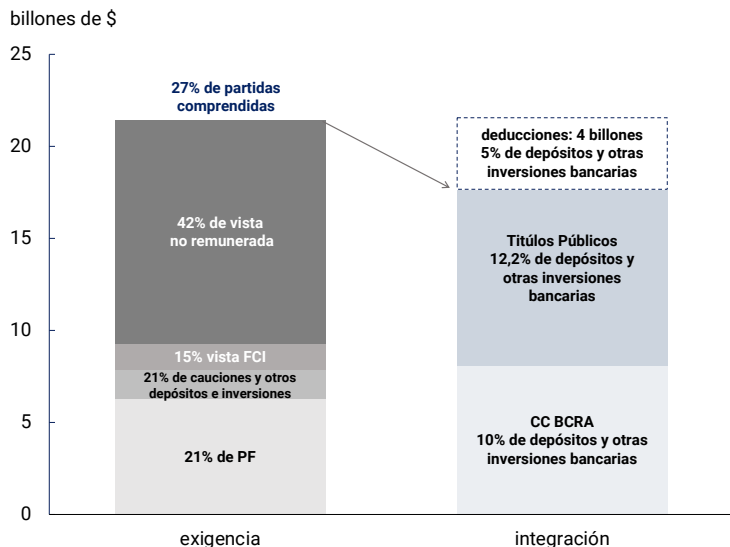


Fuente | BCRA.

Recomposición de demanda de dinero: Tasas de pesos al público amplían su spread con respecto a la tasa de depreciación en dólares sin requerir cambios en la tasa de política monetaria

Encajes bancarios

Exigencia y composición efectiva a julio 2024

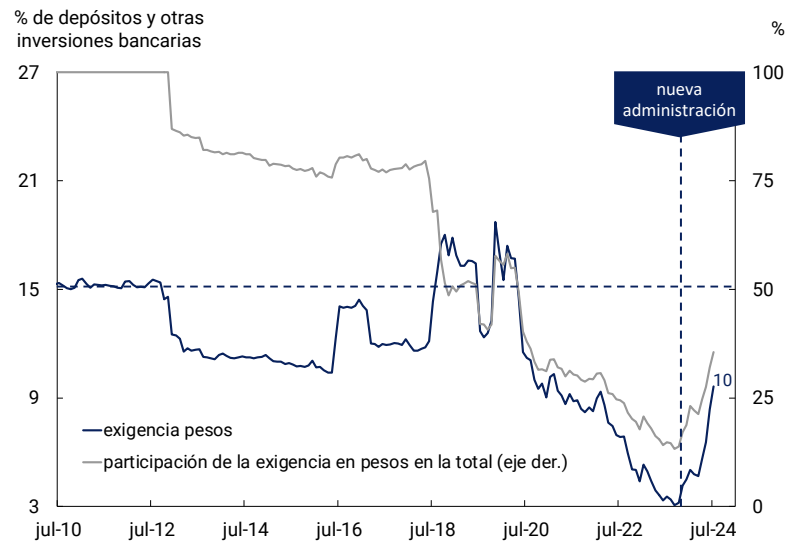


Fuente | BCRA.

Encajes normativamente elevados y, a su vez, distorsionados: desviado de su propósito (hacia subsidios implícitos) y afectado en su grado de respaldo (por sustitutos al cash)

Encajes en efectivo

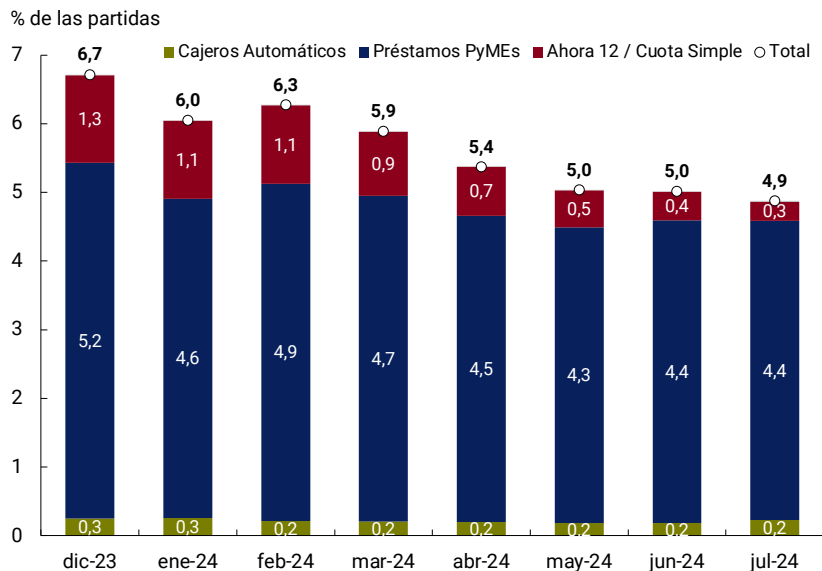
% de los depósitos y otras inversiones



Fuente | BCRA.

Avanza el proceso de mejora de la calidad del respaldo real de los depósitos del sistema bancario (promedio histórico de liquidez representado por encajes en torno al 15-16%)

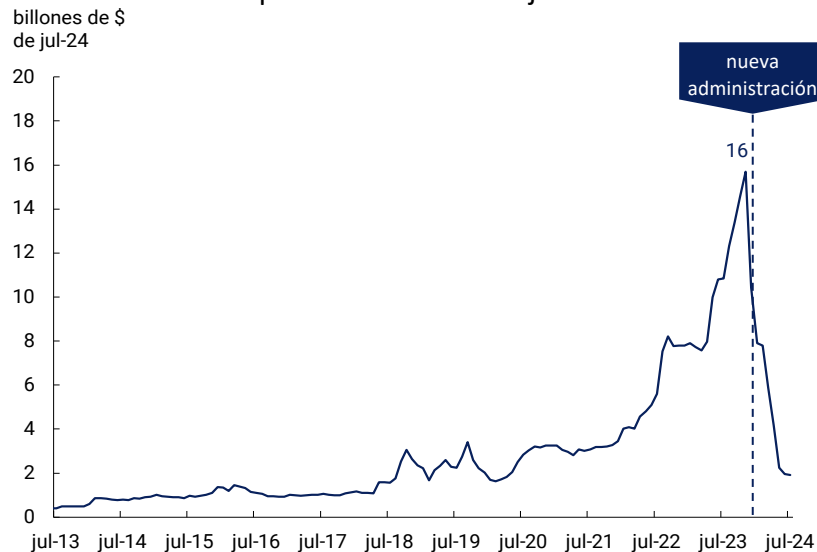
Deducciones al nivel de exigencia de los encajes



Fuente | BCRA.

Se avanza en el proceso de reducción del uso del esquema de encajes con el fin de distribuir subsidios implícitos (no presupuestarios)

Costo anualizado del subsidio implícito que representan las deducciones En pesos constantes de jul-24



Fuente | BCRA.

Una canilla de emisión monetaria menos: Los subsidios por vía de deducciones a los encajes entorpecían el control monetario, llegando a costar \$16 billones (anualizados) en diciembre

Iniciativas nacionales



totocaputo 
@LuisCaputoAR

IMPORTANTE: Éste es el primer paso de una serie de medidas que reducirán significativamente el costo argentino y que iremos anunciando en los próximos 30 días. 🇲🇪 🇲🇪 🇲🇪

➔ SE ELIMINAN LAS RETENCIONES A CUENTA DE IVA Y GANANCIAS EN LAS VENTAS DE COMERCIOS



Iniciando una reversión de tendencia: Argentina convirtió los bancos en agencias impositivas y las agencias impositivas en bancos

Iniciativas provinciales

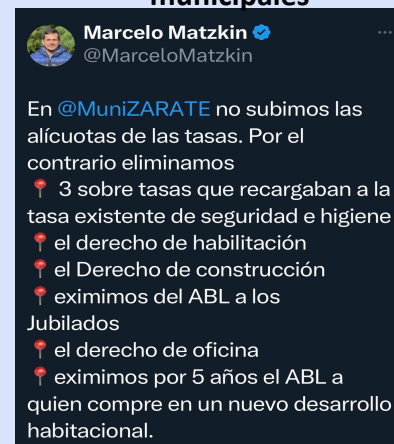



Iván Gyöker 
@Ivangyoker

Este año en Chaco eximimos a productores rurales del Impuesto Inmobiliario Rural hasta 500hs, suspendimos IIBB a nuevos contribuyentes por un año, eliminamos la percepción de IIBB en medios digitales, adherimos al RIGI y sacamos la primer ley del país para prohibir intermediarios



Iniciativas municipales

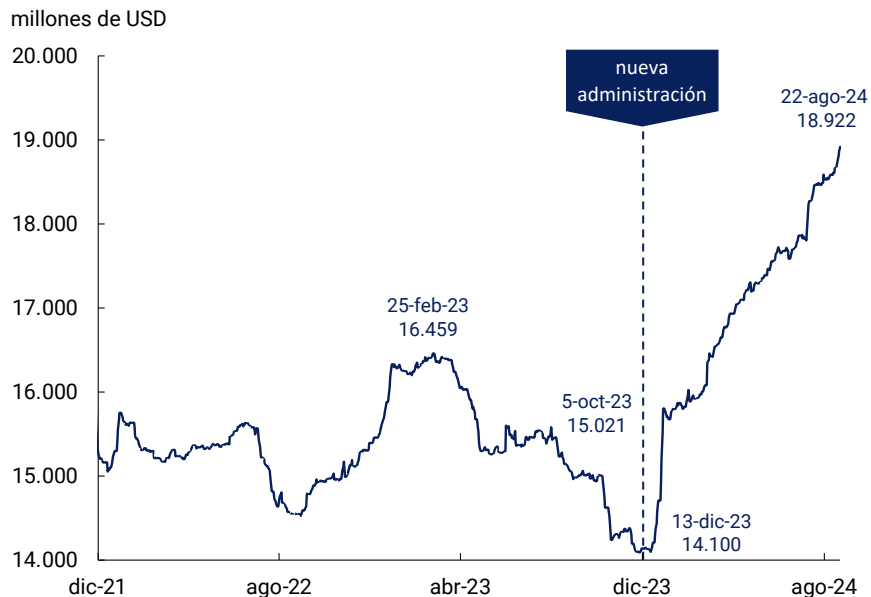


Marcelo Matzkin 
@MarceloMatzkin

En @MuniZARATE no subimos las alcúotas de las tasas. Por el contrario eliminamos

- 📌 3 sobre tasas que recargaban a la tasa existente de seguridad e higiene
- 📌 el derecho de habilitación
- 📌 el Derecho de construcción
- 📌 eximimos del ABL a los Jubilados
- 📌 el derecho de oficina
- 📌 eximimos por 5 años el ABL a quien compre en un nuevo desarrollo habitacional.

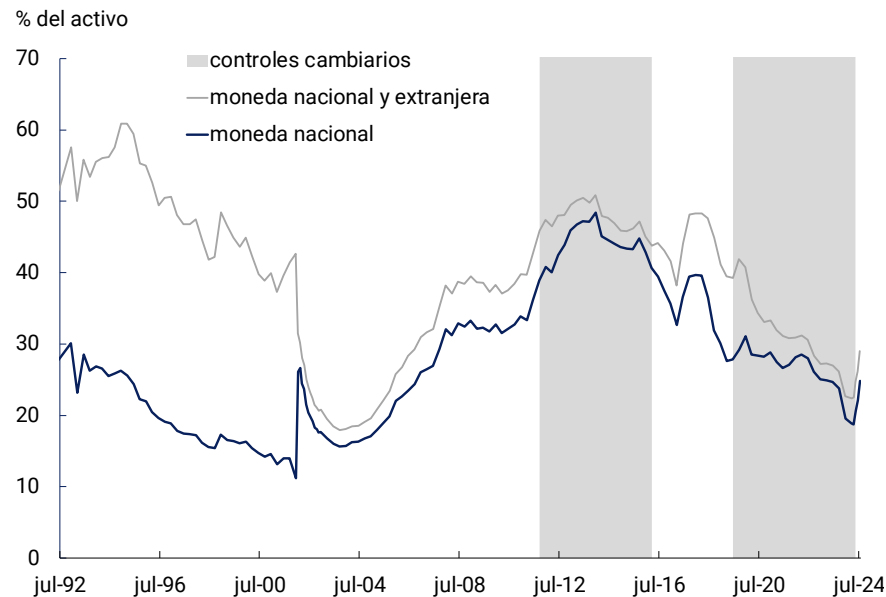
Depósitos totales en moneda extranjera del sector privado



Fuente | BCRA.

Crédito al sector privado

En % del total de activos del sistema financiero

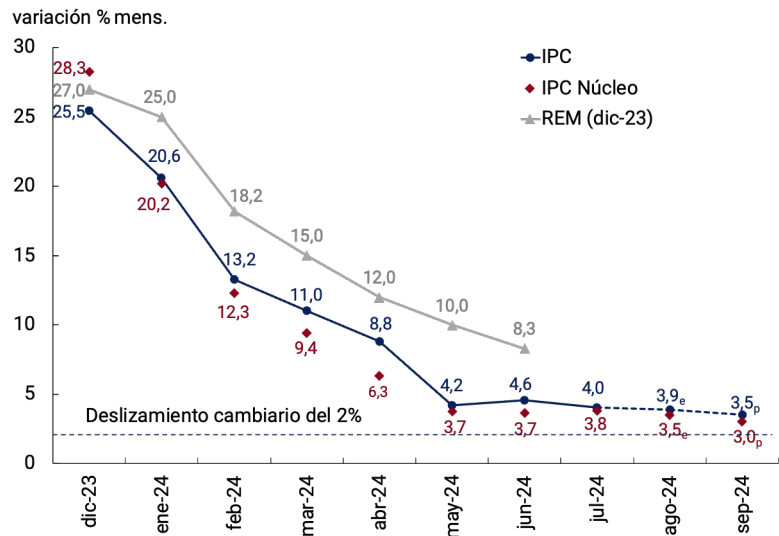


Fuente | BCRA.

AGENDA

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar el BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: Las 3 fases que conducen al equilibrio general sin pasar por una crisis *a-la-Argentina*
- 4 | Un mandato en segundo plano: La “sintonía fina” conducente a preservar la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen
- 5 | **Una perspectiva alentadora: La desinflación avanza, el ciclo económico gira, el sistema bancario se reorienta al sector productivo y el apoyo al programa en la opinión pública es alto**

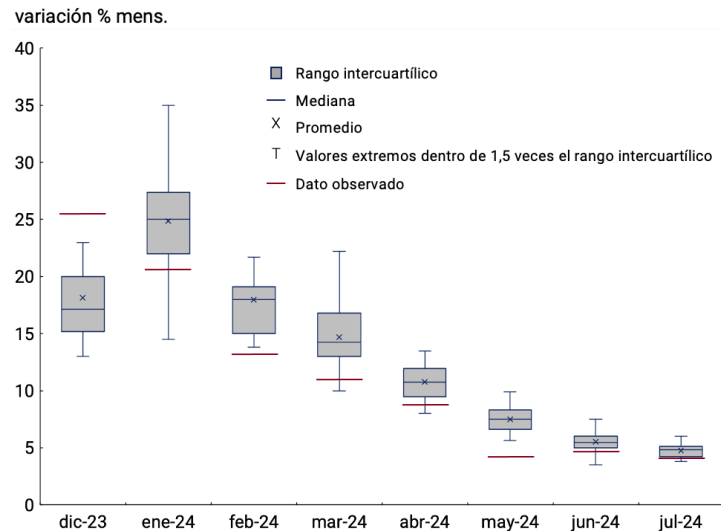
IPC general: pronósticos del consenso de mercado (REM) vs. datos reales



e | Estimado por el REM; p | Proyección BCRA. Fuente | BCRA a partir de datos de INDEC.

El impacto del cambio de régimen: Fuerte baja en la inflación efectiva (IPC) que converge a su 0%-equivalente (definido por el deslizamiento cambiario de 2%)

IPC nivel general Distribución de pronósticos del REM en t-1 y dato observado



Fuente | BCRA e INDEC.

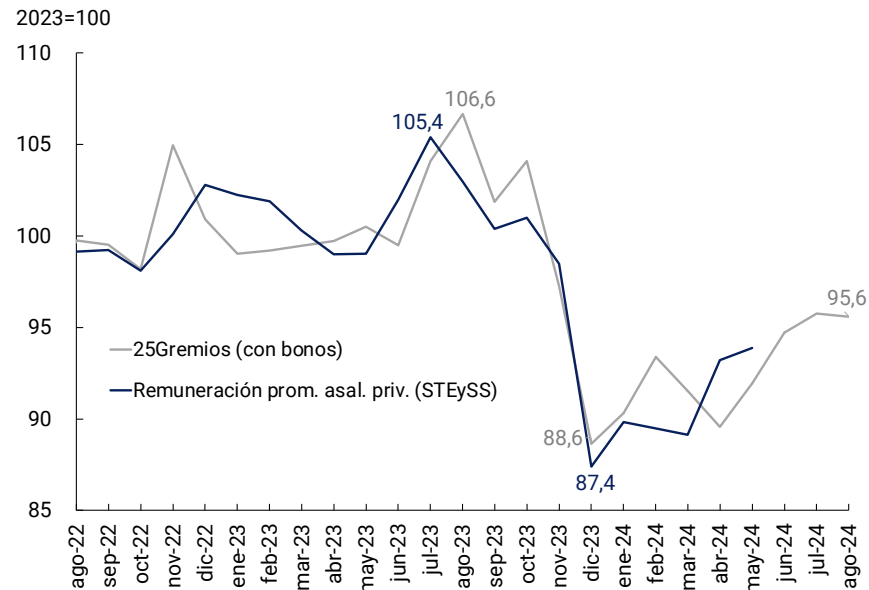
La adaptación al cambio de régimen: Fuerte baja en la dispersión de las expectativas inflación (REM) acelerará la convergencia de la oferta y la demanda de crédito

Ratio de precios sectoriales sobre salarios

Sector	dic-15	nov-23	mar-24	jul-24
Edición	100	205	220	207
Aparatos eléctricos	100	187	241	191
Papel	100	151	199	178
Productos químicos	100	159	189	164
Maquinaria y equipo	100	166	195	162
Otros minerales no metálicos	100	146	181	159
Productos de petróleo	100	102	186	158
Metales comunes	100	127	190	157
Tabaco	100	120	172	152
Otros productos de metal	100	152	183	143
Productos de caucho y plástico	100	165	183	139
Automotores	100	154	176	138
Otros equipo de transporte	100	130	136	126
Muebles	100	154	161	124
Instrumentos médicos	100	112	133	117
Productos textiles	100	132	138	116
Alimentos	100	115	129	114
Madera	100	138	136	113
Confecciones	100	128	116	103
Cuero	100	97	92	77
Radio y televisión	100	33	50	34

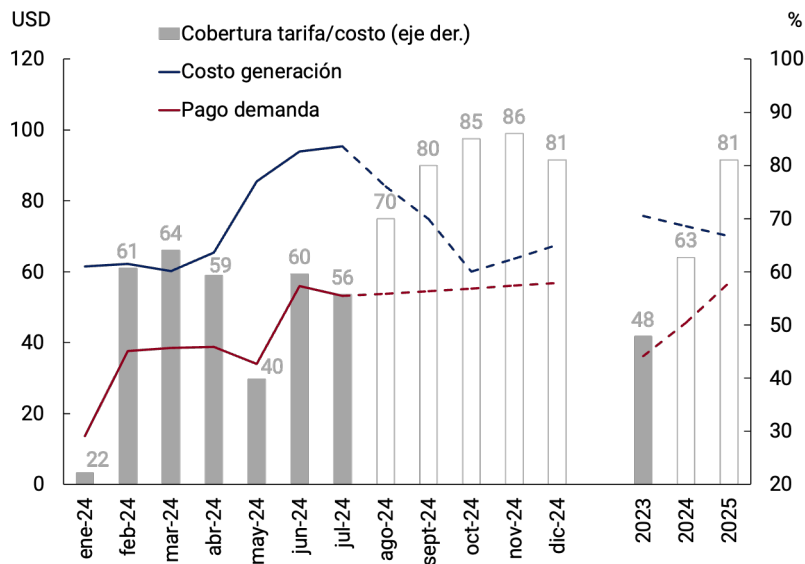
Nota | Se utilizaron datos de precios hasta julio de 2024 y de salarios hasta marzo de 2024, ajustados por estacionalidad solo para salarios mediante X13-ARIMA. En mayo de 2024, se usó la variación interanual mayo 2024/2023 de la serie original de remuneraciones para cada sector y se la aplicó al dato sectorial correspondiente sin estacionalidad de mayo de 2023. Para junio y julio, se emplearon proyecciones internas de variación salarial sin estacionalidad, aplicando la misma variación a todos los sectores..
Fuente | BCRA a partir de datos de INDEC.

Salarios reales del sector privado registrado



Fuente | BCRA a partir de datos de INDEC, STEySS e información gremial

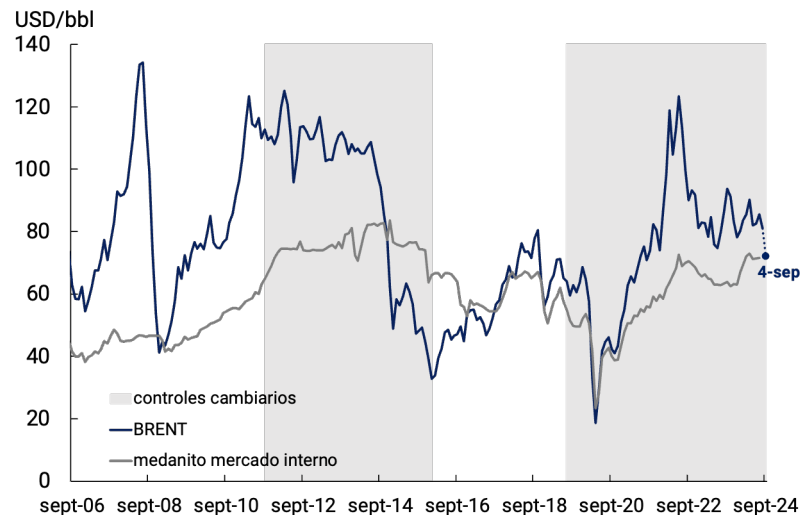
Tarifas eléctricas, costo de generación y cobertura



Nota | Estimación suponiendo ajustes al ritmo de la inflación del REM y *crawl* cambiario de 2%
Fuente | BCRA a partir de datos de CAMMESA.

Tarifas de energía: El avance en la cobertura del costo de la energía (por suba de tarifa y baja de costo) moderará los futuros ajustes y alivia la expectativa inflacionaria

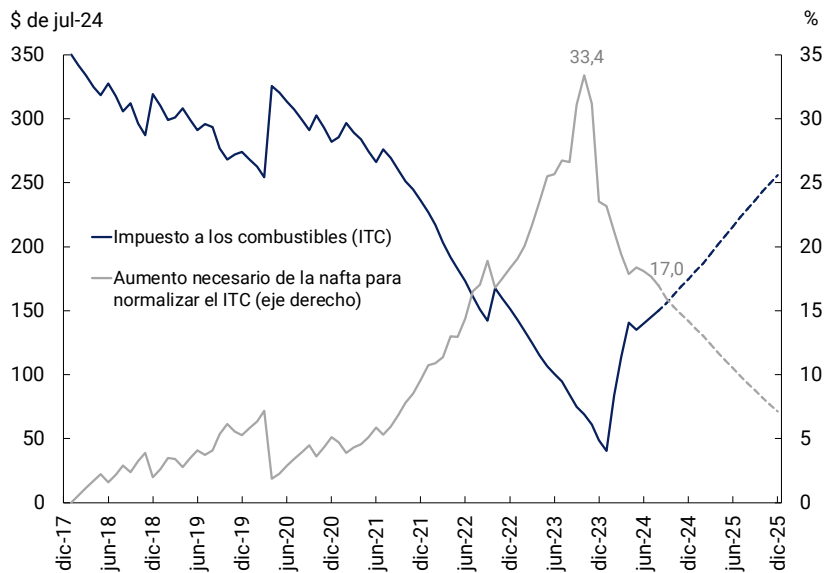
Precio del petróleo al productor vs BRENT



Fuente | BCRA a partir de datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

Precio del combustible: Luego de la desregulación del mercado de naftas, la convergencia del precio de combustible a nivel doméstico e internacional alivia la expectativa inflacionaria

Evolución del impuesto a los combustibles

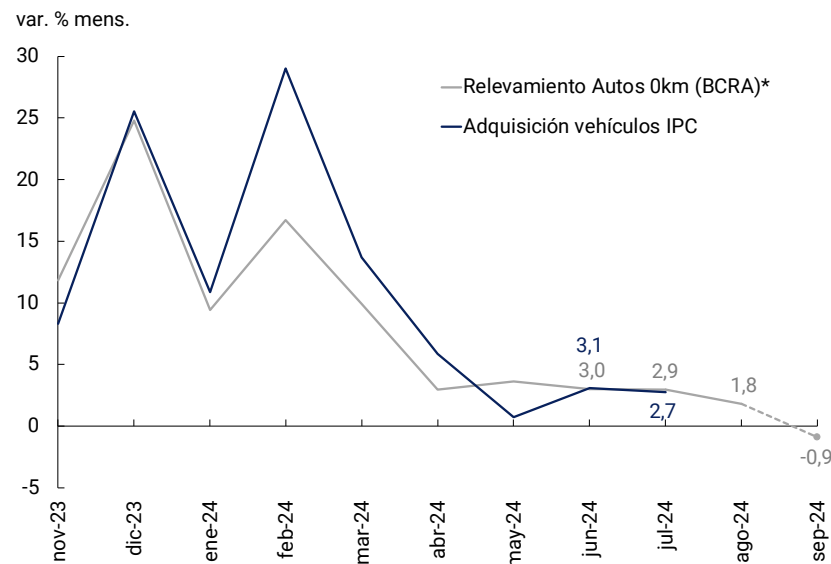


Nota | Ejercicio realizado sobre la nafta premium, inflación proyectada por el REM con supuesto de incremento del ITC equivalente al 1% del precio en surtidor del mes previo.

Fuente | BCRA en base a INDEC y AFIP.

Hacia adelante abre lugar para una normalización (hacia arriba) más gradual de impuestos convencionales

Impacto de la baja del Impuesto País: Automóviles

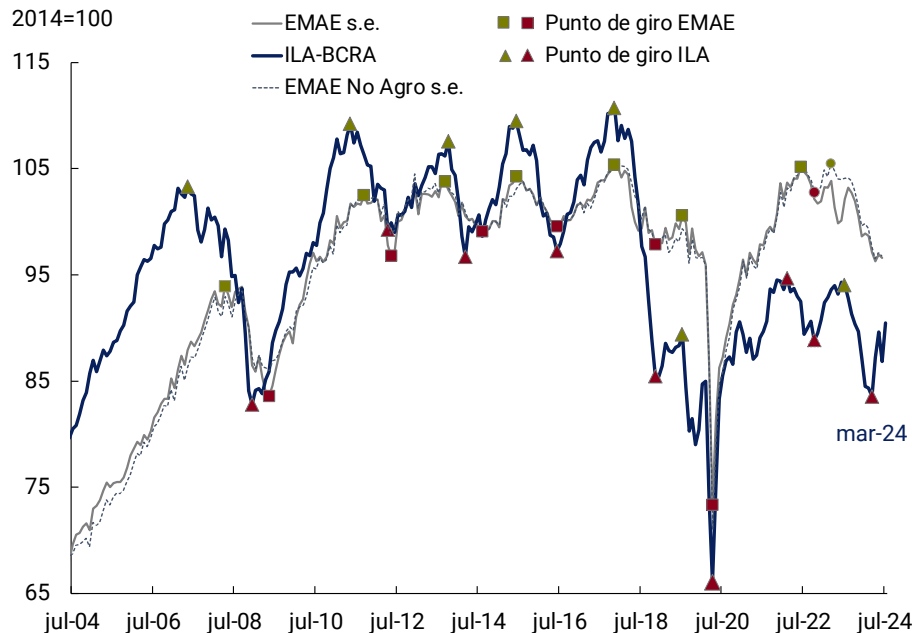


*Promedio ponderado de los precios de lista de una selección de autos 0km pequeños y medianos.

Fuente | BCRA en base a sitio web de terminales automotrices, Mercado Libre, noticias e INDEC.

Hacia adelante se abre lugar para una normalización (hacia abajo) de impuestos distorsivos

ILA-BCRA: indicador líder de actividad



Nota | Los 3 criterios son:

Duración: cantidad de meses con variaciones mensuales positivas de los últimos 4.

Difusión: % de sectores con variación mensual positiva (media móvil 4 meses).

Profundidad: Variación % del ILA-BCRA (acum. 6 meses anualizada).

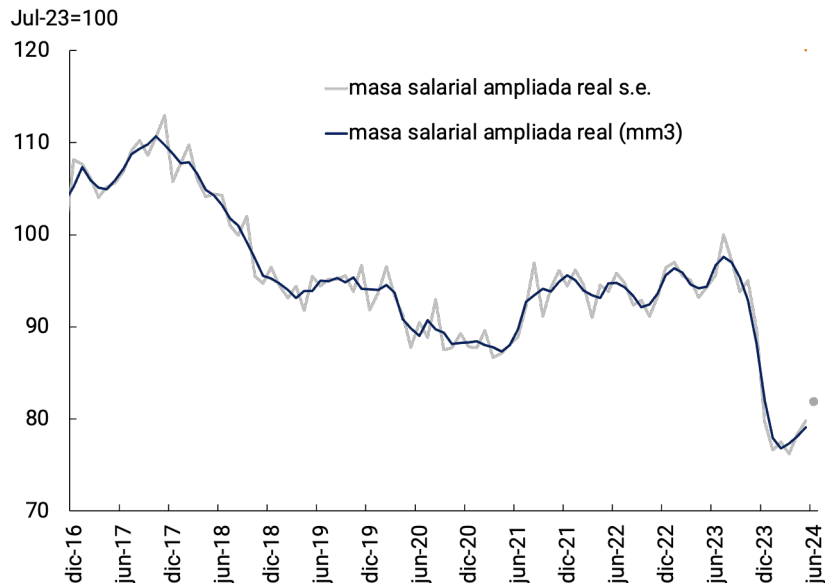
Puntos de inflexión en el ILA-BCRA: 3 criterios

mes	duración (+)	difusión	profundidad
Ago-23	1	47,5	-0,2
Sep-23	1	42,5	-4,8
Oct-23	0	32,5	-7,5
Nov-23	0	30,0	-7,3
Dic-23	0	30,0	-14,6
Ene-24	0	35,0	-19,3
Feb-24	0	42,5	-17,4
Mar-24	0	42,5	-16,4
Abr-24	1	57,5	-6,9
May-24	2	62,5	-0,1
Jun-24	2	55,0	-0,7
Jul-24	3,0	65,0	14,7

- El ILA-BCRA es un índice compuesto (metodología *Conference Board*) que busca anticipar los cambios de fase del ciclo económico.
- En jul-24 se cumplieron las 3 condiciones que indican que el ILA-BCRA habría verificado un punto de giro en mar-24.
- Es esperable que el cambio de fase del EMAE haya ocurrido en abr-24 o en los meses subsiguientes.

Fuente | BCRA a partir de datos de INDEC y fuentes sectoriales.

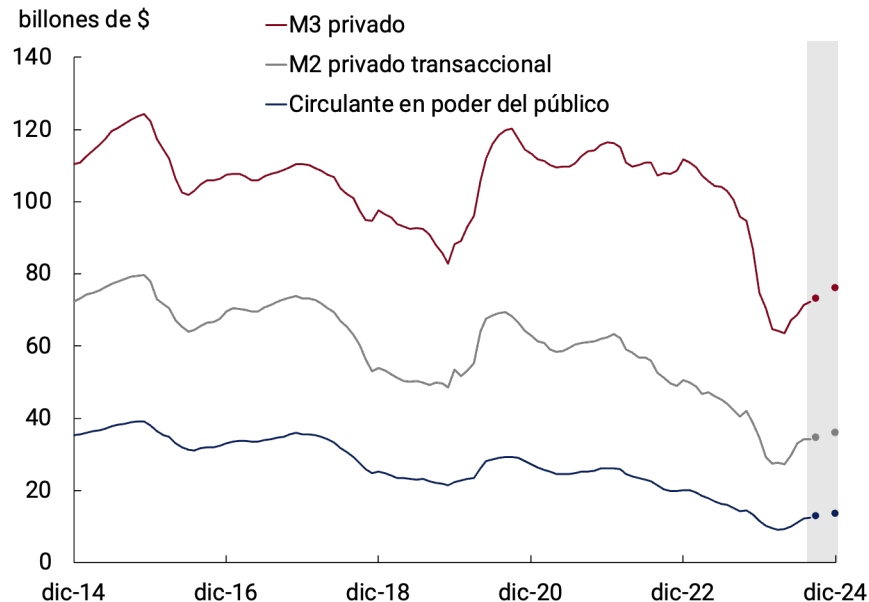
Ingresos laborales de los hogares Salarios + transferencias sociales



Fuente | BCRA en base a datos de INDEC, Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social y Ministerio de Economía.

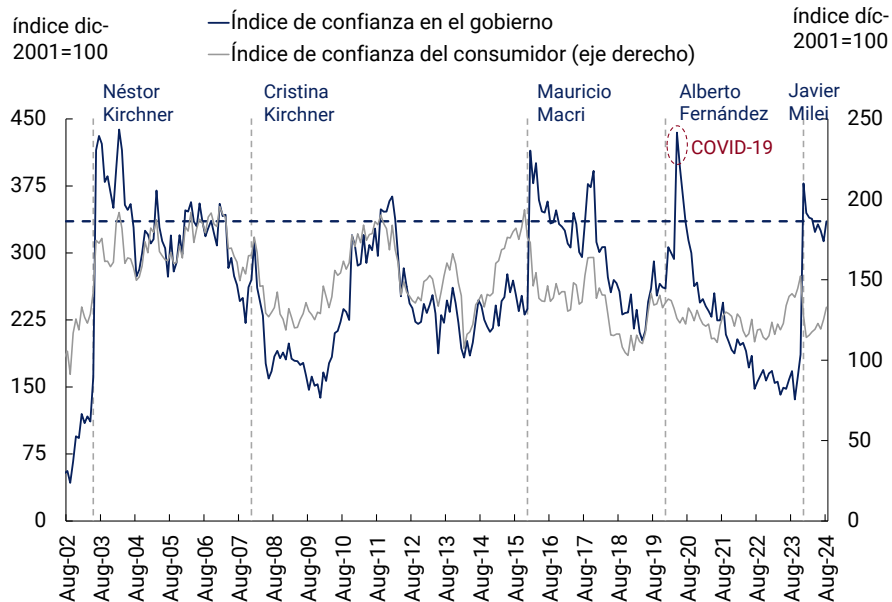
Agregados monetarios

Ajustado por estacionalidad a precios constantes de agosto de 2024



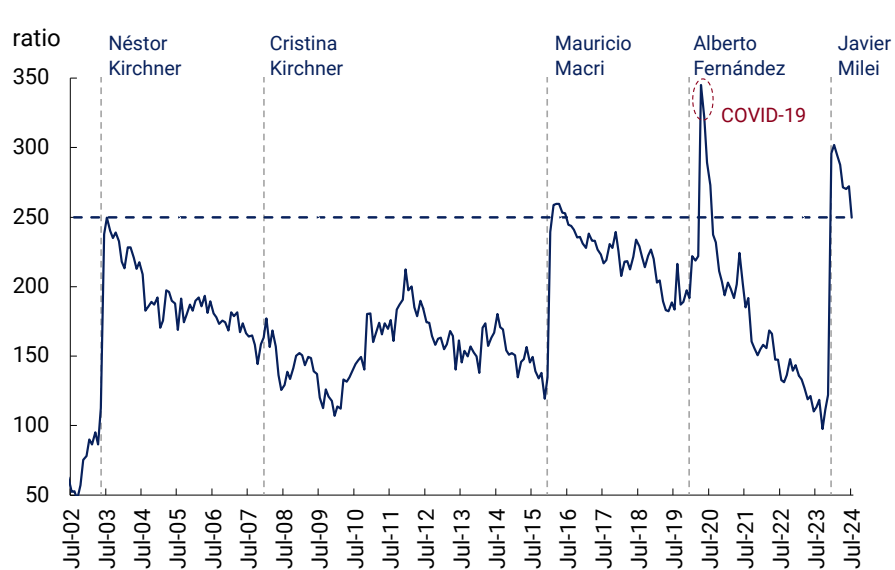
Fuente | BCRA.

Índice de confianza en el gobierno



Fuente | BCRA en base a datos de Universidad Torcuato Di Tella.

Confianza ajustada por ciclicidad: Ratio índice de confianza en el gobierno / índice de confianza del consumidor



Fuente | BCRA en base a datos de Universidad Torcuato Di Tella.

Gracias

Desregulación de tasas de interés

1. **Se eliminaron las tasas de interés pasivas mínimas** para los plazos fijos.
2. **Se mitigó la obligación que tenían los bancos de ofrecer un plazo fijo UVA más 1%** para todas las personas humanas sin límite de monto y con una tasa mínima de precancelación fijada por el BCRA. Hoy ese instrumento no tiene tasa mínima de precancelación y el plazo subió a 180 días con un tope de 5 millones por persona
3. **Se eliminaron tasas máximas de préstamos.** Se eliminó la obligación de dar préstamos a MiPyMEs con tasas de interés activas máximas reguladas, la tasa de interés activa mínima para el sector agropecuario y la tasa de interés activa máxima que establecía el BCRA (por debajo de la que fija la Ley) para las tarjetas de crédito.

Medidas de administración de liquidez

1. **Simplificación y normalización de encajes.** Se fueron eliminando y reduciendo franquicias de los encajes que funcionaban como un subsidio cubierto con déficit cuasi fiscal y desnaturalizaban el concepto prudencial de un encaje. Por ejemplo, los subsidios al “Ahora 12”. También se readecuó el esquema de encajes, elevando la exigencia sobre cuentas corrientes remuneradas y cauciones, buscando administrar las condiciones de liquidez y normalizar el tratamiento regulatorio prudencial de cuentas de naturaleza similar.
2. **Recuperación de la tasa de interés como instrumento de política monetaria.** Se eliminaron los pasivos remunerados del BCRA, desacoplando la decisión de tasa de interés de referencia con la sustentabilidad del balance del BCRA.
3. **Desarme de la “dominancia bancaria”.** Se acordó voluntariamente con las entidades financieras la rescisión de la mayor parte de los contratos por opciones de liquidez (“Put”), reduciendo fuertemente una fuente de potencial expansión monetaria no controlada por la autoridad monetaria.
4. **Normalización de la gestión de liquidez.** Se eliminó la ventanilla de pases pasivos de Fondos Comunes de Inversión.
5. **Fortalecimiento de la política monetaria.** Se retomó la discrecionalidad del BCRA para operar en el mercado secundario de títulos, hasta entonces limitada por precios predeterminados en la normativa (spread del 2%).

Otras medidas

- 1. Mejoras en los medios de pago.** Se profundizó la interoperabilidad del sistema de pagos, agregándose las tarjetas de crédito al sistema ya vigente de Transferencias 3.0. Asimismo, se incorporaron los billetes de 10.000 y 20.000 que son más acordes con la nominalidad e la economía doméstica, reduciendo costos de transacción.
- 2. Se facilita la bancarización.** Se flexibilizó la delegación de actividades en agencias complementarias de servicios financieros (corresponsalías no bancarias), dejando sin efecto la obligación de contar con la autorización del BCRA para tales delegaciones y ampliando la gama de actividades susceptibles de delegación; de esta manera, se facilita que haya mayor capilaridad para llegar a los clientes.