

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

Fundación Mediterránea

Córdoba, 30 de septiembre de 2024

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

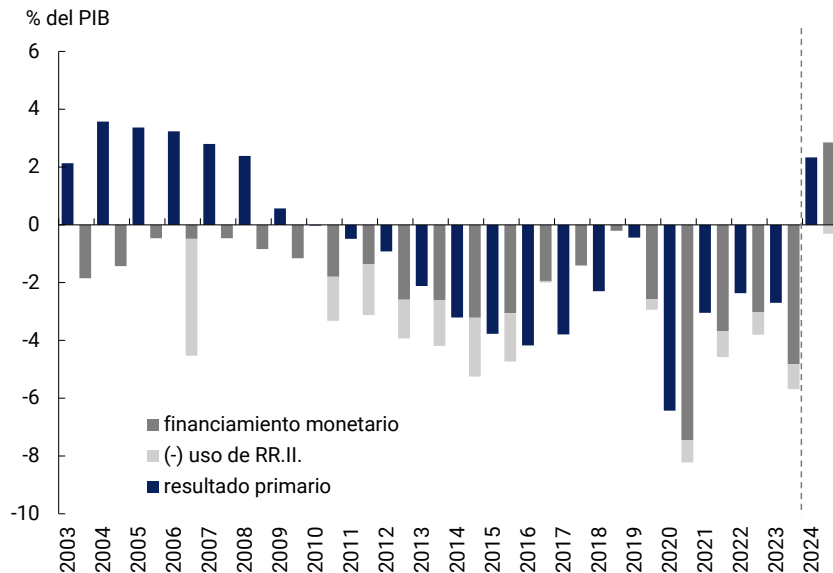
TEMARIO

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar al BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: La fase 2 (Mercado Monetario) que precede a la fase 3 (Mercado Cambiario) permite asegurar una transición sin crisis *à la Argentina*
- 4 | Un segundo mandato del BCRA importante: La “sintonía fina” monetaria resguarda la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen económico
- 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

TEMARIO

- 1 | **Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar al BCRA como caja fiscal**
- 2 | **Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica**
- 3 | **Una secuencia necesaria: La fase 2 (Mercado Monetario) que precede a la fase 3 (Mercado Cambiario) permite asegurar una transición sin crisis *à la Argentina***
- 4 | **Un segundo mandato del BCRA importante: La “sintonía fina” monetaria resguarda la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen económico**
- 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**

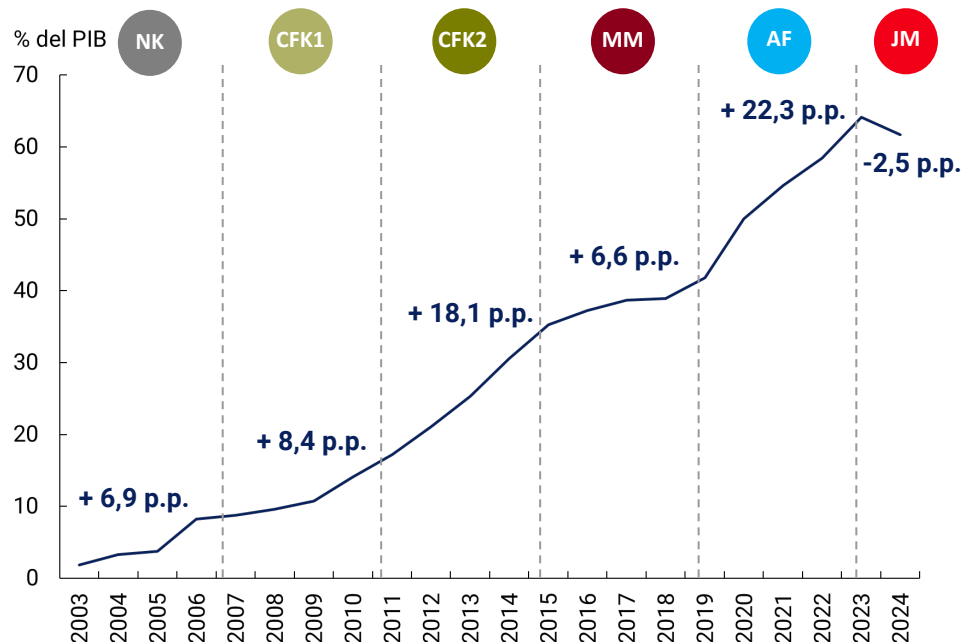
Financiamiento de déficits fiscales mediante monetización y reservas internacionales



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 agosto. 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.

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

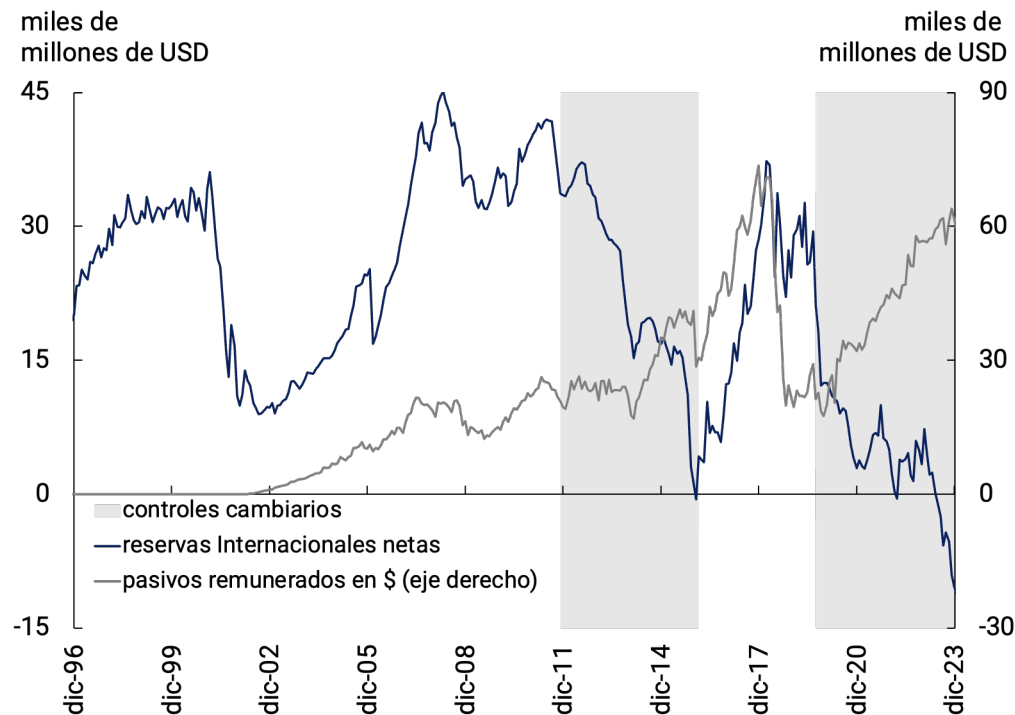
Financiamiento acumulado del BCRA al Tesoro Monetario y con reservas



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

Fuente | BCRA e INDEC.

Reservas internacionales netas y pasivos remunerados

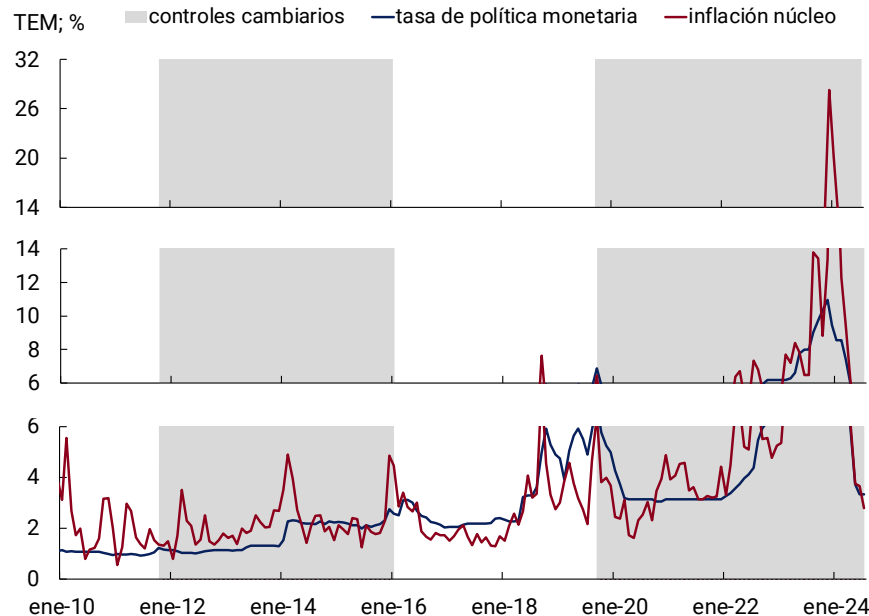


*Véase: [Programa argentino de estabilización: reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal sobre la política monetaria](#)

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

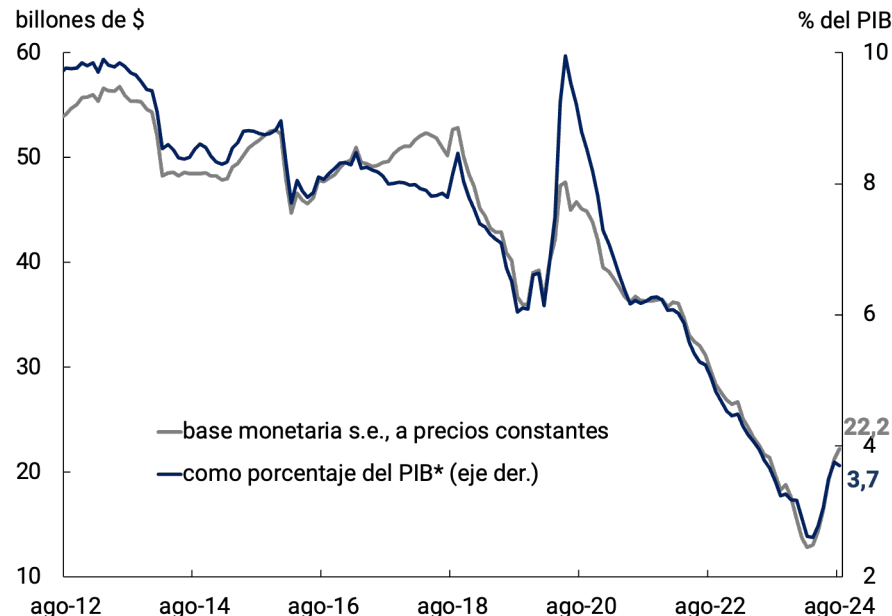
Fuente | BCRA.

Tasa de política monetaria
Promedio mensual



Fuente | BCRA.

Base monetaria



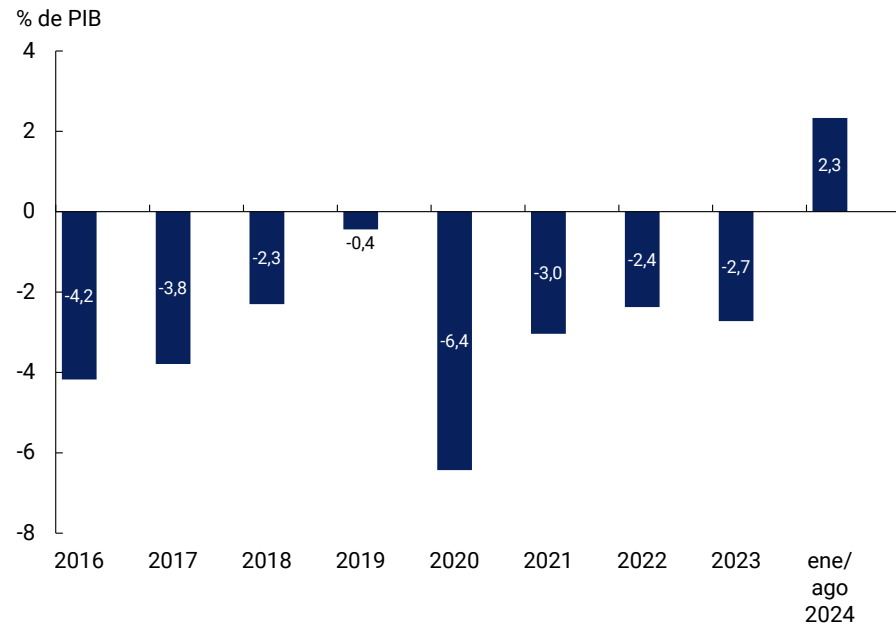
*Calculado sobre PIB s.e., prom. móvil 3 meses.

Fuente | BCRA.

TEMARIO

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar al BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: La fase 2 (Mercado Monetario) que precede a la fase 3 (Mercado Cambiario) permite asegurar una transición sin crisis *à la Argentina*
- 4 | Un segundo mandato del BCRA importante: La “sintonía fina” monetaria resguarda la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen económico
- 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

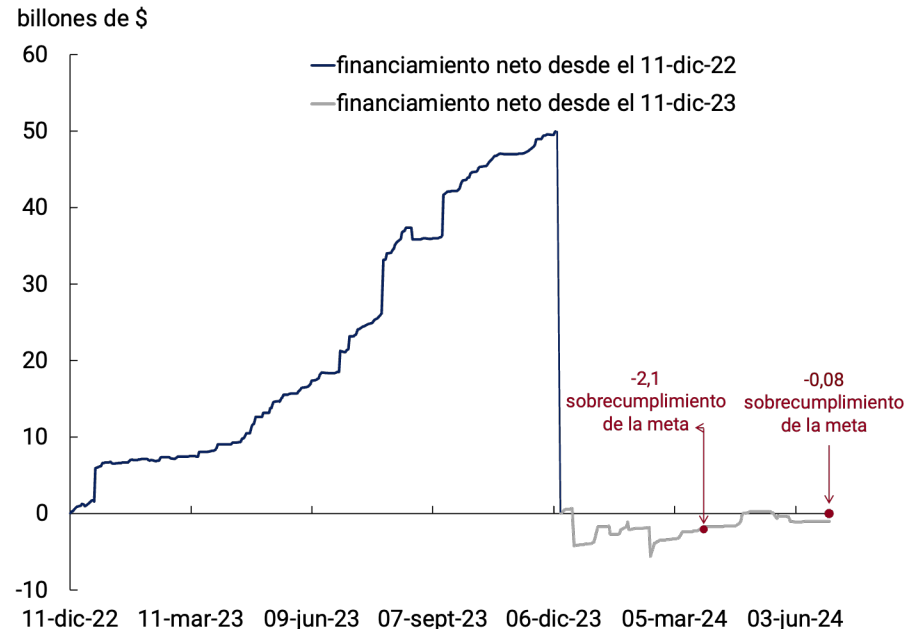


Nota | ene/ago 2024: Resultado primario sin estacionalidad anualizado

Fuente | BCRA y Ministerio de Economía.

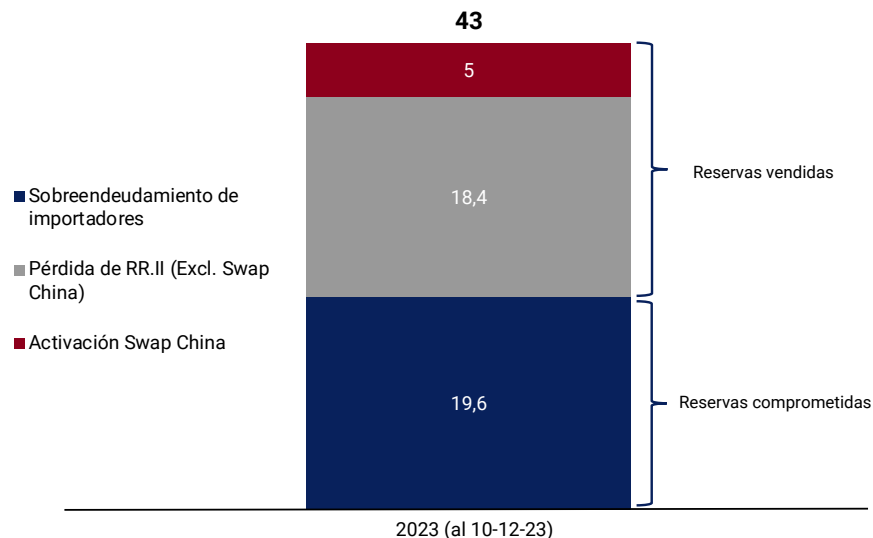
Financiamiento neto acumulado

A precios constantes del 30 de junio de 2024



Fuente | BCRA.

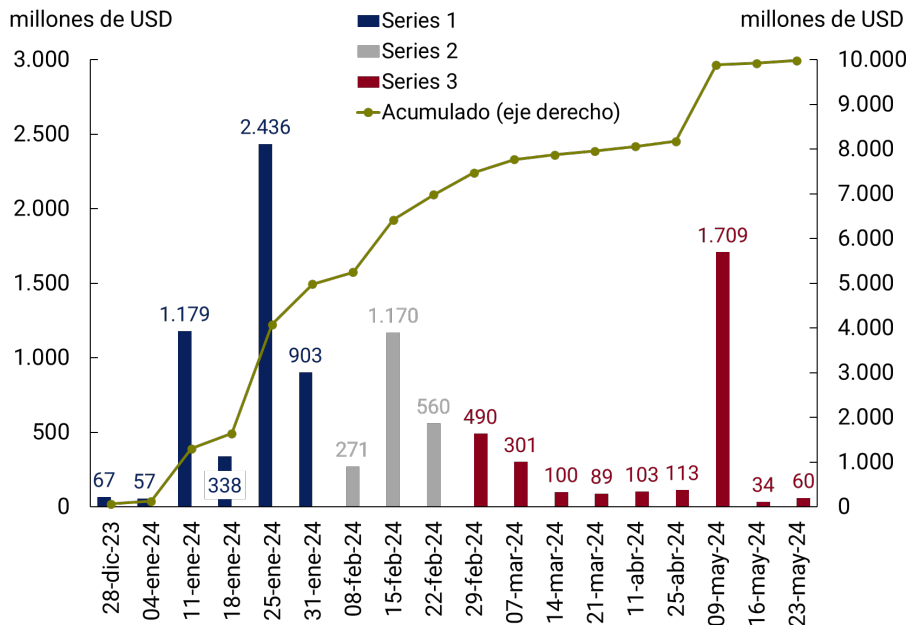
**Caída en las reservas del BCRA y sobreendeudamiento
de importadores contra las reservas del BCRA***
miles de millones de USD



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

Fuente | BCRA.

Swap cambiario (BOPREAL)



Fuente | BCRA.

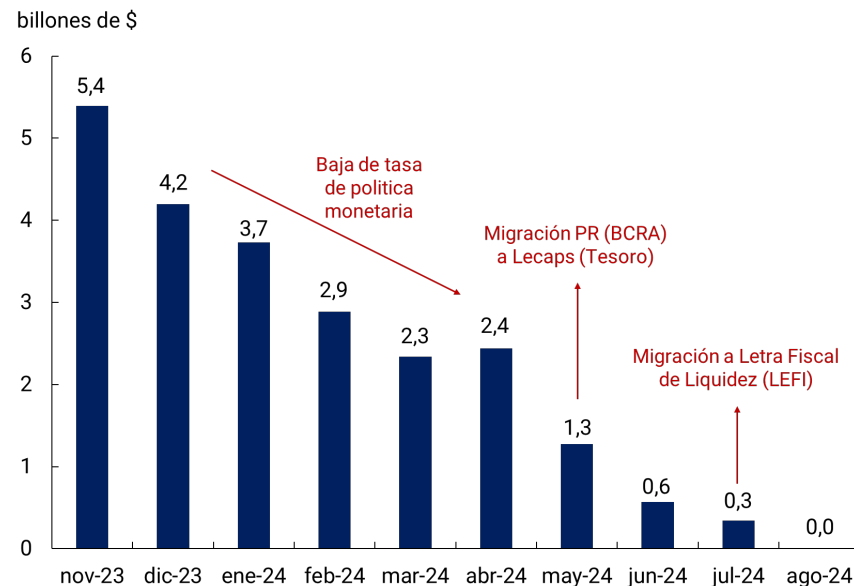
Pagos de intereses sobre pasivos remunerados y tasa de política monetaria del BCRA



Nota | Datos al 2 de agosto de 2024.

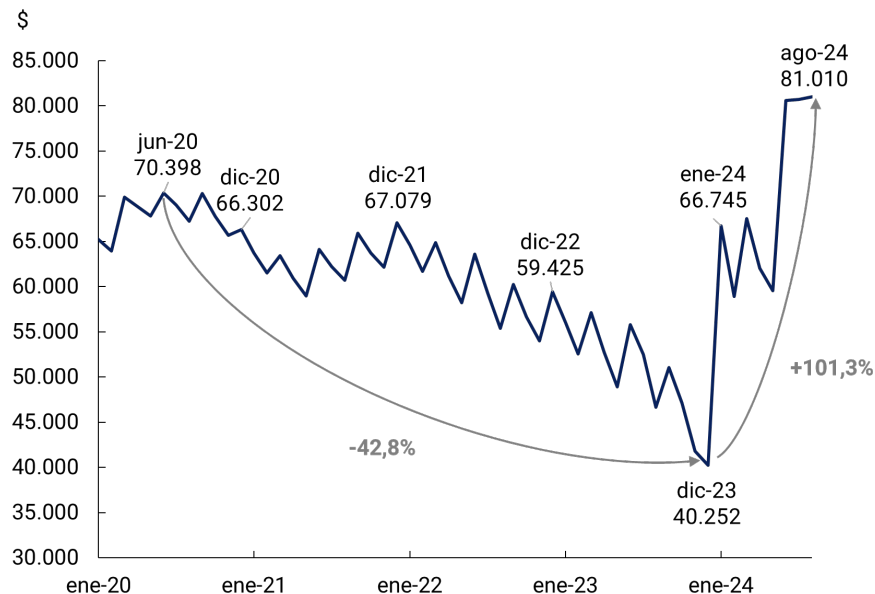
Fuente | BCRA.

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



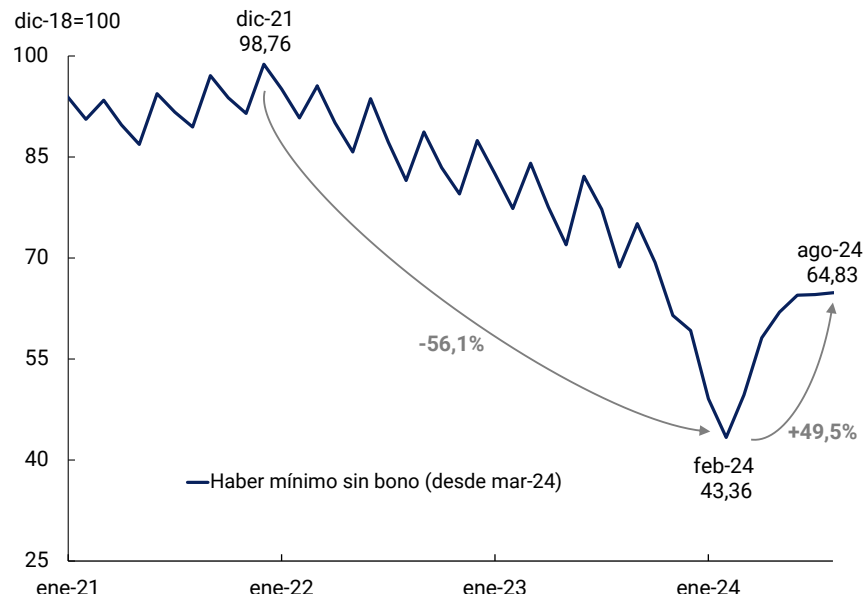
Fuente | BCRA.

Asignación universal por hijo
A precios constantes de agosto de 2024



Fuente | BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.

Jubilación mínima
A precios constantes de agosto de 2024



Fuente | BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.

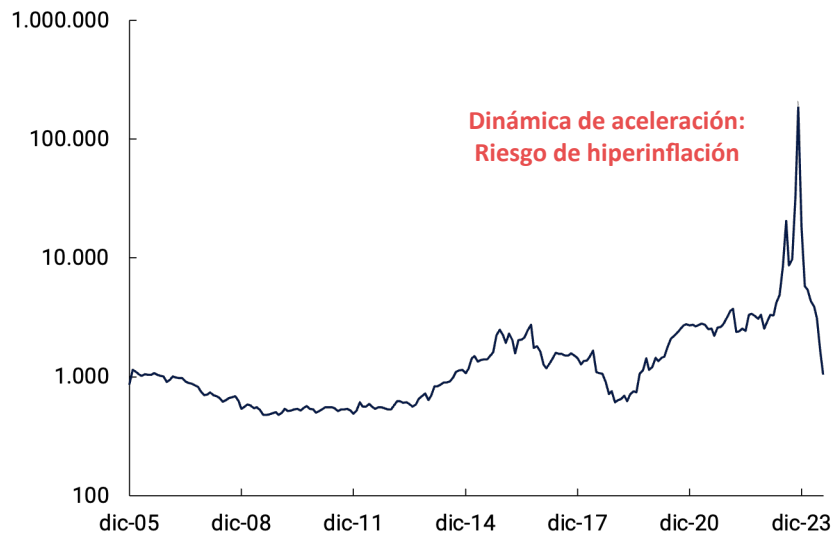
TEMARIO

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar al BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: La fase 2 (Mercado Monetario) que precede a la fase 3 (Mercado Cambiario) permite asegurar una transición sin crisis *à la Argentina*
- 4 | Un segundo mandato del BCRA importante: La “sintonía fina” monetaria resguarda la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen económico
- 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

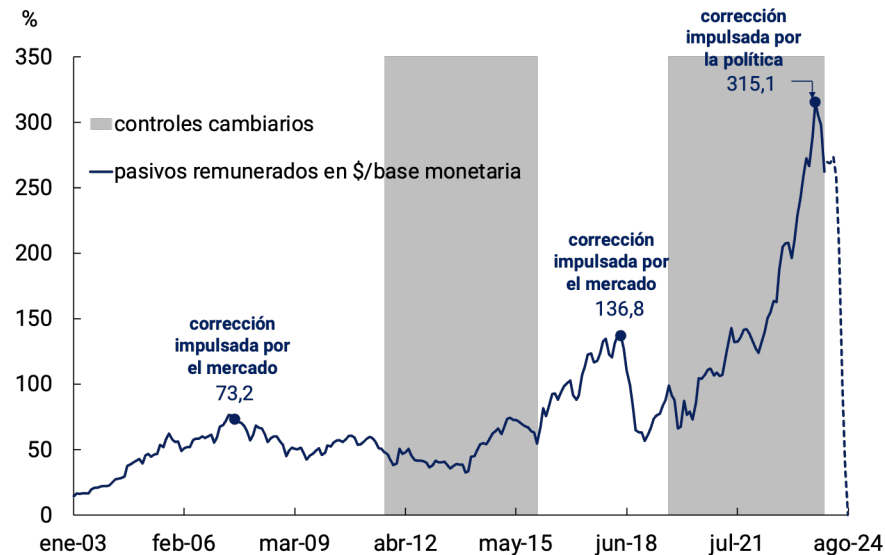
escala
logarítmica



Nota | Datos a julio de 2024.

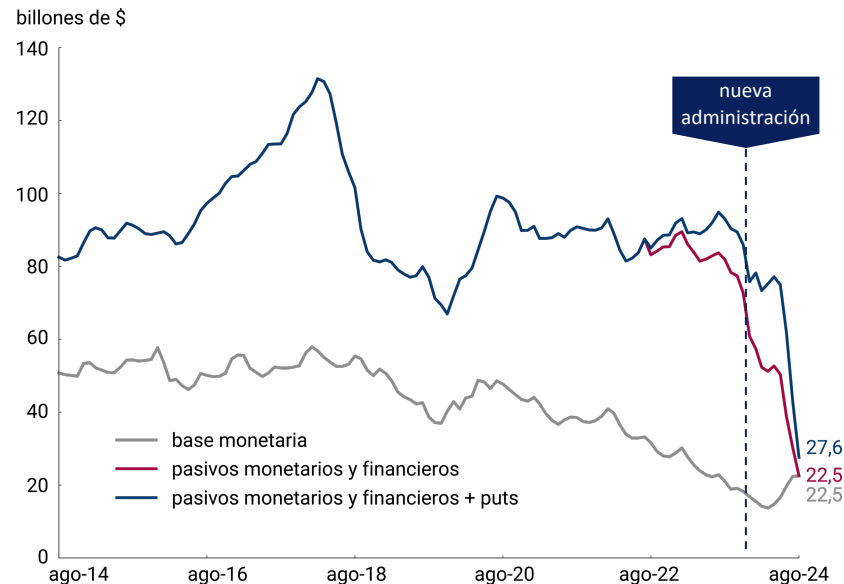
Fuente | BCRA.

Pasivos remunerados en pesos del BCRA
% de la base monetaria



Fuente | BCRA.

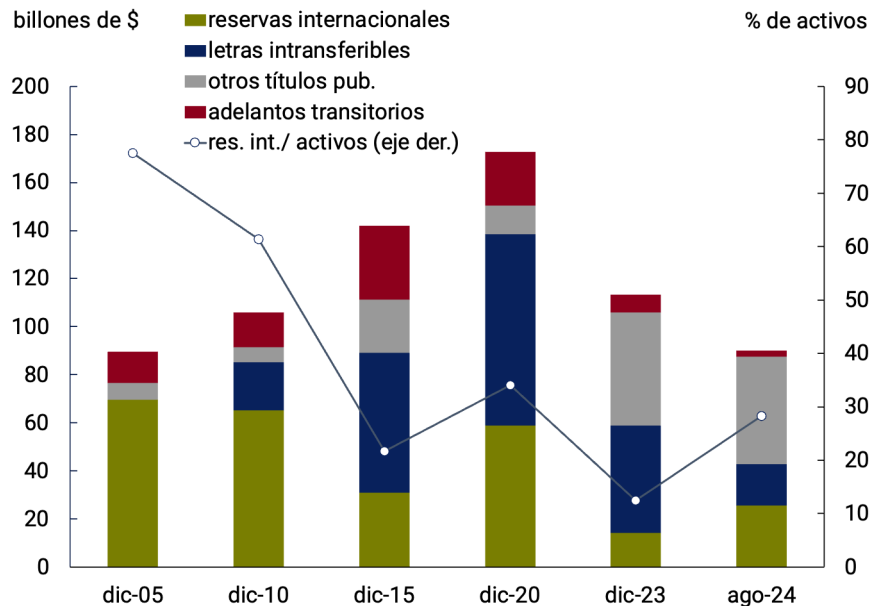
Pasivos y contingencias (puts) del BCRA
A precios constantes de agosto de 2024



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.

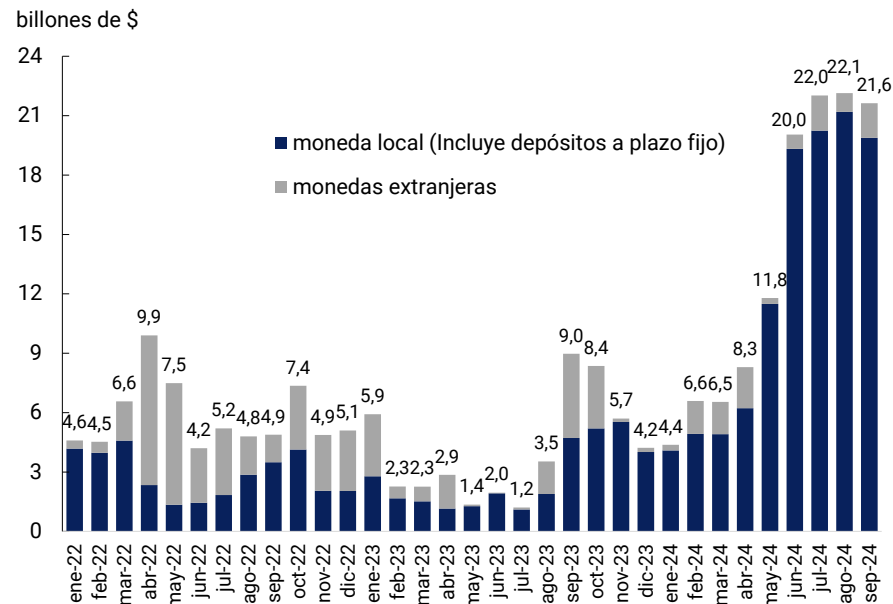
Balance del BCRA: Activos
A precios constantes de agosto de 2024



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 septiembre de 2024



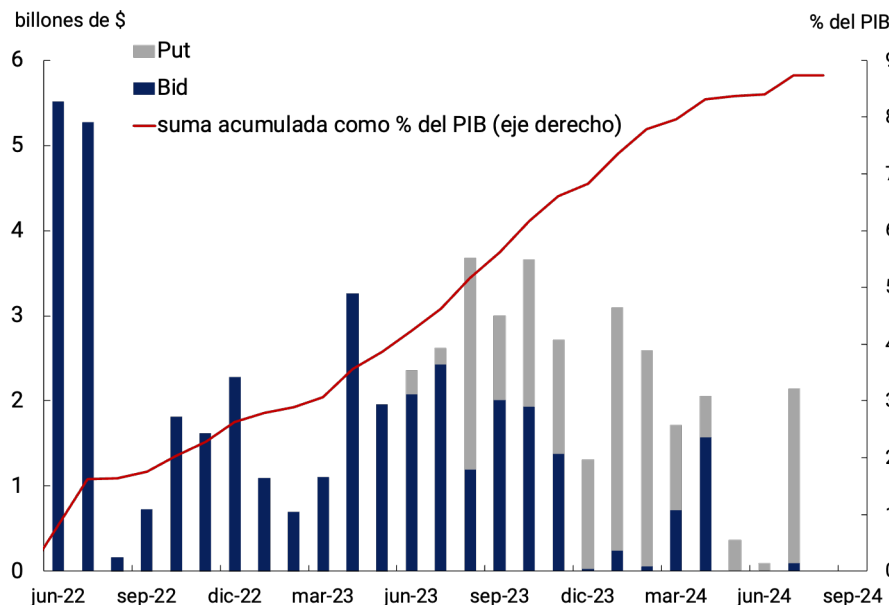
Nota | Promedio del período. Sep-24: Estimación saldo al 30-sep. Véase Argentina fase II:

[establecer un marco monetario ortodoxo](#)

Fuente | BCRA.

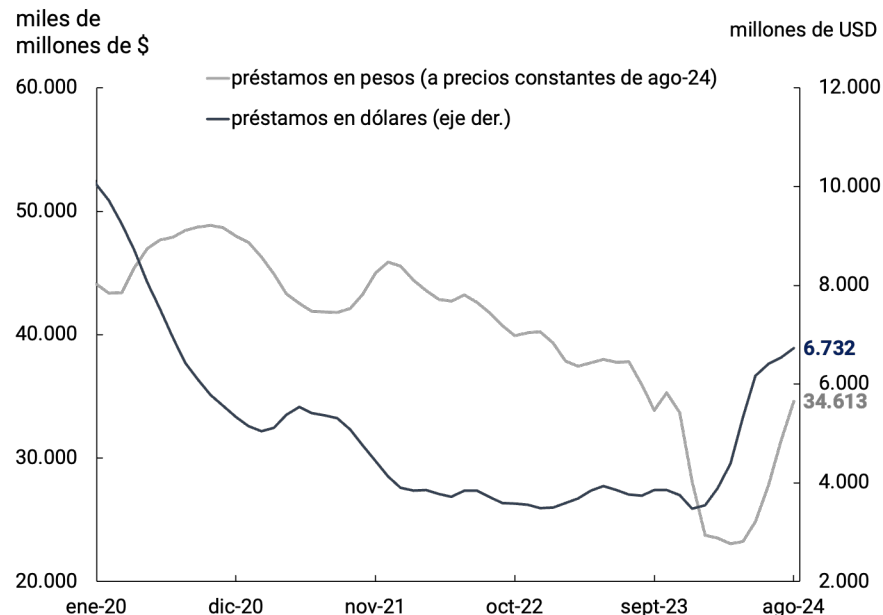
Ejercicio de *bids* y *puts* de los bancos sobre títulos del Tesoro (c/ BCRA)

Valor de mercado a precios constantes



Fuente | BCRA.

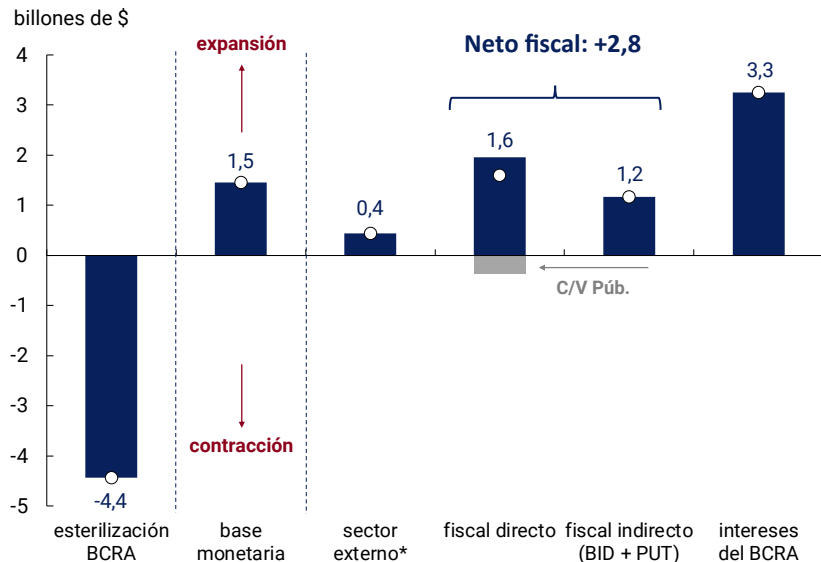
Préstamos en pesos y en moneda extranjera



Fuente | BCRA.

Factores de expansión de la base monetaria 2020-2023

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

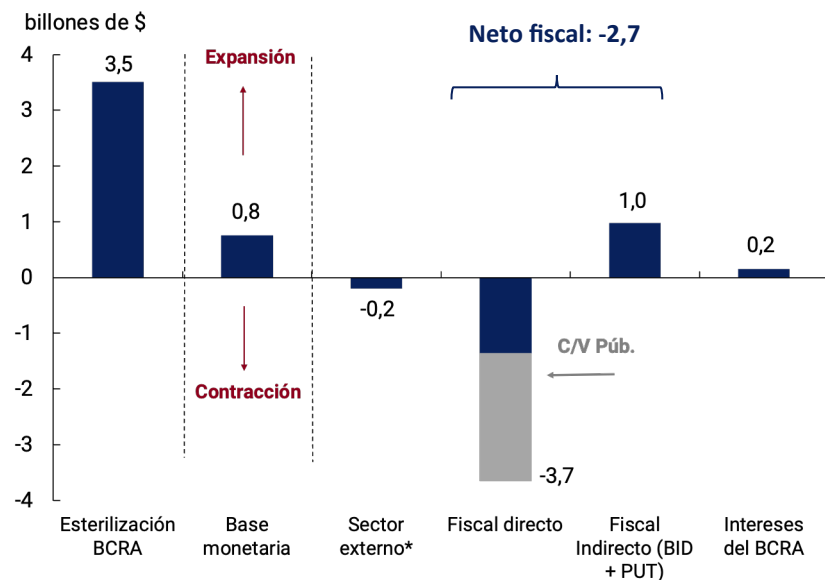


*Excluye compras de divisas del fisco.

Fuente | BCRA.

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

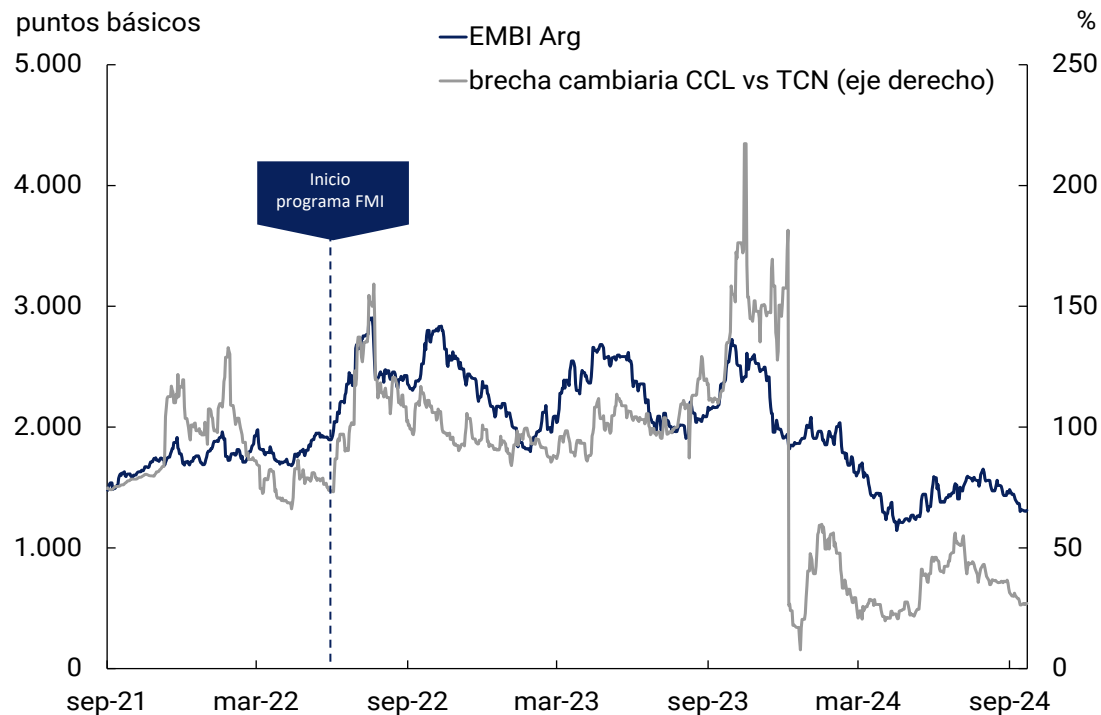
Var. mensual prom. a precios constantes del 30 de junio de 2024



*Excluye compras de divisas del fisco.

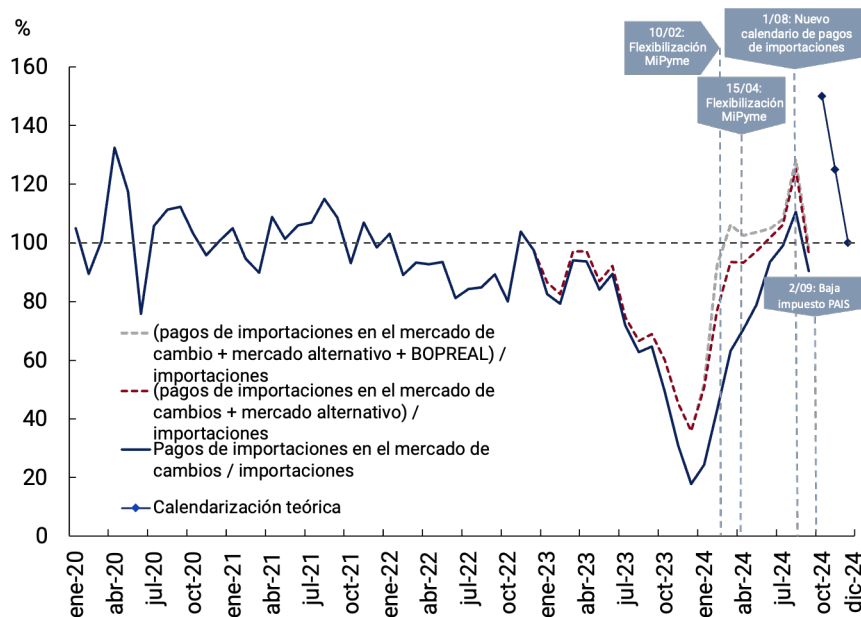
Fuente | BCRA.

Riesgo país y brecha cambiaria



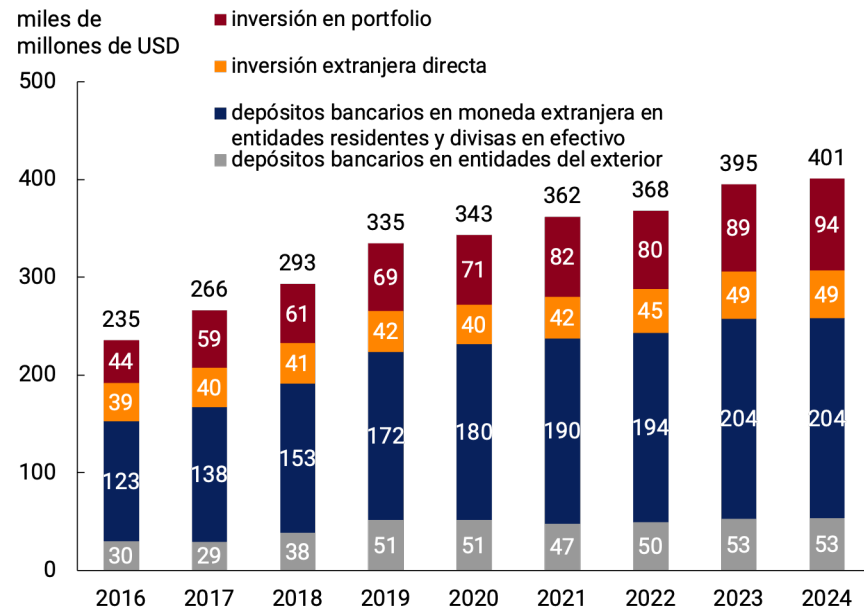
Fuente | Bloomberg.

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



Fuente | BCRA.

Activos externos del sector privado no financiero



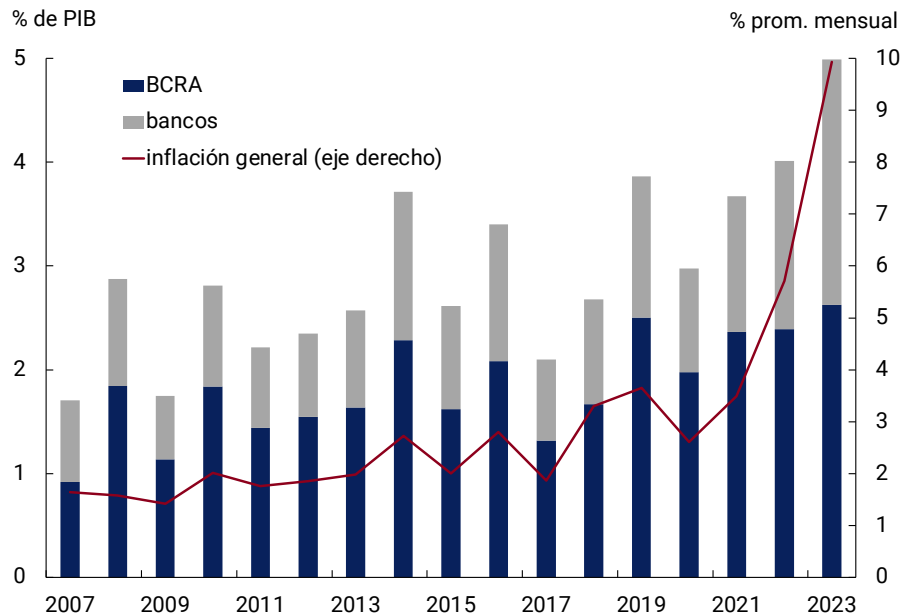
Nota | 2024. Datos hasta el 1.° trimestre.

Fuente | BCRA e INDEC.

TEMARIO

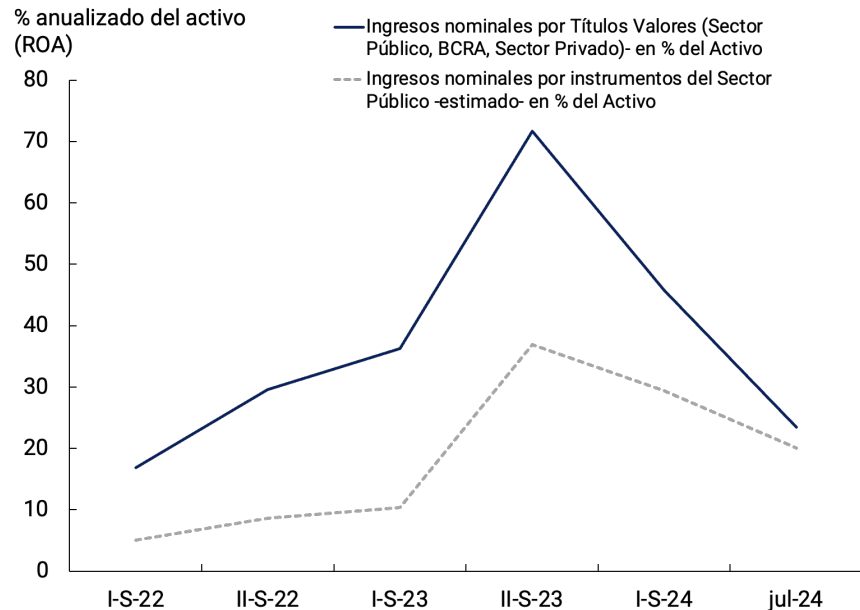
- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar al BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: La fase 2 (Mercado Monetario) que precede a la fase 3 (Mercado Cambiario) permite asegurar una transición sin crisis *à la Argentina*
- 4 | Un segundo mandato del BCRA importante: La “sintonía fina” monetaria resguarda la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen económico
- 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



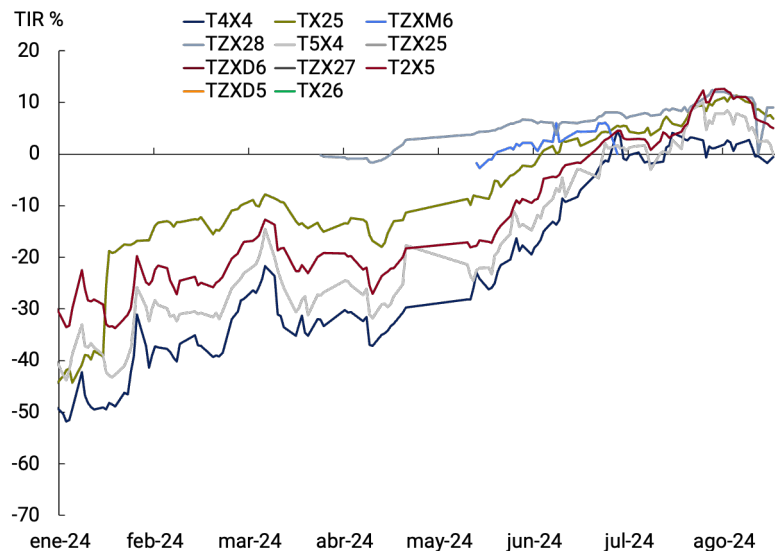
Fuente | BCRA

Ingresos financieros del sistema financiero



Fuente | BCRA

Títulos del tesoro indexados por inflación (CER)

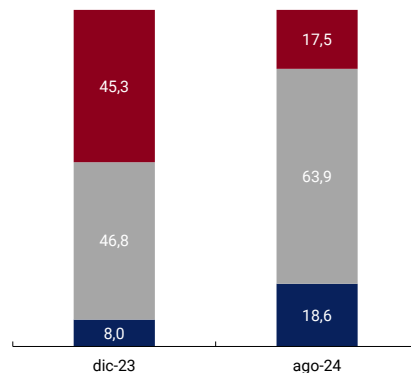


Fuente | BCRA a partir de datos del IAMC.

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

Composición de deuda del Tesoro por tipo

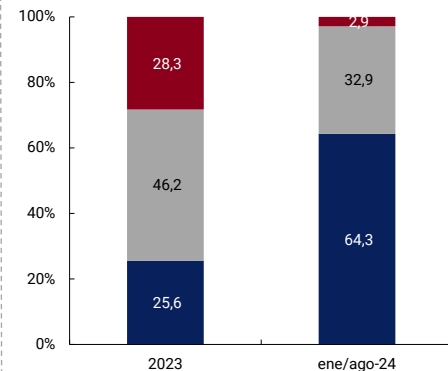
Stock de deuda pública nacional En %



■ Tasa fija ■ Ajustable por CER ■ Resto de Deuda en pesos (DLK, DUAL, LEFI)

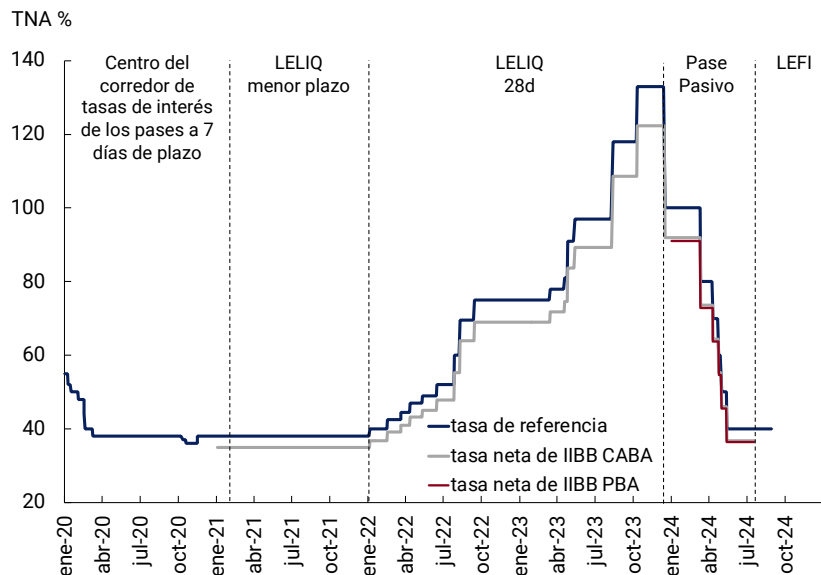
Fuente | BCRA a partir de datos de la Secretaría de Finanzas.

Licitaciones primarias En %



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

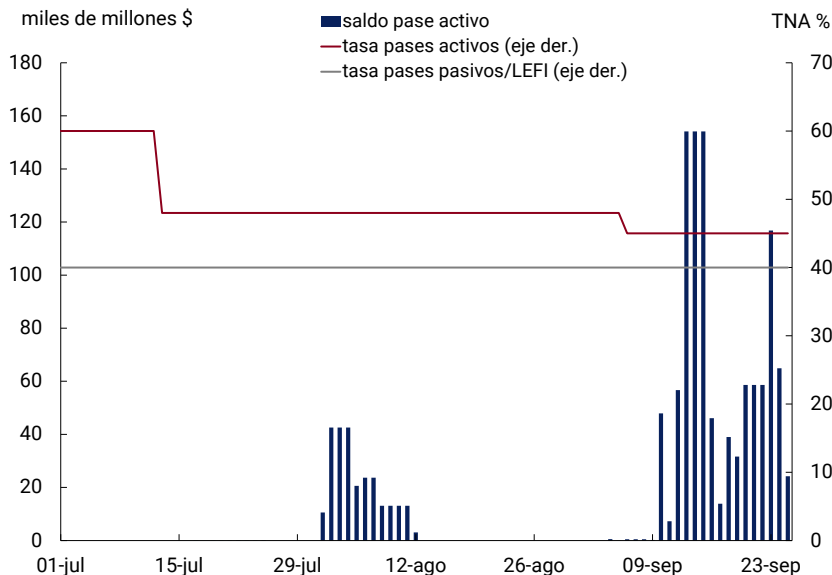
Tasa de política monetaria



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.

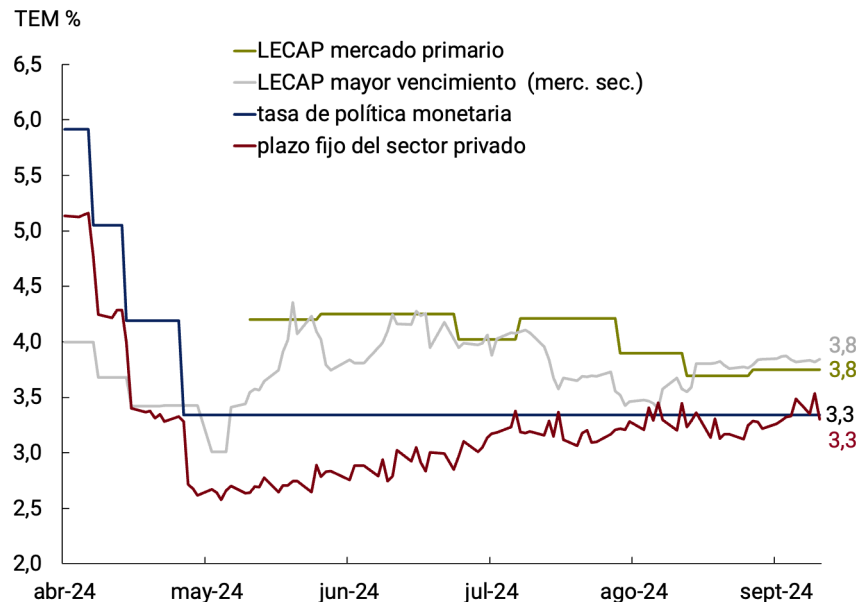
Saldo de pasivos activos y corredor de tasas de pasivos/LEFI



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.

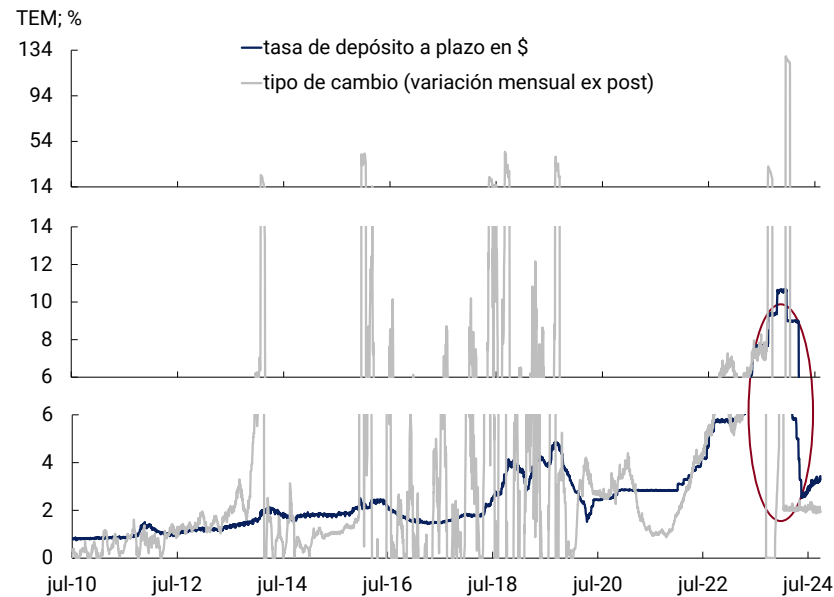
Tasas de interés



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

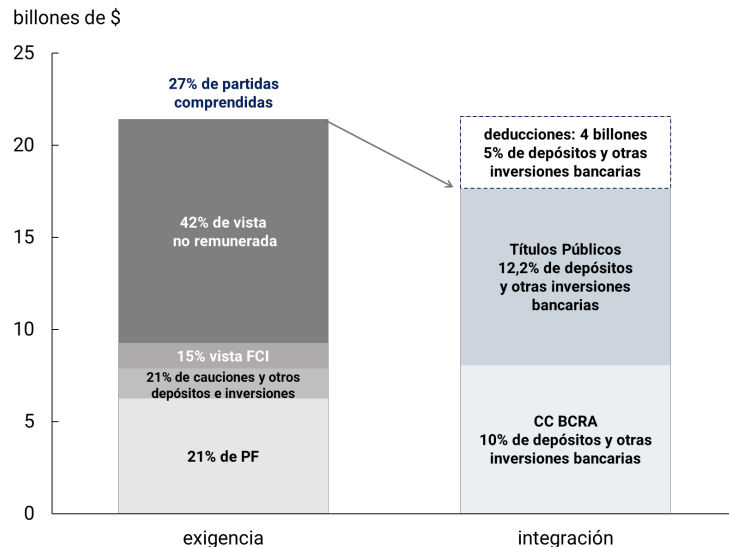


Fuente | BCRA.

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

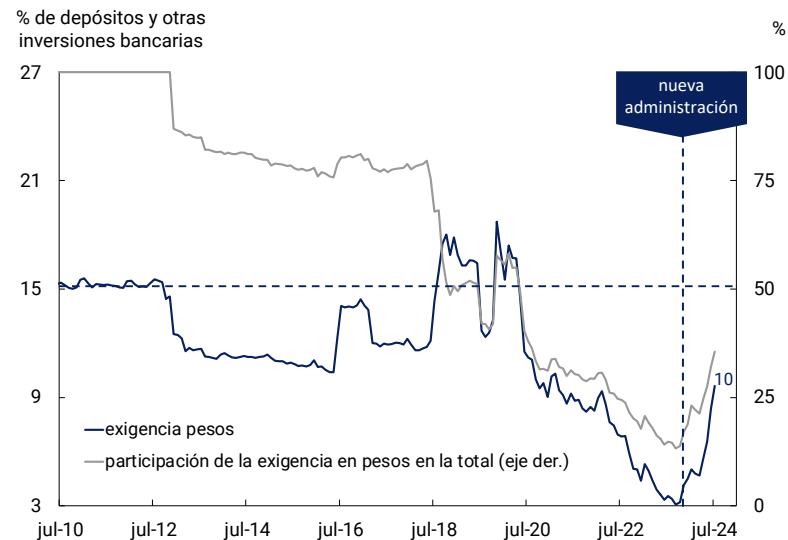


Fuente | BCRA.

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

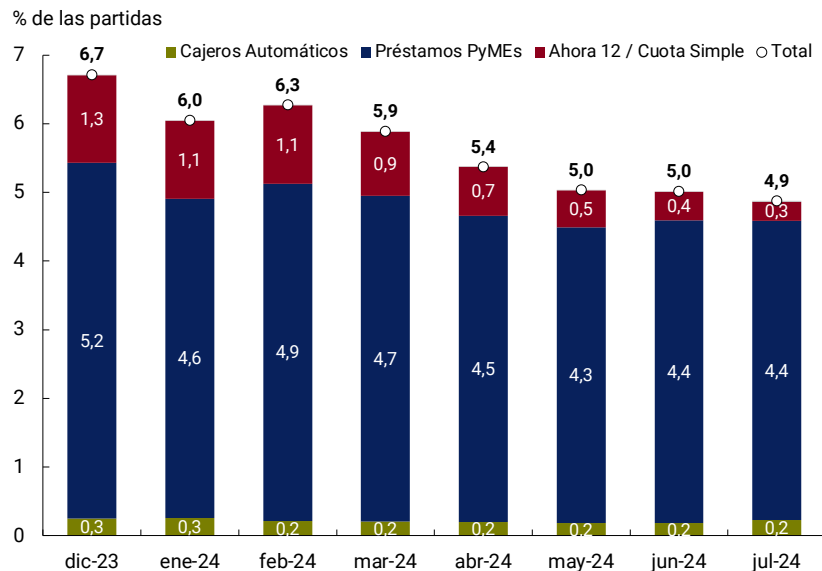
% de los depósitos y otras inversiones



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%)

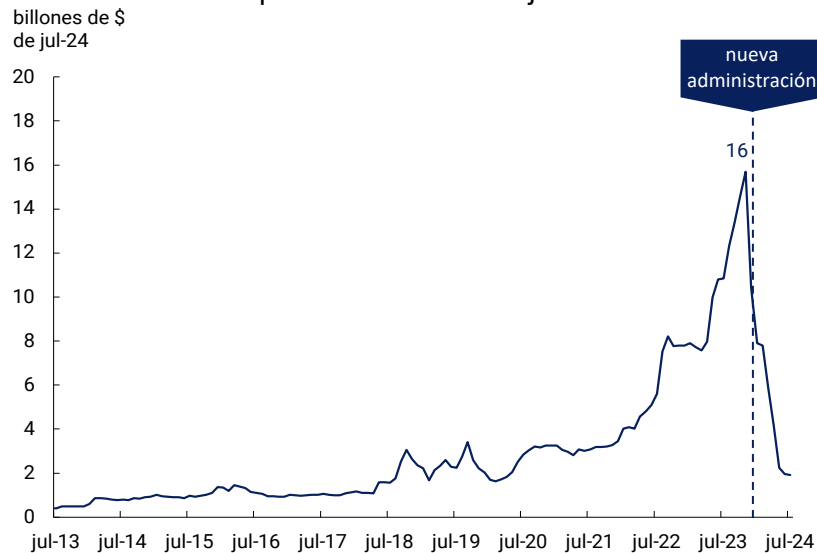
Deducciones al nivel de exigencia de los encajes



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

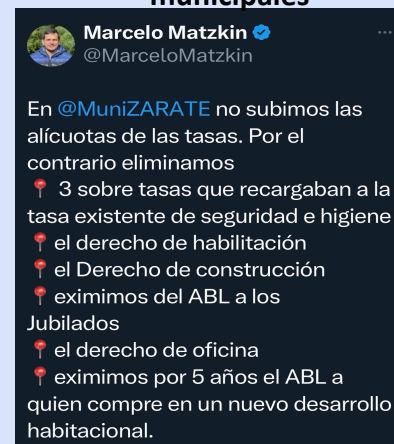


Iniciando una reversión de tendencia: Argentina convirtió los bancos en agencias impositivas y las agencias impositivas en bancos

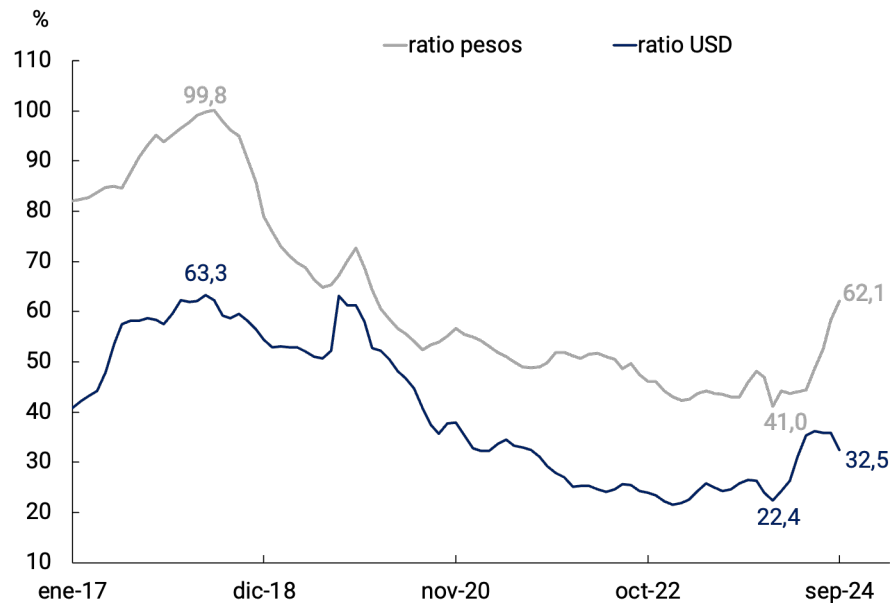
Iniciativas provinciales



Iniciativas municipales



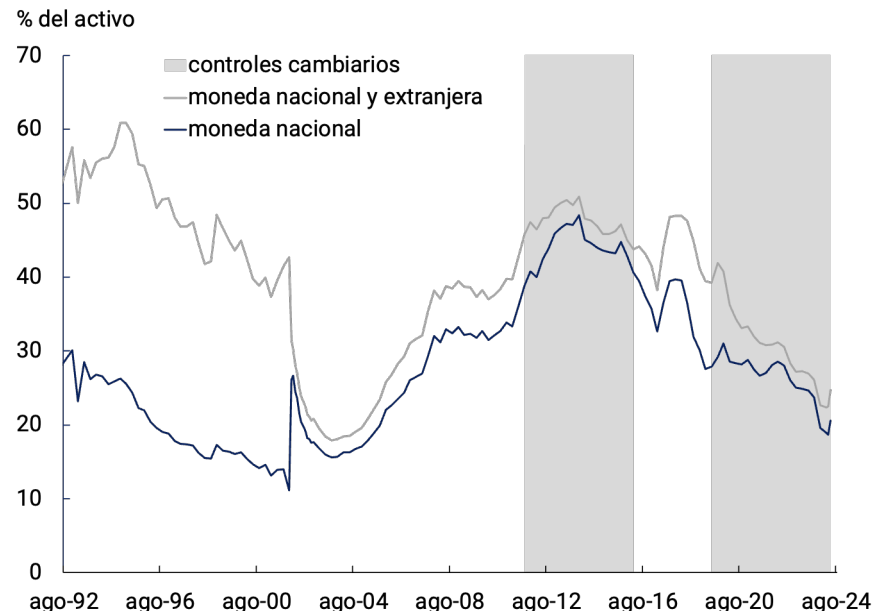
Ratio de préstamos a depósitos del sector privado



Fuente | BCRA.

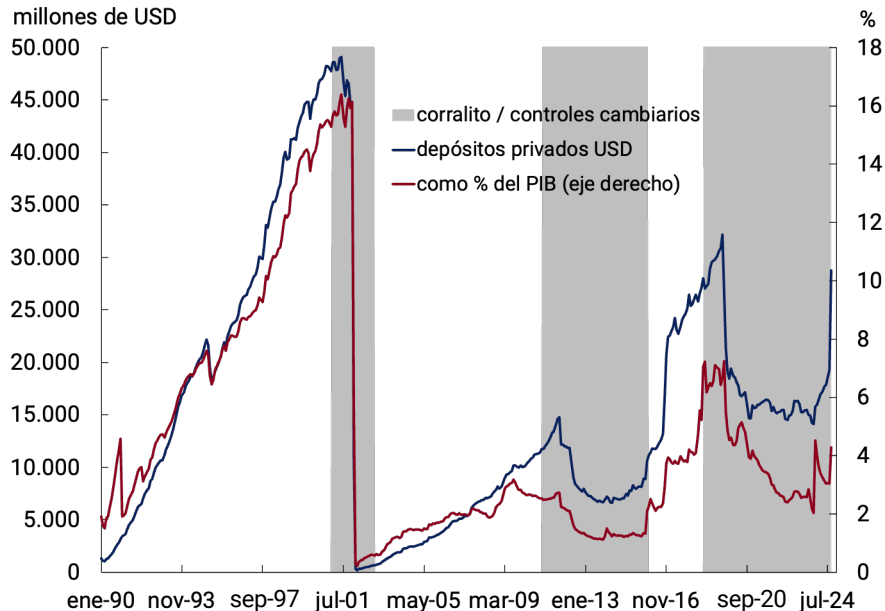
Crédito al sector privado

En % del total de activos del sistema financiero



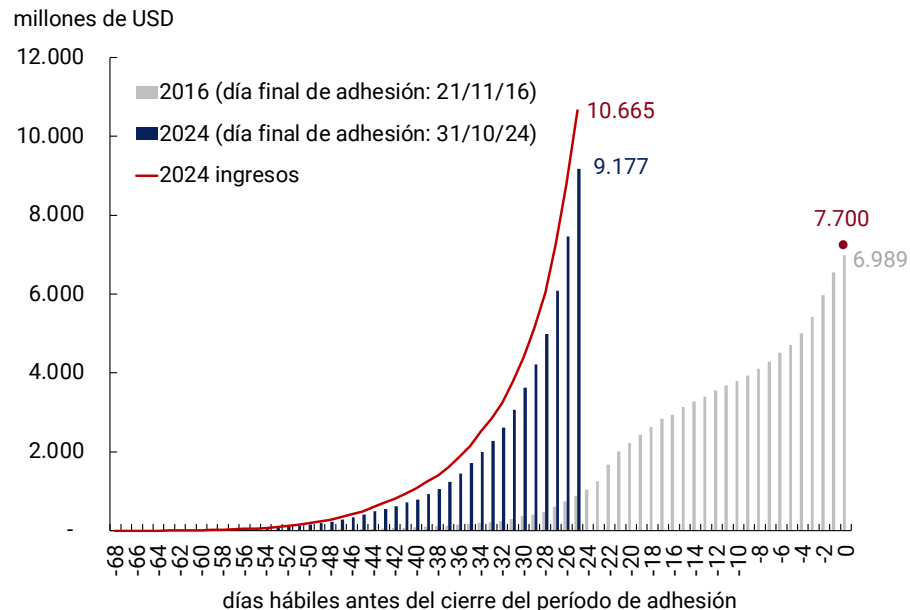
Fuente | BCRA.

Depósitos totales en moneda extranjera del sector privado



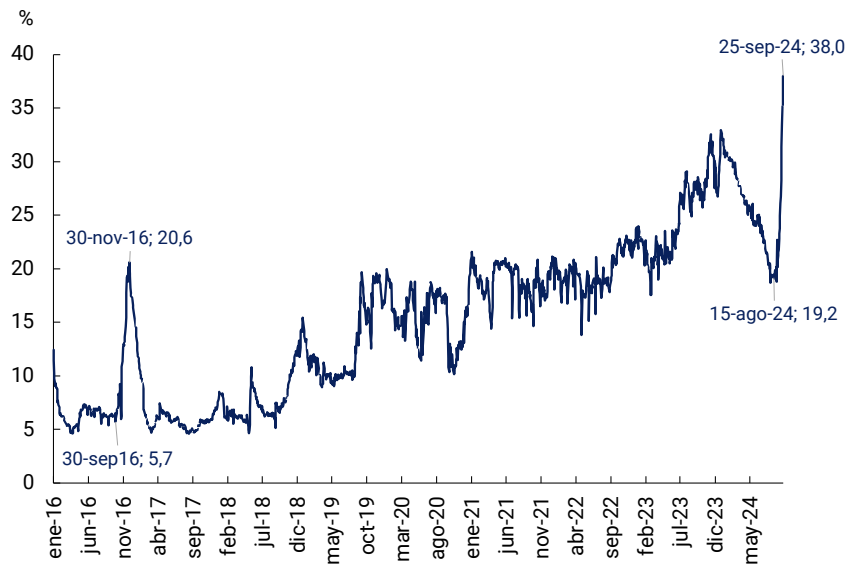
Fuente | BCRA.

Saldo de depósitos en CERA



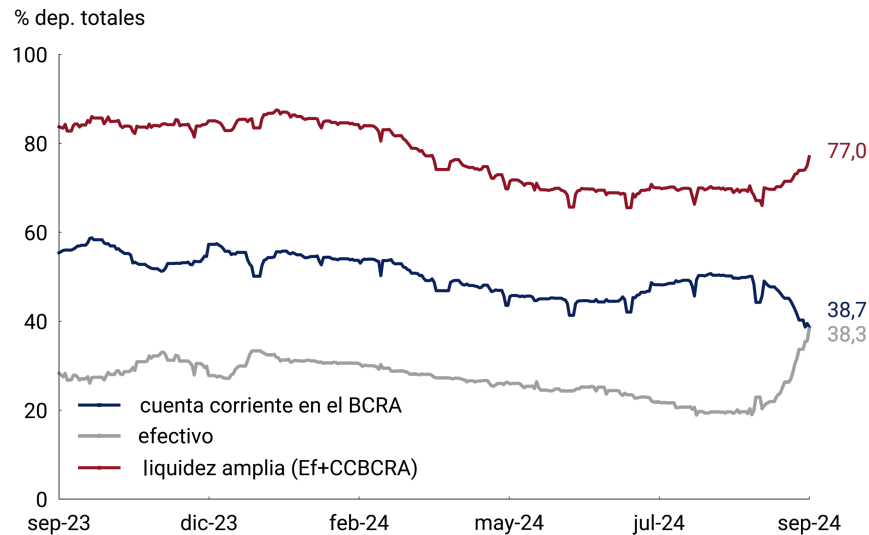
Fuente | BCRA.

Efectivo en entidades financieras/Depósitos totales en moneda extranjera



Fuente | BCRA.

Cuenta corriente y efectivo en bancos en dólares

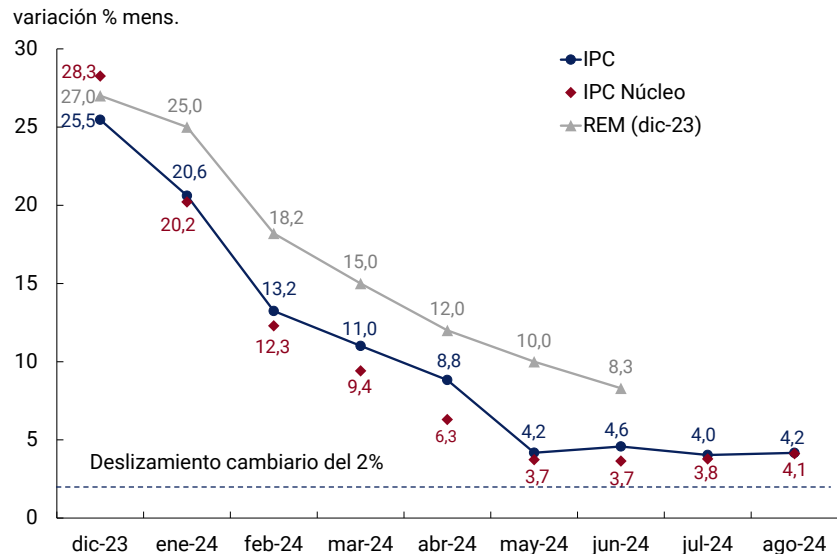


Fuente | BCRA.

TEMARIO

- 1 | Una verdad incómoda: Las cuentas a pagar luego de 2 décadas de usar al BCRA como caja fiscal
- 2 | Una solución consistente: Los 4 pilares fundamentales que reconstruyen la estabilidad macroeconómica
- 3 | Una secuencia necesaria: La fase 2 (Mercado Monetario) que precede a la fase 3 (Mercado Cambiario) permite asegurar una transición sin crisis *à la Argentina*
- 4 | Un segundo mandato del BCRA importante: La “sintonía fina” monetaria resguarda la estabilidad del sistema financiero ante el abrupto cambio de régimen económico
- 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

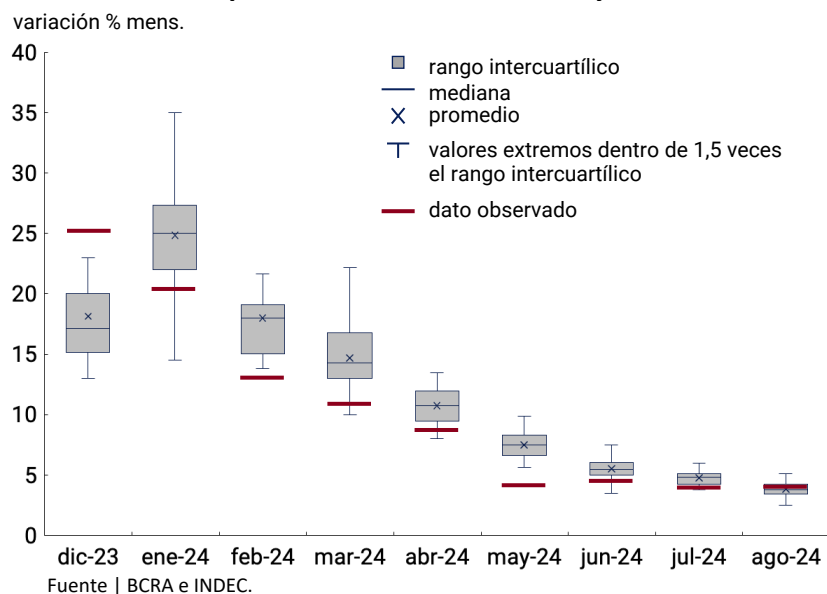
IPC nivel general: pronósticos del consenso de mercado (REM) vs. datos reales



p | Proyección del REM (mediana relevamiento ago-24). 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.

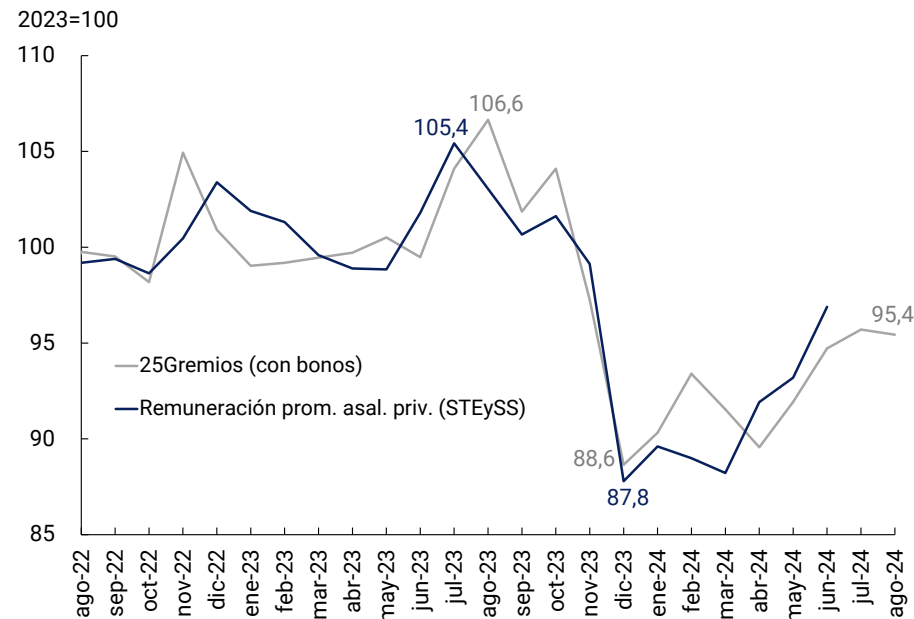
La adaptación al cambio de régimen: Fuerte baja en la dispersión de las expectativas inflación (REM) acelerará la convergencia de la oferta y la demanda de crédito

Ratio de precios sectoriales sobre salarios

Sector	dic-15	nov-23	mar-24	jun-24	ago-24
Edición	100	208	218	194	184
Aparatos eléctricos	100	191	236	191	172
Papel	100	152	203	173	164
Metales comunes	100	126	189	167	157
Productos químicos	100	163	186	161	149
Otros minerales no metálicos	100	148	183	158	148
Maquinaria y equipo	100	171	193	151	147
Tabaco	100	118	165	134	142
Otros productos de metal	100	154	183	147	138
Productos de caucho y plástico	100	165	183	145	132
Automotores	100	150	164	138	132
Productos de petróleo	100	113	159	132	129
Otros equipo de transporte	100	129	135	126	128
Productos textiles	100	127	136	125	118
Muebles	100	154	158	129	118
Madera	100	138	135	116	110
Alimentos	100	115	130	114	109
Instrumentos médicos	100	112	132	109	103
Confecciones	100	125	124	105	102
Cuero	100	98	92	83	78
Radio y televisión	100	34	49	35	34

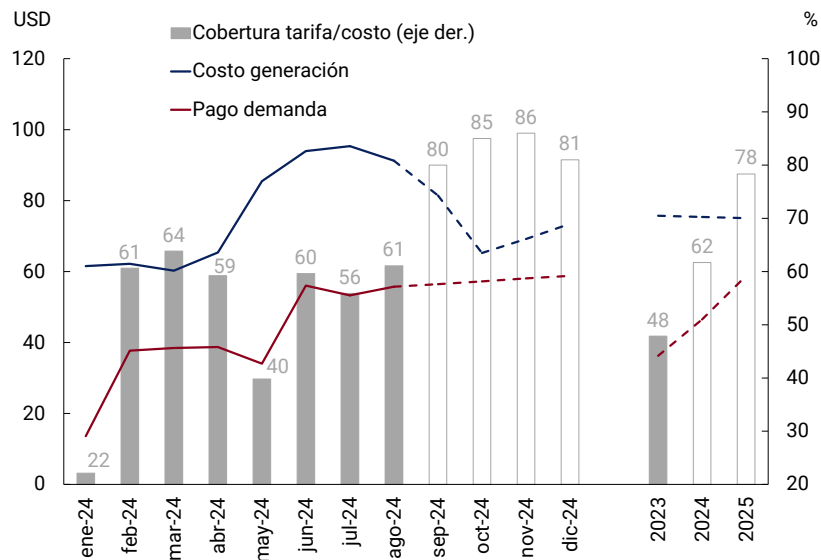
Nota | Los datos de precios utilizados corresponden hasta agosto de 2024, mientras que los datos de salarios se consideraron hasta junio de 2024, ajustados por estacionalidad exclusivamente para los salarios mediante el método X13-ARIMA. Para el período de julio a agosto de 2024, se utilizaron proyecciones internas de variación salarial a nivel agregado desestacionalizada, aplicando una variación uniforme a todos los sectores.

Salarios reales del sector privado registrado



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

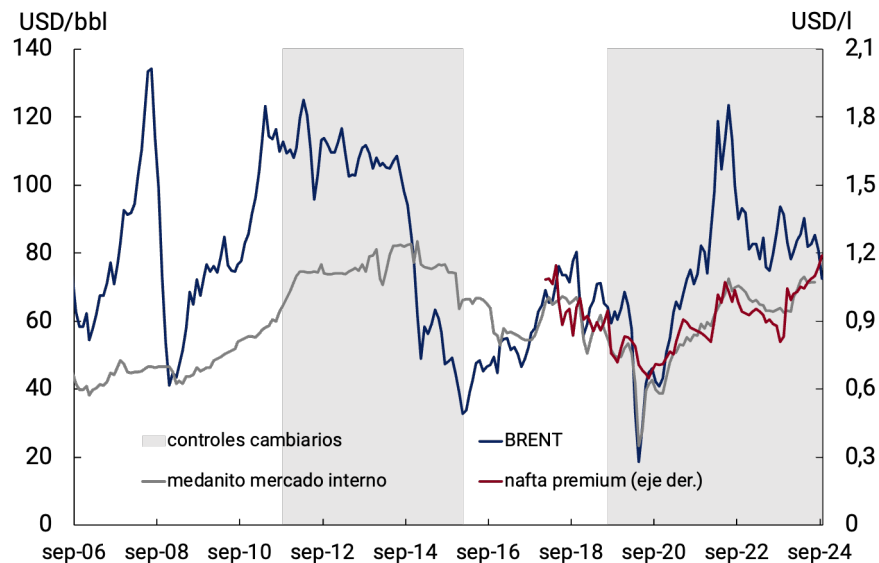
Tarifas eléctricas, costo de generación y cobertura



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

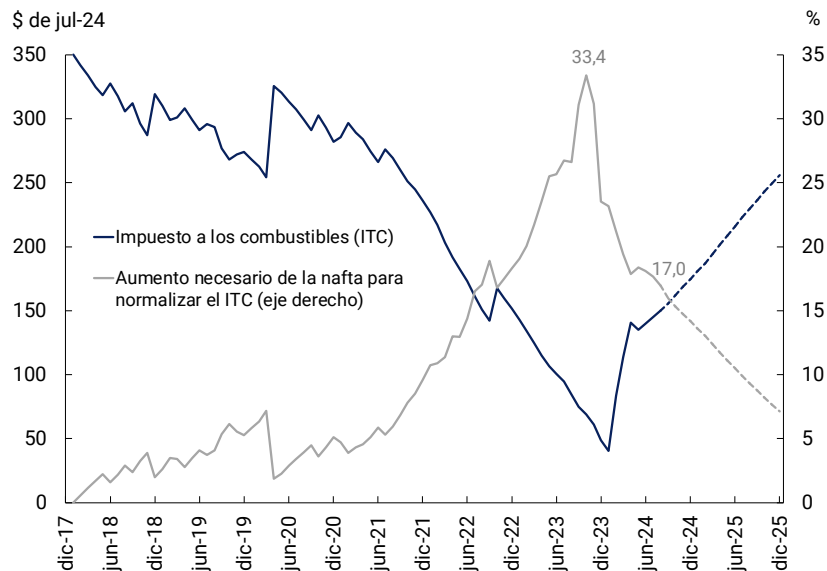
Precio del petróleo al productor y nafta vs BRENT



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

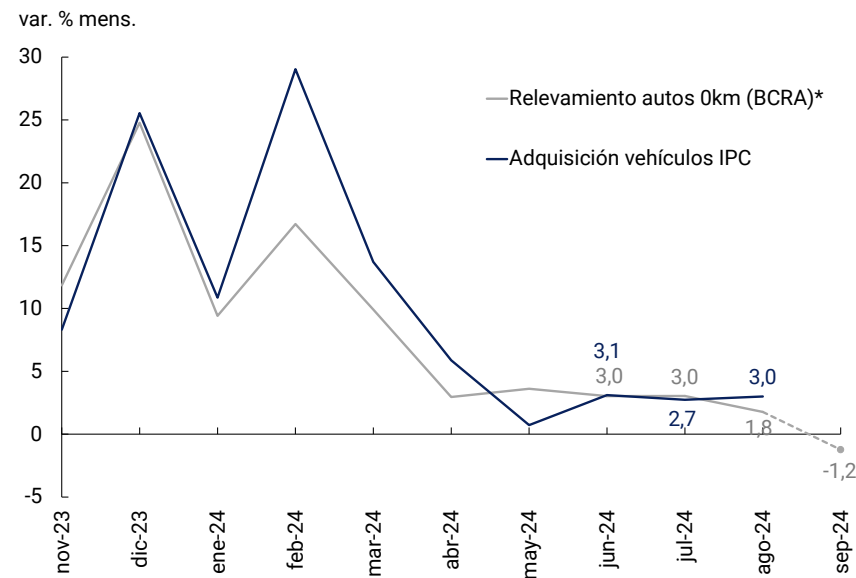


Nota | Ejercicio realizado sobre la nafta premium, inflación proyectada por el REM con supuesto de incremento del ITC equivalente al 1% del precio en surtidor del mes previo.

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

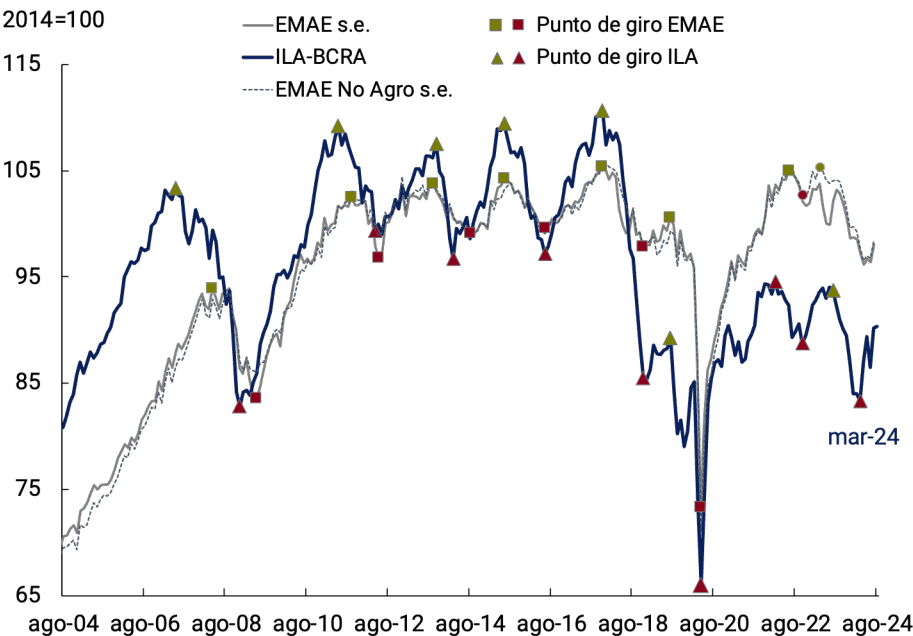


*Promedio ponderado de los precios de lista de una selección de autos 0km pequeños y medianos.

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).

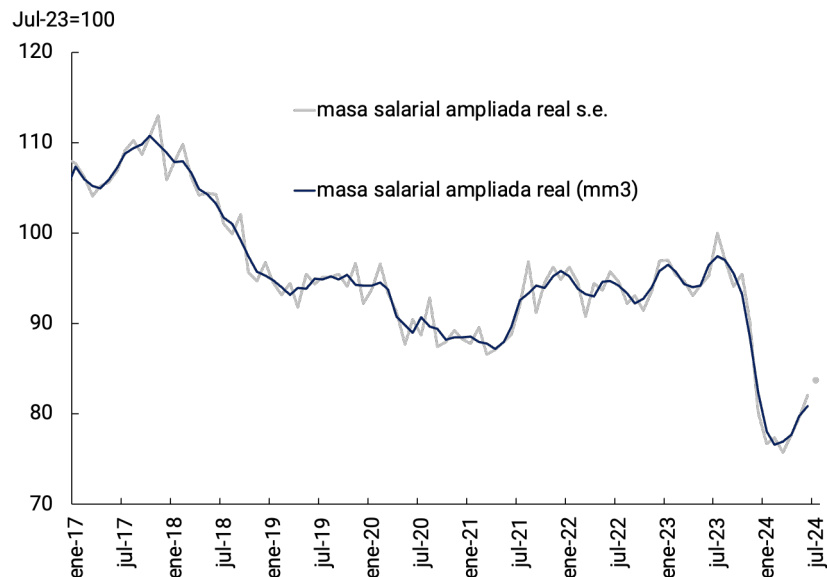
Puntos de inflexión en el ILA-BCRA: 3 criterios

mes	duración (+)	difusión	profundidad
sep-23	1	40	-5,5
oct-23	0	32,5	-8,0
nov-23	0	30,0	-7,5
dic-23	0	30,0	-14,5
ene-24	0	32,5	-19,7
feb-24	0	40,0	-17,2
mar-24	0	40,0	-16,1
abr-24	1	55,0	-6,7
may-24	2	62,5	-0,1
jun-24	2	55,0	-1,0
jul-24	3,0	65,0	15,1
ago-24	3,0	55,0	15,5

- 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.

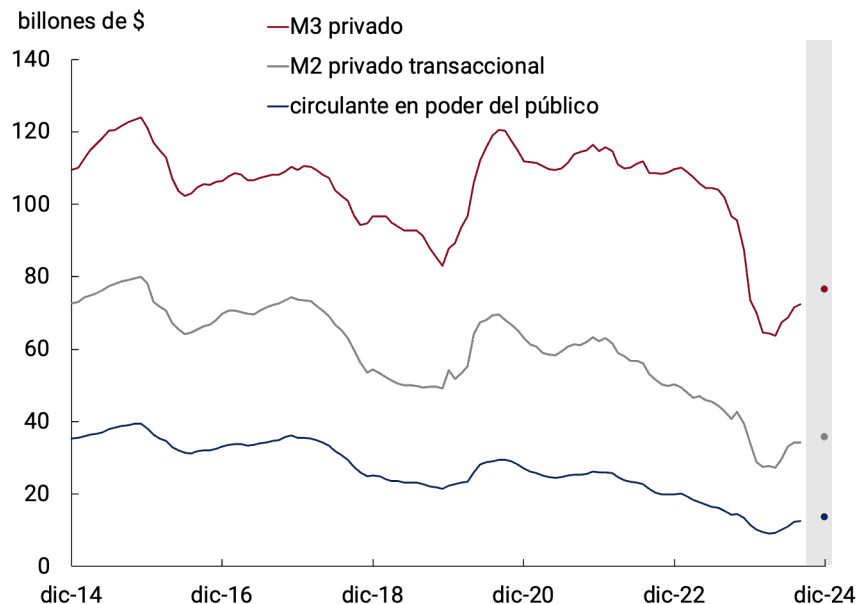
Ingresos laborales de los hogares Salarios + transferencias sociales



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

Agregados monetarios

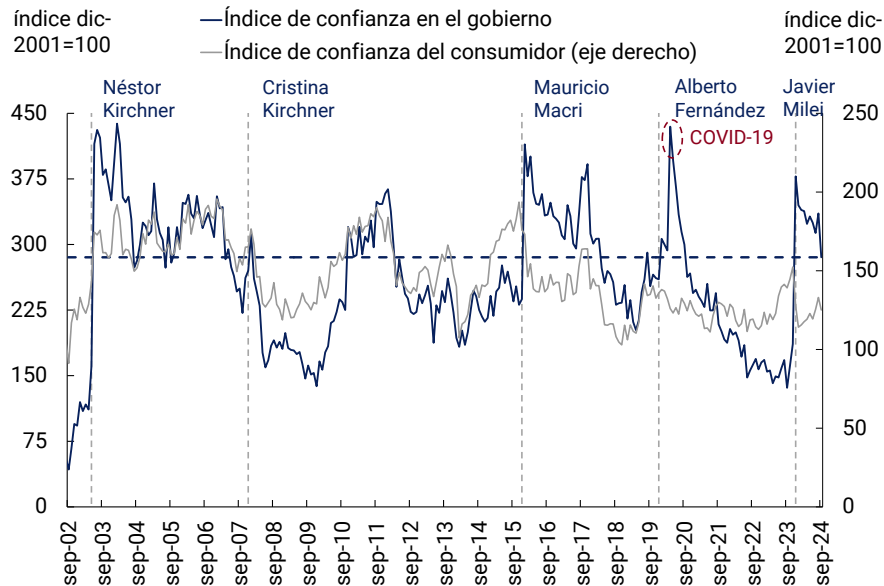
Ajustado por estacionalidad a precios constantes de agosto de 2024



Nota | En 2024, septiembre estimado y diciembre proyectado.

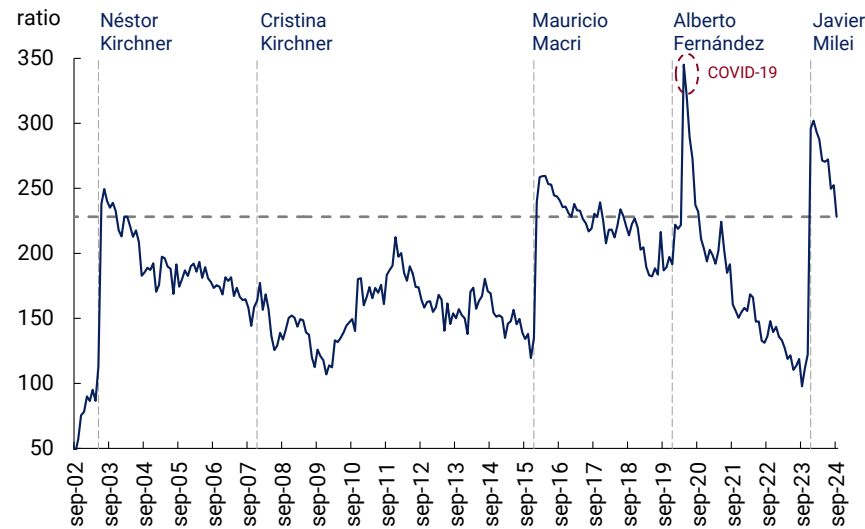
Fuente | BCRA.

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