



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1231 - 17 de Octubre de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Trinidad Imposible: una película que ya vimos

En Foco 1 – Marcos O`Connor

En doce meses, la suba de los precios al consumidor acumula un 53,5% en el promedio nacional

En Foco 2 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

Cae 5,1% la demanda de energía en los primeros nueve meses del año, con bajas en la mayor parte del país

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:

3

Trinidad Imposible: una película que ya vimos

- El concepto de “trinidad imposible” subraya la imposibilidad de alcanzar de forma simultánea los objetivos de estabilidad cambiaria, control de la política monetaria y libre movilidad de los mercados de capitales. De esta forma, cuando las autoridades priorizan la estabilidad cambiaria y el libre movimiento de capitales deben resignar el control de la política monetaria, como ocurre en los países de la eurozona
- Cuando el objetivo es el control de la política monetaria y la libertad en los movimientos de capitales, entonces debe sacrificarse la estabilidad cambiaria. Los países con metas de inflación y tipo de cambio flotante son los que encuadran en este casillero, caso de Chile. En cambio, el control conjunto del tipo de cambio oficial y la política monetaria solo es posible cuando se restringe el libre movimiento de capitales. Este es el modelo que da origen a los cepos, cuyo caso extremo es el de Venezuela
- Dado que los controles de capitales reducen el financiamiento externo del país, los déficit de cuenta corriente terminan siendo financiados con reservas del Banco Central. Cuando éstas llegan a un nivel crítico, la autoridad monetaria se encuentra obligada a devaluar, perdiendo la estabilidad cambiaria. Por otro lado, la inflación tiende a superar a la variación del tipo de cambio oficial, lo que termina aumentando la brecha cambiaria y las expectativas de devaluación. Esto afecta negativamente la demanda de dinero, lo cual erosiona el control de la política monetaria por parte del Banco Central
- A pesar del éxito inicial, los controles cambiarios nunca terminaron con los problemas que los originaron. Solo el lanzamiento de programas económicos integrales permitieron que los problemas se volvieran manejables y que los controles de capitales pudieran ser removidos. Por estos motivos, en la medida que Argentina no resuelva el problema del déficit fiscal, de la inflación y del endeudamiento, resulta difícil que los actuales controles puedan ser revertidos y que no terminen de igual forma que en el pasado. Los argentinos ya hemos visto muchas veces esta película; ojalá esta vez podamos cambiar el argumento y llegar a un final diferente

En Foco 1:

11

En doce meses, la suba de los precios al consumidor acumula un 53,5% en el promedio nacional

- En septiembre, el Índice de Precios al Consumidor registró una variación mensual de 5,9% acumulando un 37,7% en lo que va del año
- En el acumulado de los últimos doce meses la inflación promedio país fue de 53,5%, registrándose en el Gran Buenos Aires un guarismo de 52,4%. En el resto del país la suba de precios fue mayor, liderando el ranking el NOA (56,1%), seguido del NEA (55,7%), Cuyo (55,6%), Patagonia (55,0%) y la región Pampeana (53,8%)
- La inflación núcleo fue de 6,4% en septiembre y el promedio móvil de tres meses anualizado arroja un 67,0%, que compara con una tasa de interés de política monetaria de 83,3% para el promedio de septiembre y de 68,0% para el nivel actual

En Foco 2:

14

El dato regional de la semana: Cae 5,1% la demanda de energía en los primeros nueve meses del año, con bajas en la mayor parte del país

- Por regiones, la única excepción fue la Patagonia, con un aumento del consumo energético del 2,6% interanual en el período. En el NOA, la demanda cayó un 12,9%, en el NEA un 7,5%, en la zona Pampeana un 4,9% y en Cuyo un 2,6%
- Por provincias, las mayores caídas se observan en Catamarca (-41,0%), Santiago del Estero (-10,3%), Jujuy (9,8%), Corrientes (-9,1%) y Entre Ríos (-8,5%)
- En Río Negro el consumo subió un 4,5%, en Chubut lo hizo un 5,3%, mientras que en Santa Cruz, San Juan, Mendoza, Buenos Aires y Neuquén, los guarismos negativos fueron bastante moderados

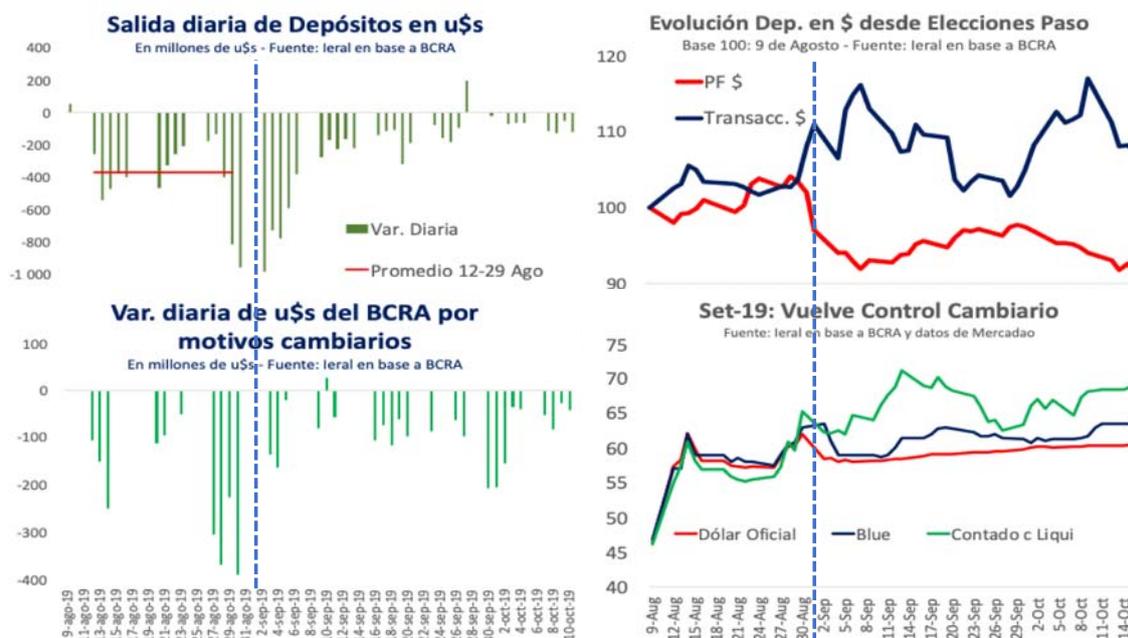
Editorial

Trinidad Imposible: una película que ya vimos

Gustavo Reyes

- El concepto de “trinidad imposible” subraya la imposibilidad de alcanzar de forma simultánea los objetivos de estabilidad cambiaria, control de la política monetaria y libre movilidad de los mercados de capitales. De esta forma, cuando las autoridades priorizan la estabilidad cambiaria y el libre movimiento de capitales deben resignar el control de la política monetaria, como ocurre en los países de la eurozona
- Cuando el objetivo es el control de la política monetaria y la libertad en los movimientos de capitales, entonces debe sacrificarse la estabilidad cambiaria. Los países con metas de inflación y tipo de cambio flotante son los que encuadran en este casillero, caso de Chile. En cambio, el control conjunto del tipo de cambio oficial y la política monetaria solo es posible cuando se restringe el libre movimiento de capitales. Este es el modelo que da origen a los cepos, cuyo caso extremo es el de Venezuela
- Dado que los controles de capitales reducen el financiamiento externo del país, los déficit de cuenta corriente terminan siendo financiados con reservas del Banco Central. Cuando éstas llegan a un nivel crítico, la autoridad monetaria se encuentra obligada a devaluar, perdiendo la estabilidad cambiaria. Por otro lado, la inflación tiende a superar a la variación del tipo de cambio oficial, lo que termina aumentando la brecha cambiaria y las expectativas de devaluación. Esto afecta negativamente la demanda de dinero, lo cual erosiona el control de la política monetaria por parte del Banco Central
- A pesar del éxito inicial, los controles cambiarios nunca terminaron con los problemas que los originaron. Solo el lanzamiento de programas económicos integrales permitieron que los problemas se volvieran manejables y que los controles de capitales pudieran ser removidos. Por estos motivos, en la medida que Argentina no resuelva el problema del déficit fiscal, de la inflación y del endeudamiento, resulta difícil que los actuales controles puedan ser revertidos y que no terminen de igual forma que en el pasado. Los argentinos ya hemos visto muchas veces esta película; ojalá esta vez podamos cambiar el argumento y llegar a un final diferente

Hace poco más de un mes y medio, el Banco Central impuso restricciones a la movilidad de capitales financieros¹ a efectos de reducir el drenaje de sus reservas. Como puede observarse en los siguientes gráficos, hasta ahora los controles lograron reducir tanto la inestabilidad del mercado cambiario² como la del sistema financiero³.



La desaceleración en la salida de los depósitos en dólares y la estabilidad del mercado cambiario aún resultan muy precarias y, dada la incertidumbre del escenario post 27 de octubre, no resulta posible descartar totalmente el retorno de dichas inestabilidades aún dentro del marco de los controles.

Dada la alta inestabilidad que presenta la economía, es bastante probable que las restricciones a los movimientos de los capitales se mantengan por un período importante y por lo tanto, resulta vital analizar algunos de los efectos que éstas producen en el mediano plazo. Para ello, en primer lugar se describe el trilema que enfrentan los bancos centrales entre el control de la política monetaria, la estabilidad cambiaria y el libre acceso a los mercados de capitales. Alcanzar estos tres objetivos en forma conjunta resulta imposible y necesariamente las autoridades monetarias deben elegir sólo dos de ellos y resignar el restante. Las barreras impuestas recientemente a los movimientos de capitales implican resignar el acceso a los mercados de capitales a fin de preservar el control de la política monetaria y la estabilidad cambiaria. Si bien en el corto plazo esto puede resultar cierto, en el mediano plazo estos dos objetivos también pueden terminar perdiéndose,

¹ Ver "Estrategias de Política Monetaria y dinámica de los depósitos", Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 19 de septiembre de 2019, Año 28, Edición Nº 1226, páginas 3 - 10, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4040-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

² Se estabilizó el tipo de cambio oficial con una brecha cambiaria moderada y bajó el ritmo de ventas de reservas del Banco Central.

³ Se redujo la salida de depósitos en dólares.

como muestra la propia historia de los controles cambiarios en la economía de nuestro país.

La trinidad imposible⁴

Este trilema establece la imposibilidad de alcanzar de forma simultánea, los objetivos de estabilidad cambiaria, control de la política monetaria y libre movilidad de los mercados de capitales. De esta forma, cuando las autoridades priorizan:

- la estabilidad cambiaria y el libre movimiento de capitales financieros, deben resignar el control de la política monetaria por parte del Banco Central. Este es el caso de los países que integran la unidad monetaria del Euro: gozan de una gran estabilidad cambiaria y del acceso del financiamiento de los mercados de capitales pero no pueden disponer de la política monetaria. Grecia y Portugal son un claro ejemplo de esta situación.
- Si el control de la política monetaria y la libertad de movimientos para los capitales financieros son los objetivos, entonces debe dejarse de lado la estabilidad cambiaria. Este es el caso de los países con Metas de Inflación donde el Banco Central controla la política monetaria a fin de alcanzar una determinada tasa de inflación objetivo pero el tipo de cambio es determinado por las fuerzas del mercado. Chile es un claro ejemplo de este esquema.
- el control conjunto del tipo de cambio (oficial) y de la política monetaria solamente es posible cuando se restringe el libre movimiento de los capitales financieros (dejando que las presiones cambiarias se liberen a través del tipo de cambio paralelo). Este es el caso también de varios países. Un ejemplo extremo con esta particularidad es Venezuela donde existen importantes restricciones a los movimientos de capitales.

Las elecciones de política económica tomadas por Grecia, Chile y Venezuela en el marco de la Trinidad imposible pueden ser cuantificadas a través de un índice⁵ como se muestra en los siguientes gráficos:

⁴ Ver Obstfeld, M., Shambaugh, J. and Taylor, A., "The Trilemma in History: Tradoffs amog Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility,, DNB Staff Reports., No.94/2003.

⁵ Aizenman, J., Chinn, M., Ito, H., "The Trilemma Indexes", http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm



La Trinidad imposible



La trinidad imposible en Argentina

En las últimas décadas, la economía de nuestro país ha pasado por los diferentes puntos extremos de la Trinidad Imposible como puede observarse en el siguiente cuadro y gráfico:



La trinidad imposible en la Argentina durante las últimas décadas

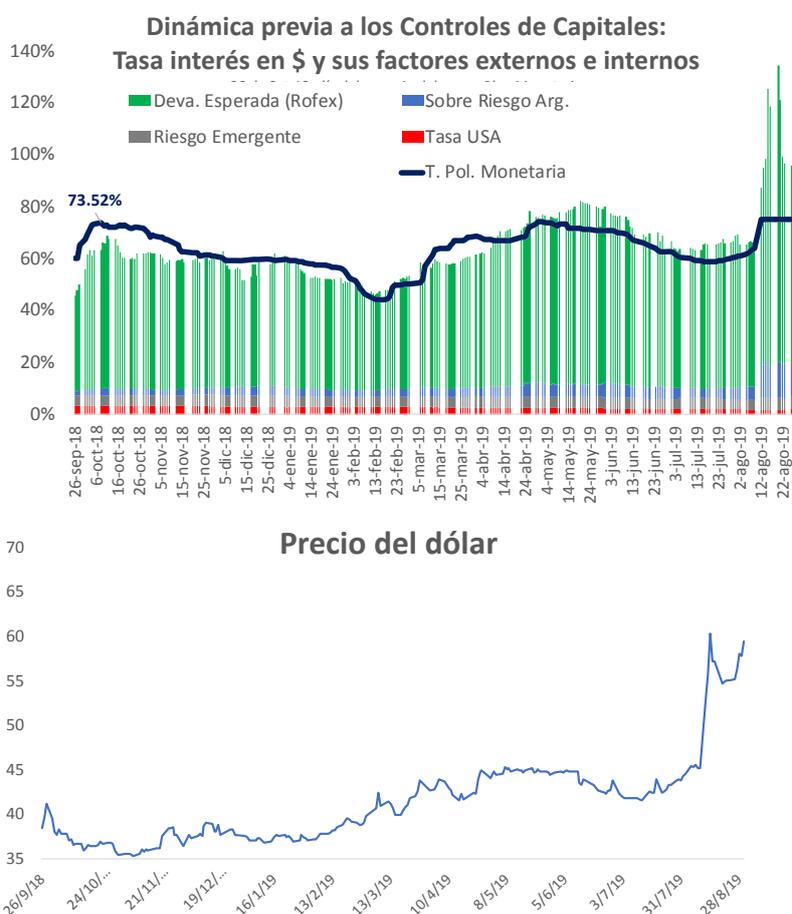
	Convertibilidad 90's	CEPO Fines de 2011-15	Metas de Inflación 2017
Prioriza	Estabilidad Cambiaria	Estabilidad Cambiaria	Autonomía de la Pol. Monetaria
	Apertura Financiera	Autonomía de la Pol. Monetaria	Apertura Financiera
Resigna	Autonomía de la Pol. Monetaria	Apertura Financiera	Estabilidad Cambiaria

A partir de septiembre de 2019, las autoridades económicas de nuestro país volvieron a implementar controles en los mercados de capitales. Si bien dichas restricciones por ahora presentan importantes diferencias con las del Cepo de fines de 2011⁶, fueron impuestas por la necesidad del Banco Central de estabilizar el mercado cambiario y evitar espiralización del tipo de cambio y de la inflación como se explicara al inicio de la editorial.

⁶ Ver "La administración de reservas pasó a ser una variable clave para el período de definiciones políticas", Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 5 de septiembre de 2019, Año 28, Edición N° 1224, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4037-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

En las economías donde existe plena libertad en la movilidad de los capitales, la estabilidad del tipo de cambio requiere que la tasa de interés en pesos equipare al rendimiento esperado de los activos en moneda extranjera⁷ (tasa de interés de Estados Unidos ajustado por la prima de riesgo del país y por la tasa de devaluación esperada). Cuando la tasa de interés en pesos resulta menor (mayor), el tipo de cambio sube (baja).

Como puede observarse en los gráficos adjuntos, hasta las elecciones Paso (9 Ago-19), el Banco Central con su política de emisión cero de Base Monetaria logró mantener una Tasa de Interés en pesos (Leliq) que equiparara los rendimientos esperados en moneda extranjera y por lo tanto, que se mantuviera una relativa estabilidad en el tipo de cambio.

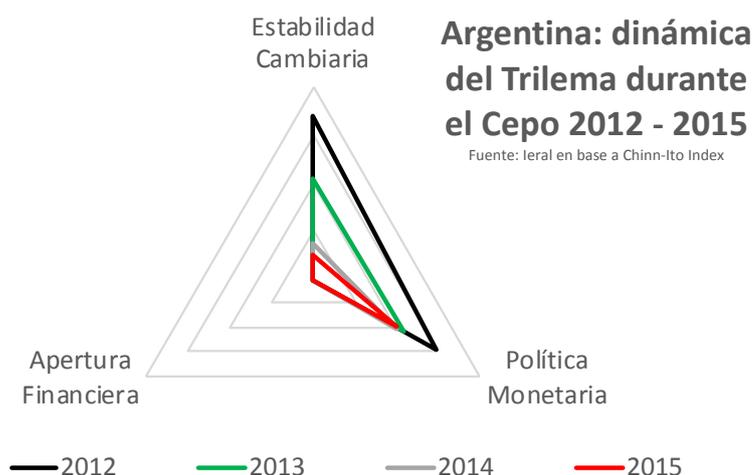


Este escenario cambió abruptamente al día siguiente de las elecciones Paso (9 Ago-19). Apenas los mercados conocieron el resultado, se generó una explosión de tal magnitud en la prima de riesgo y en las expectativas de devaluación que el Banco Central no pudo compensar con su política monetaria y no tuvo más remedio que instaurar controles de cambios para frenar la fuga de divisas derivada del aumento del rendimiento esperado de los activos en moneda extranjera.

⁷ Ver Paridad de tasas de interés, [https://es.wikipedia.org/wiki/Paridad de tasas de interés](https://es.wikipedia.org/wiki/Paridad_de_tasas_de_interés)

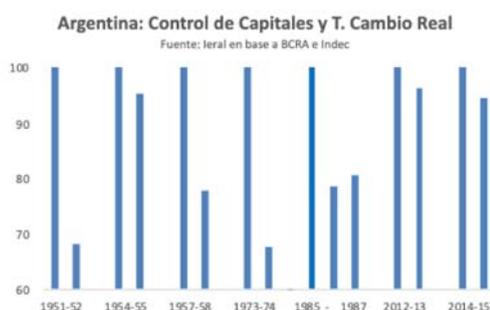
Algunos efectos de los controles de capitales en el mediano plazo

La experiencia del Cepo cambiario de 2012 a 2015 resulta muy útil para analizar algunos de los efectos de los controles de capitales a mediano plazo. Al igual que los controles actuales, los primeros momentos del Cepo cambiario permitieron estabilizar el mercado de cambios (sin un gran aumento en la brecha cambiaria) y al Banco Central pudo mantener el control de su política monetaria. No obstante, estas dos cualidades se fueron perdiendo a lo largo del tiempo. Como puede observarse en el siguiente gráfico, el indicador de estabilidad cambiaria fue cayendo y la autoridad monetaria comenzó a tener cada vez menor control de su política monetaria. En otras palabras, los beneficios derivados del control cambiario se redujeron fuertemente a lo largo del período que llegó hasta 2015. De esta forma, la economía terminó perdiendo no solamente el acceso a los mercados de capitales (financiamiento externo) sino también la estabilidad cambiaria y gran parte del control de la política monetaria.



¿Por qué se redujo la estabilidad cambiaria y el control de la política monetaria durante el CEPO?

El Cepo cambiario entre fines del 2011 y 2015 no ha sido la única experiencia en controles cambiarios que ha tenido nuestro país. A lo largo de su historia, Argentina ha tenido numerosas experiencias de restricciones a los movimientos de capitales. Como puede apreciarse en los siguientes gráficos, en casi todos los casos, estos controles han terminado reduciendo el tipo de cambio real, generando mayores brechas cambiarias y aumentando los desequilibrios en la Cuenta Corriente (déficits).



Algunos efectos de los controles de capitales en Argentina

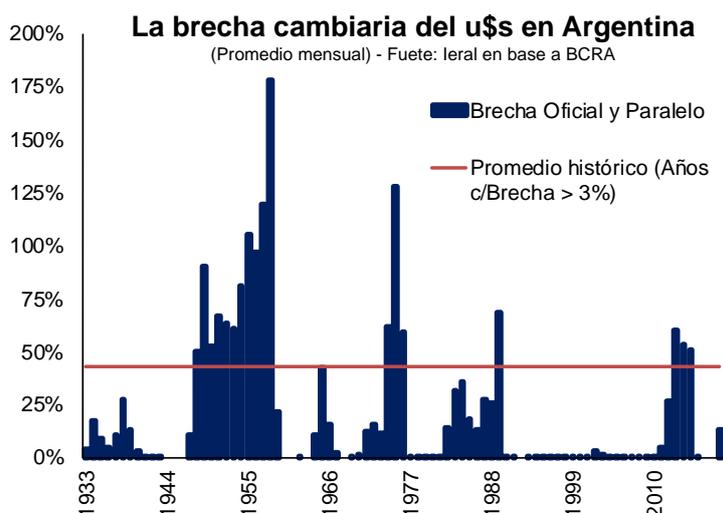


En la mayoría de estos casos, la política monetaria terminó financiando el déficit fiscal mediante el impuesto inflacionario. A efectos de no espiralizar la evolución de los precios, las autoridades atrasaron el tipo de cambio respecto de la inflación generando caídas en el tipo de cambio real y déficit en la cuenta corriente.

Dado que los controles de capitales reducen el financiamiento externo del país, los déficit de cuenta corriente generalmente tienen que ser financiados con reservas del Banco Central. Cuando estas últimas llegan a un nivel crítico, la autoridad monetaria se encuentra obligada a devaluar perdiendo la ansiada estabilidad cambiaria (del tipo de cambio oficial). Por otro lado, la existencia de tasas de inflación más altas que las de variación del tipo de cambio oficial, terminan aumentando las brechas cambiarias y las expectativas de devaluación. Estas variables afectan negativamente la demanda de dinero de la economía, lo cual reduce también el control de la política monetaria del Banco Central.

¿Qué podemos esperar de los actuales controles cambiarios?

La larga historia de controles cambiarios en nuestro país muestra que, en general, han comenzado en forma moderada pero luego se han extendido y generalizado con brechas cambiarias crecientes y atrasos del tipo de cambio oficial.



La implementación de los controles de capitales, en todos los casos, ha coincidido con problemas de excesos de demanda de divisas en general, acentuados por problemas inflacionarios.

A pesar del éxito inicial, los controles cambiarios nunca terminaron con los problemas que originaron. Solamente el lanzamiento de programas económicos integrales permitieron que los problemas se volvieran manejables y que los controles de capitales pudieran ser removidos. Por estos motivos, en la medida que Argentina no resuelva mediante un plan integral el problema del déficit fiscal, de la inflación y del endeudamiento, resulta difícil que los actuales controles puedan ser revertidos y que no terminen de igual forma que en el pasado. Los argentinos ya hemos visto muchas veces esta película, ojalá esta vez podamos cambiar el argumento y llegar a un final diferente.

En Foco 1

En doce meses, la suba de los precios al consumidor acumula un 53,5% en el promedio nacional

Marcos O` Connor

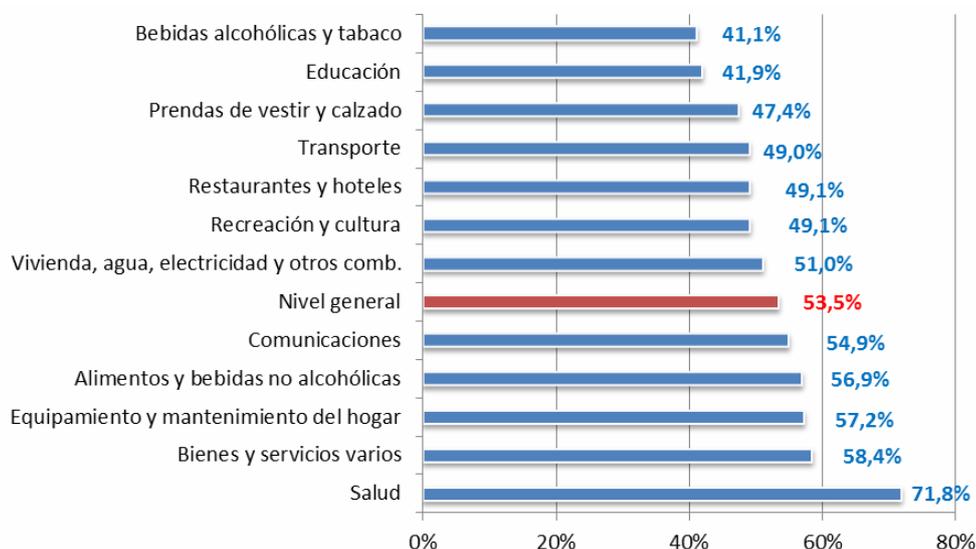
- En septiembre, el Índice de Precios al Consumidor registró una variación mensual de 5,9% acumulando un 37,7% en lo que va del año
- En el acumulado de los últimos doce meses la inflación promedio país fue de 53,5%, registrándose en el Gran Buenos Aires un guarismo de 52,4%. En el resto del país la suba de precios fue mayor, liderando el ranking el NOA (56,1%), seguido del NEA (55,7%), Cuyo (55,6%), Patagonia (55,0%) y la región Pampeana (53,8%)
- La inflación núcleo fue de 6,4% en septiembre y el promedio móvil de tres meses anualizado arroja un 67,0%, que compara con una tasa de interés de política monetaria de 83,3% para el promedio de septiembre y de 68,0% para el nivel actual

El Índice de Precios al Consumidor registró en septiembre una variación mensual de 5,9%, según datos revelados por el INDEC para el promedio nacional. En los primeros nueve meses del año, la inflación acumula un 37,7%, mientras que la variación interanual totalizo un 53,5%. La inflación núcleo, aquella que no tiene en cuenta lo que ocurre con los bienes y servicios estacionales y/o regulados fue de 6,4%.

Para el análisis por rubros, la mayor suba ocurrió en Prendas de vestir y calzado (9,5%), seguido por Salud (8,3%) y Bienes y servicios varios (8,2%). En términos interanuales, destaca el caso de Salud con una variación de 71,8%. El resto de los rubros que más subieron en septiembre fueron: Bienes y servicios varios (58,4%), Equipamiento y mantenimiento del hogar (57,2%), Alimentos y bebidas no alcohólicas (56,9%) y Comunicaciones (54,9%). En el otro extremo, los rubros que aumentaron sus precios por debajo del promedio general fueron: bebidas alcohólicas y tabaco (41,1%), Educación (41,9%), Prendas de vestir y calzado (47,4%), Transporte (49,0%), Restaurants y hoteles (49,1%), Recreación y Cultura (49,1%) y Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (51,0%).

Índice de Precios al Consumidor

Corresponde al índice nacional, variación interanual

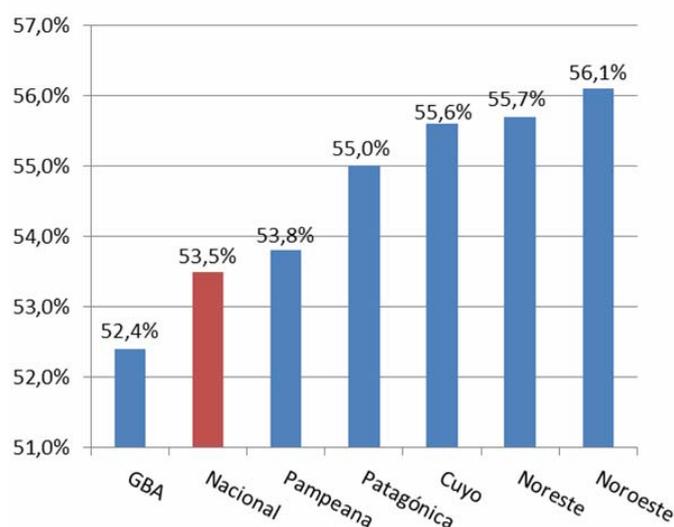


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En el análisis por regiones, la variación interanual de los precios del Gran Buenos Aires fue de 52,4%. En las demás regiones del país los precios registraron guarismos superiores al promedio nacional. En la Pampeana, la inflación anual registró un 53,8%, en la Patagonia, un 55,0%, en Cuyo, un 55,6%, en el Noreste, un 55,7% y en el Noroeste un 56,1%.

Nivel General de Precios por Regiones

Variación interanual



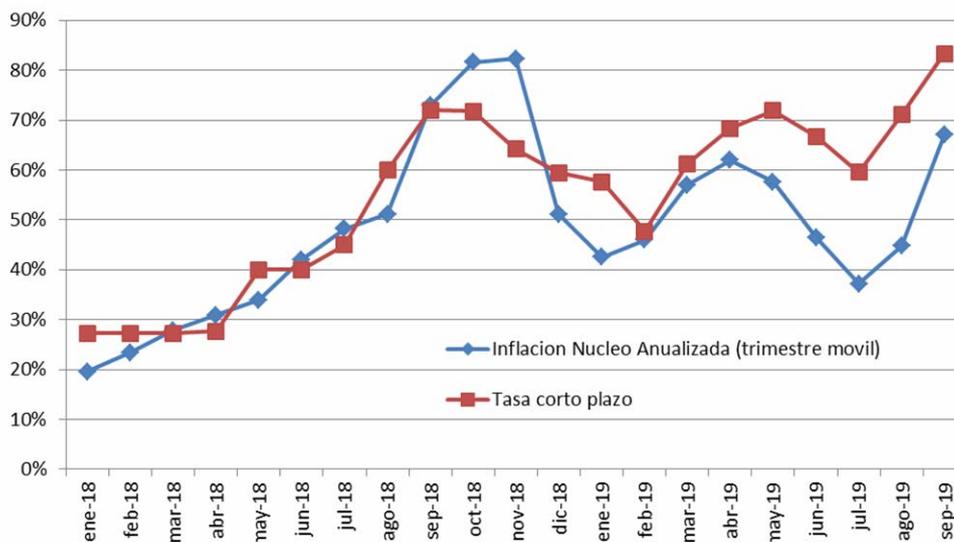
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por otro lado, la inflación núcleo en el mes de septiembre fue de 6,4%. Si tomamos el promedio de la variación mensual de los últimos tres meses de forma anualizada esta marca un aumento de 67,0% anual. Esto compara con la tasa de política monetaria

promedio del mes de septiembre lo que define una tasa real de interés positiva del orden de los 16,32 puntos porcentuales. Sin embargo, si se compara con el nivel actual de la tasa de Leliq (68,0%) esa diferencia se estrecha de forma significativa.

Tasa real de Interés: diferencia entre Pases e Inflación Núcleo anualizada

Promedio móvil 3 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y BCRA

En Foco 2

El dato regional de la semana: Cae 5,1% la demanda de energía en los primeros nueve meses del año, con bajas en la mayor parte del país

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- Por regiones, la única excepción fue la Patagonia, con un aumento del consumo energético del 2,6% interanual en el período. En el NOA, la demanda cayó un 12,9%, en el NEA un 7,5%, en la zona Pampeana un 4,9% y en Cuyo un 2,6%
- Por provincias, las mayores caídas se observan en Catamarca (-41,0%), Santiago del Estero (-10,3%), Jujuy (9,8%), Corrientes (-9,1%) y Entre Ríos (-8,5%)
- En Río Negro el consumo subió un 4,5%, en Chubut lo hizo un 5,3%, mientras que en Santa Cruz, San Juan, Mendoza, Buenos Aires y Neuquén, los guarismos negativos fueron bastante moderados

En los primeros nueve meses del año 2019 la demanda de energía cayó un 5,1% con respecto a igual período del año previo. Todas las regiones argentinas acompañaron dicha caída, salvo en la Patagonia, en donde la demanda de energía aumentó un 2,6% en términos interanuales.

A nivel provincial, el desempeño fue muy dispar. Sólo en 2 de 24 provincias (Chubut y Río Negro), el consumo de energía en el período enero-septiembre de 2019 fue superior al del año 2018 – con una variación interanual del 4,9% promedio – mientras que en las 22 se registraron reducciones entre un mínimo de 0,3% (Santa Cruz) y un máximo de 41,0% (Catamarca).

La región **Noroeste** presentó la mayor reducción observada entre las regiones (-12,9% interanual). De las provincias que la forman, llama la atención el caso de Catamarca con una caída de gran magnitud en términos relativos (-41,0%) – la mayor observada entre las provincias. El resto de las jurisdicciones varían entre un mínimo de -3,2% (Salta) y un máximo de -10,3% (Santiago del Estero).

Demanda de Energía. Variación Interanual

Acumulado a septiembre 2019 – Acumulado y variación interanual – Unidad: Miles de MWh

Total País	96.798	-5,1%	Cuyo	7.163	-2,6%
Noroeste	7.399	-12,9%	San Luis	1.173	-4,9%
Jujuy	743	-9,8%	Mendoza	4.390	-2,3%
Tucumán	2.197	-7,9%	San Juan	1.600	-1,6%
Santiago del Estero	1.103	-10,3%	Noreste	6.662	-7,5%
Catamarca	844	-41,0%	Formosa	936	-6,0%
Salta	1.510	-3,2%	Misiones	1.705	-3,8%
La Rioja	1.002	-6,0%	Corrientes	2.008	-9,1%
Pampeana	68.015	-4,9%	Chaco	2.013	-9,6%
Entre Ríos	2.618	-8,5%	Patagónica	7.559	2,6%
Córdoba	7.255	-3,6%	Río Negro	1.508	4,5%
Buenos Aires	11.281	-2,5%	Neuquén	1.623	-2,8%
Santa Fe	9.180	-5,6%	Santa Cruz	899	-0,3%
La Pampa	636	-7,7%	Chubut	3.530	5,3%
CABA	37.045	-5,5%			

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Cammesa.

La región **Noreste** presentó una reducción del 7,5% en este indicador. De las provincias que la forman, Corrientes y Chaco registraron la mayor reducción interanual: -9,3% promedio.

La región **Pampeana**, con una baja del 4,9% interanual en el consumo de energía entre enero y septiembre del corriente año, se ubicó en el tercer lugar del ranking. Todas las provincias que forman esta región obtuvieron variaciones interanuales negativas, la cuales se encontraron entre un mínimo de -2,5% (Buenos Aires) y un máximo de -8,5% (Entre Ríos).

En la región de **Cuyo** (-2,6% interanual), San Luis registró una caída del 4,9% interanual en el consumo de energía, seguida por la provincia de Mendoza (-2,3%), y finalmente, San Juan (-1,6%).

Finalmente, la región **Patagónica** fue la única que registró un aumento en el consumo de energía entre los primeros nueve meses del año 2019 e igual período del año 2018, con un 2,6%. En ella, las provincias de Chubut y Río Negro aumentaron un 4,9% interanual promedio, mientras que Neuquén y Santa Cruz registraron una caída del 1,6% interanual promedio, en el consumo de energía.