



 Commodities

Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina

Julio Calzada y Nicolás Ferrer

FUERON SUPERADOS POR LOS PRECIOS DE SALARIOS, BIENES NO TRANSABLES, ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y OTROS.

1) Introducción y conclusiones.

Nuestro estudio empezó tratando de analizar la oferta y demanda de dinero en Argentina en el período 30/12/2004 al 31/7/2015. Queríamos ver de qué manera el crecimiento de la emisión monetaria y - por ende - de la oferta de dinero en estos últimos 10 años había impactado sobre los precios de distintos bienes de la economía nacional. Pero llegamos a un punto donde creemos interesante anticipar las conclusiones, para luego explicar en detalle la metodología utilizada en el estudio. Las conclusiones sobre los precios están resumidas en el cuadro N°1. Creemos conveniente indicar que hemos tomado el mes de diciembre de 2004, porque consideramos que para esa fecha comenzaba a evidenciarse la superación de la crisis económica argentina del año 2001, que había generado una fuerte devaluación de la moneda local, corrida bancaria y cambiaria, caída en el nivel de actividad económica, escasez de reservas internacionales y default en la deuda pública de nuestro país. En el 2004 existían los famosos superávits gemelos (comercial y fiscal). En el 2014 tuvimos superávit comercial pero no fiscal. Y para el 2015 algunos economistas estiman que no habrá ni superávit comercial ni fiscal. El déficit fiscal de este año se ubicaría entre el 5 y el 7% del producto bruto interno. Evidentemente, se han deteriorado los fundamentos macroeconómicos de Argentina.





Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina - 16 de Octubre de 2015

**Cuadro N°1: Comparación de precios relevantes para la economía argentina
Diciembre 2004 versus Julio 2015**

Rubros	Unidad de medida	Al 31/12/04	Al 31/07/15	Crecimiento en 10,5 años
Precio de los bienes no transables: Mano de obra para construcción de edificios según Índice Cámara Argentina de la Construcción	Indice Base 100 (Dic. 2001 y redefinición Dic.2014)	195,6	2.712,8	1287%
Oferta de Dinero nominal: Medida en M3	millones de \$	147.792,9	1.483.172,4	904%
Tasa de interés asimilables a la de los bonos (2): Badlar depósitos en \$ (Plazo 7 a 35 días)	% (TNAV)	2,38%	21,06%	785%
Nivel General de Precios: Índice de precios al consumidor (metodología combinada por la BCR)	Indice base Abril 2008 IPC Gran BA (INDEC)	72,26	558,42	673%
Precio de los bienes no transables: cemento portland normal bolsa de 50 Kgs	\$/bolsa	14,18	75,78	434%
Precio del maíz mercado físico de granos de Rosario	\$/ton	190	880	363%
Precio de la soja mercado físico de granos de Rosario	\$/ton	470	2.000	326%
Precio del Trigo mercado físico de granos de Rosario	\$/ton	250	1.000	300%
Tipo de cambio nominal (oficial)	\$/U\$S	2,97	9,20	209%

Fuente: Banco Central de la República Argentina y estimaciones propias

Pues bien, volvamos a la comparación de algunos precios de bienes y servicios relevantes para la economía nacional entre diciembre de 2004 y Julio de 2015. Nuestro análisis tiene una limitación: son pocos los productos que hemos examinado. Aun así, nos parece que nuestro análisis tiene consistencia y nos permite arribar a interesantes conclusiones que exponemos a continuación:

a) Los precios que menos crecieron en diez años y medio - en la muestra que se adoptó arbitrariamente - fueron los de los tres principales granos (soja, maíz y trigo), tomando los valores registrados en el mercado físico de la Bolsa de Comercio de Rosario. Entre diciembre 2004 y julio 2015 los valores tuvieron un incremento que oscila entre el 300% y el 363% como puede verse en el cuadro N°1. Como ejemplo podemos indicar que el precio de la soja era de 470 \$ la tonelada el 30/12/2004 en el disponible y pasó a valer \$ 2000.- el último día de Julio del 2015. El crecimiento de precios del poroto de soja fue del 326% entre el 30/12/2004 y el 31/7/2015. Peor le fue al tipo de cambio oficial que creció un 209%, pasando de \$ 2,97 por U\$S a 9,20 \$/U\$S. Lógicamente, como los productores agropecuarios venden granos con cotización internacional en U\$S, el retraso en el tipo de cambio los afecta fuertemente e impacta sobre los valores de la soja en el mercado físico de Rosario. De allí la floja evolución que han tenido estos precios en el período considerado, comparando con otros precios de bienes no transables o de productos de consumo masivo a nivel doméstico.

b) El resto de los precios de los bienes y servicios tomados en la muestra de este estudio evidencian mayores aumentos que los experimentados por la soja, el maíz y el trigo. Como indicador para el valor de bienes o servicios no transable (no comercializable en el exterior) hemos tomado la mano de obra para la construcción de edificios según relevamientos



Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina - 16 de Octubre de 2015

realizado por la Cámara Argentina de la Construcción. Este salario tuvo un crecimiento del 1.287% en diez años y medio, según encuesta realizada por la Cámara. Dicha evolución no difiere considerablemente de la mostrada por estadísticas oficiales referentes al incremento de los ingresos nominales de los trabajadores. El nivel general del Índice de Salarios elaborado por el INDEC muestra un alza del 1.023% en el período bajo análisis, mientras que el capítulo correspondiente al empleo del sector privado no registrado exhibe una suba superior al 1.300%. Otros bienes no transables como el cemento portland registró un crecimiento en sus precios del 434% entre diciembre de 2004 y Julio de 2015. Otro ejemplo de bien no transable que hemos tomado es el del "Vidrio float transparente 4 mm con colocación" que se utiliza en la construcción de edificios. Este producto registró un crecimiento en los precios de 1.373%. Como vemos, los bienes no transables citados superan en el crecimiento de sus precios a los bienes transables (comercializables en el exterior) como la soja, el maíz y el trigo.

c) El aumento en el costo del dinero en Argentina también fue superior al de los granos en estos 10,5 años considerados. El precio del dinero lo mide la tasa de interés, ya que representa el costo de oportunidad de la tenencia de un activo tan líquido. La tasa de interés BADLAR en pesos al 30/12/2004 (TNAV) era del 2,38% anual. Para el último día del mes de Julio de 2015 dicha tasa había subido al 21,06% anual. El crecimiento en el período habría sido del 785%.

**Cuadro N°2: Oferta de dinero (Monetaria) en Argentina.
Comparación Dic.2004 vs Julio 2015**

Rubros	Unidad de medida	Al 31/12/04	Al 31/07/15	Crecimiento en 10,5 años
OFERTA MONETARIA EN ARGENTINA				
Circulación Monetaria	millones de \$	37.624,2	405.338,5	977%
Encajes bancarios	millones de \$	14.853,3	114.829,0	673%
Base Monetaria	millones de \$	52.477,4	520.170,4	891%
Oferta de Dinero nominal: Medida en M3	millones de \$	147.792,9	1.483.172,4	904%
Total Depósitos bancarios = Oferta de dinero (M3) menos Circulación Monetaria	millones de \$	110.168,7	1.077.833,9	878%
INDICADORES MONETARIOS RELACIONADOS A LA OFERTA DE DINERO				
Tasa de Encaje	%	13,5%	10,7%	
Relación Circulante/Depósitos	%	34,2%	37,6%	
Multiplicador Bancario	En unidades	2,82	2,85	
Producto del multiplicador bancario por Base Monetaria	millones de \$	147.792,9	1.483.180,8	

Fuente: Banco Central de la República Argentina y estimaciones propias

d) También el precio de los granos habría perdido la carrera contra el índice de precios al consumidor en estos 10,5 años. Para efectuar esta comparación, decidimos efectuar un empalme de distintos índices de precios al consumidor. Agradeceremos tomar con cuidado nuestras estimaciones, ya que existen diferencias en las metodologías de medición de cada índice adoptado y en la canasta cuya evolución viene a representar. El índice que hemos calculado vendría a representar "la variación del nivel general de precios al consumidor que surge a lo largo del tiempo suponiendo que cada índice utilizado representa adecuadamente el alza mensual del nivel general de precios para su período de referencia". Habiendo realizado dicha aclaración, el índice que armamos se empalmó de la siguiente forma:



Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina - 16 de Octubre de 2015

*De enero 2004 a diciembre 2006 tomamos como referencia el IPC Gran Buenos Aires Base 2008 = 100 publicado por INDEC.

*De enero 2007 a diciembre 2010 aplicamos a dicho índice la variación mensual del IPC General estimado por el Instituto Provincial de Estadísticas y Censos de la provincia de Santa Fe.

*De enero 2011 en adelante, se aplicó al índice la variación mensual del IPC General que elaboran diversas consultoras privadas y difunden los legisladores del Congreso Nacional.

El resultado fue el siguiente: al 30/12/2004 el índice ascendía a 72,26 según el INDEC. Al 31/7/2015, con el empalme realizado, el índice se encontraría en 558,42. El crecimiento puntual en 10,5 años habría sido del 673%, superior al aumento registrado en el mercado físico de Rosario para los valores de la soja, el trigo y el maíz.

e) Pero hay otros aspectos realmente llamativos que vamos a profundizar seguidamente. Veamos el cuadro N°2 y N°3. La circulación monetaria (billetes y monedas en poder del público) creció en 10,5 años cerca del 977%. La oferta de dinero – en el mismo período- tuvo un incremento del 904%. La Base monetaria creció un 891%. Pero el crecimiento del producto bruto interno real (medido a través del Valor Agregado Bruto en millones de pesos del año 2004 que estima el INDEC) fue de apenas el 58% entre diciembre del 2004 a julio del 2015. Es decir que la cantidad de bienes finales que genera la economía nacional en un año –medidos por el valor agregado bruto- hoy se transaccionan con una oferta monetaria muy superior a la existente en Diciembre de 2004. Esto demuestra, que el aumento en la oferta de dinero –por emisión monetaria y otros factores- se trasladó en su mayor parte a los precios de los bienes no transables, productos de consumo masivo y también- en menor medida- hacia los bienes transables (carne, leche, granos) donde el tipo de cambio oficial ajustó en menor magnitud respecto de los otros bienes considerados. Es importante destacar que fue bajo el crecimiento de los precios de exportación de los bienes transables (ver el precio de exportación FOB Up River de la soja que apenas crece 87% en dólares entre el 2004 y el 2015). En síntesis, el fuerte aumento en la base monetaria y luego en la oferta monetaria impactó con mayor fuerza sobre el índice de precios al consumidor y sobre los precios de los bienes no transables. De allí la pérdida de competitividad que hoy vemos en los sectores exportadores argentinos.

Por otra parte, como veremos luego, el crecimiento de la oferta monetaria ha respondido principalmente a decisiones del Gobierno Nacional y Banco Central (creación primaria de dinero) y no a la creación secundaria de dinero que realizan los bancos vía la toma de depósitos y otorgamiento sucesivo de préstamos (proceso de expansión múltiple del crédito). Si bien la tasa de encaje fijada por el BCRA para los depósitos tiende a bajar levemente entre el 31/12/2004 y el 31/7/2015, pasando de 13,5% a 10,7%, la caída es poco significativa. El multiplicador bancario registra una leve suba para el 31/7/2015 (pasa de 2,82 a 2,85) con lo cual ha existido una mayor creación de dinero por parte de los bancos, pero el incremento no ha sido muy significativo. El crecimiento de la oferta de dinero –y su traslado a precios- tiene que ver principalmente con decisiones del Gobierno Nacional y el Banco Central, con el déficit fiscal y no tanto con el proceso de creación de dinero secundario que realizan los bancos.

II) Algunos conceptos teóricos sobre la oferta y demanda de dinero en Argentina.

Para abordar este tema, vamos a exponer inicialmente algunos conceptos básicos para que se pueda entender la mecánica de la oferta y la demanda de dinero en una economía como la Argentina [1].





Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina - 16 de Octubre de 2015

¿Qué es la Oferta de dinero u Oferta Monetaria? : es el stock de dinero que circula en la economía nacional. Cualquier habitante de nuestro país puede pagar una determinada transacción con los siguientes tipos de dinero: a) billetes y monedas que tenga en su poder, b) emitiendo un cheque y utilizando su saldo en cuenta corriente, c) Usando su tarjeta de débito bancaria para pagar una compra, efectuándose un débito contra sus fondos depositados en caja de ahorro, d) Retirando la plata que tiene depositada en "Plazos fijos" bancarios y pagando la compra que realiza. También podría pagar con su tarjeta de crédito y al vencimiento abonar la cuenta de la tarjeta con los fondos que tenga en un depósito a plazo fijo bancario. Todos estos fondos pueden ser considerados como "dinero" para pagar transacciones.





Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina - 16 de Octubre de 2015

Cuadro N°3: Demanda de dinero en Argentina. Comparación Dic.2004 vs Julio 2015

Rubros	Unidad de medida	Al 31/12/04	Al 31/07/15	Crecimiento en 10,5 años
VARIABLES QUE AFECTAN A LA DEMANDA DE DINERO				
PBI Real (medido a través del Valor agregado bruto a precios del año 2004)	millones de \$ (base 2004)	504.311,9	797.867,3	58%
Nivel General de Precios: Índice de precios al consumidor (metodología combinada)	Índice base Abril 2008 IPC Gran BA (INDEC)	72,26	558,42	673%
Tasa de interés sobre los bonos (1): Lebac a 90 días	Tasa nominal anual vencida (TNAV)	3,55%	25,92%	630%
Tasa de interés asimilables a la de los bonos (2): Badlar depósitos en \$ (Plazo 7 a 35 días)	Tasa nominal anual vencida (TNAV)	2,38%	21,06%	785%
Tasa de Interés del BONAR 2016 (Título en \$. Gobierno Nacional. Vto Setiembre 2016)	TIR al vencimiento		28,1%	
VARIABLES QUE AFECTANDO AL NIVEL GENERAL DE PRECIOS IMPACTAN SOBRE LA DEMANDA DE DINERO				
Precios de los bienes transables en U\$S : Precio FOB Soja Up River	U\$S/tn	197,00	367,44	87%
Precio de los bienes no transables (1) cemento portland normal bolsa de 50 Kgs	\$/bolsa	14,18	75,78	434%
Precio de los bienes no transables (2) Vidrio float transparente 4 mm con colocación	\$/m2	30,00	441,94	1373%
Precio de los bienes no transables (3) Mano de obra para construcción de edificios según Índice Cámara Argentina de la Construcción	Índice Base 100: diciembre 2001 y redefinición dic.2014	195,6	2.712,82	1287%
Tipo de cambio nominal (oficial)	\$/U\$S	2,97	9,20	209%
Tipo de cambio (informal)	\$/U\$S	2,97	14,94	402%
VARIABLES QUE AFECTANDO A LA TASA DE INTERES DOMESTICA IMPACTAN SOBRE LA DEMANDA DE DINERO				
Tasa de Interés internacional (Notas del Tesoro USA a 10 años)	Tasa anual	4,24%	2,20%	Cae la tasa de interés internacional
Letras de Tesoro USA a 3 meses	Tasa anual	2,22%	0,08%	
Letras del Tesoro USA 1 año (52 semanas)	Tasa anual	2,75%	0,33%	
Depreciación esperada en la moneda local para el próximo año	Tasa anual	8%	25%	213%
Riesgo País (EMBI - Argentina en %) (en el año 2004 se adopta el riesgo país de finales de 2005)	%	5,04%	6,12%	21%
OTRAS RELACIONES				
Reservas Internacionales totales BCRA	millones de U\$S	19.646,0	33.915,0	73%
Reservas Internacionales netas del BCRA	millones de U\$S	11.134	12.317	11%
Dólar Cobertura= Relación Base Monetaria/Reservas Internacionales totales	\$/U\$S	2,67	15,34	474%

En nuestro análisis, hemos utilizado una definición amplia de Oferta Monetaria o cantidad total de dinero. Usamos el denominado M3 que consiste en sumar la cantidad de moneda en circulación y los depósitos de los particulares y



Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina - 16 de Octubre de 2015

empresas en cuentas corrientes bancarias, caja de ahorro y plazo fijo.

El Banco Central de la República Argentina es el encargado de manejar los aumentos y disminuciones en la cantidad de dinero. Cuando el BCRA quiere aumentar o reducir la oferta de dinero en la economía puede recurrir –en líneas generales- a tres medidas:

- a) Comprar pesos, colocando dólares u otras divisas o realizar la operación inversa (comprar dólares y pagar en pesos). Por ejemplo, cuando quiere aumentar la oferta de dinero imprime pesos y los utiliza para comprarle dólares a los particulares o empresas. Puede emitir también dinero recibiendo bonos o letras de tesorería del gobierno nacional.
- b) También puede emitir bonos (Letras del Banco Central LEBAC) vendiéndolos a cambio de pesos. En este caso retira pesos de circulación y hace caer la Oferta Monetaria. También puede realizar la operación inversa: recomprar bonos ya emitidos (LEBAC o bonos del gobierno nacional), entregando pesos al público en general y de esta forma logra aumentar la oferta monetaria.
- c) El Banco Central puede incidir sobre el dinero que prestan los bancos fijando encajes sobre los depósitos que reciban las entidades bancarias de particulares.

¿Qué es la circulación monetaria? : es la cantidad de billetes y monedas que circulan en una determinada economía. Son emitidos por el Banco Central de la República Argentina.

¿Qué es la Base monetaria? : Consiste en la suma de la Circulación Monetaria más los depósitos en cuenta corriente que deben dejar las entidades financieras en el Banco Central en concepto de encajes. La base monetaria es muy importante porque es el agregado monetario a través del cual el Banco Central de la República Argentina puede ejercer un control directo sobre la Oferta de Dinero, ya sea modificando la cantidad de circulante mediante la compra y venta de pesos contra dólar o bonos (como vimos más arriba) o alterando el porcentaje de los depósitos que deben dejar los bancos en el BCRA como encaje o a través de operaciones directas de préstamos a los bancos (redescuentos). Sobre la base monetaria intervienen habitualmente los bancos centrales, generalmente vía operaciones de mercado abierto.

¿Qué son los encajes bancarios? : Los Bancos Centrales habitualmente deciden que un porcentaje de los depósitos que reciben las entidades bancarias de particulares no sean pasibles de ser "represtados", debiendo quedar depositados esos fondos en cuentas especiales en el Banco Central. A fijar estas tasas de encajes (%) por tipo de depósito (cuenta corriente, plazo fijo, caja de ahorro, etc.), evita que los bancos puedan prestarlos y, por ende, se limita la cantidad de dinero que las entidades bancarias pueden crear en un proceso sucesivo y multiplicativo de toma de depósitos y préstamos posteriores. En este mecanismo, las entidades bancarias pueden "crear dinero" en lo que se denomina "creación secundaria de dinero" o "proceso de expansión múltiple del crédito". En toda economía capitalista, no solamente el Banco Central de un país puede crear dinero (llamada creación primaria de dinero); sino también las entidades bancarias pueden hacerlo mediante este mecanismo sucesivo y progresivo de depósitos y préstamos (creación secundaria de dinero).

El Banco Central interviene fijando la base monetaria. Pero luego los bancos realizan la creación secundaria de dinero mediante el proceso sucesivo de depósitos y préstamos posteriores. Por eso, si multiplicamos la base monetaria por el multiplicador bancario, obtendremos la oferta total de dinero (medida como M3, en nuestro caso). Esto puede vislumbrarse en el cuadro N°2.





¿Qué significa el total de depósitos bancarios? : son los fondos colocados por particulares en las entidades bancarias. En nuestro análisis surge de restar a la oferta monetaria (M3), la circulación monetaria.

¿Cuáles son las variables que inciden sobre la demanda de dinero de los particulares y empresas?

Recordemos algo importante. Toda la oferta de dinero (M3) detallada anteriormente es utilizada por los particulares para realizar transacciones (función del dinero como medio de pago) con el objeto de adquirir bienes y servicios. También será utilizada como depósito o reserva de valor, lo cual significa que la gente conserva y guarda el dinero para utilizarlo en el futuro para adquirir bienes y servicios. Estas son dos de las tres funciones que habitualmente tiene el dinero: sirve como medio de pago, como reserva de valor y también como unidad de cuenta.

En consecuencia, el público en general (y las empresas) demandarán dinero y querrán tenerlo en su poder para hacer transacciones o para guardar ese dinero y utilizarlo en el futuro. Aparece de esta forma en nuestro análisis, la denominada demanda de dinero. Las principales variables que afectan a la demanda de dinero de los particulares y empresas son:

a) Producto Bruto Interno real y el nivel general de precios de los bienes y servicios : Cuánto más transacciones se realicen en una economía, más grande será la cantidad de billetes y monedas que demandará el público. La demanda de dinero se incrementará cuanto mayor sea el producto bruto interno real de una economía y por lo tanto se deban realizar una cantidad más elevada de transacciones con una mayor cantidad de bienes y servicios. También la demanda de dinero para transacciones será más alta cuanto mayores sean los precios de esos bienes y servicios que se van a comprar. En una economía inflacionaria, la demanda de dinero de la población crece porque debe realizarse transacciones a precios a cada vez más elevados. En consecuencia, la gente necesita mayor cantidad de billetes y monedas o billetes de mayor denominación.

Recordemos además que los bienes que va a comprar la población con dinero pueden ser transables o no transables. En una definición sencilla podemos indicar que los bienes transables son aquellos que pueden comercializarse a nivel internacional (es el caso de la soja, maíz y trigo que puede exportarse). Los no transables son aquellos que no pueden exportarse o importarse, como el caso de los servicios de un peluquero o la construcción de una casa.

Por eso, las variables que afectan la demanda de dinero para transacción y que impactan sobre el nivel general de precios y el PBI real son las siguientes: a.1) precios de los bienes transables en U\$S y los precios de los no transables fijados en pesos; a.2) tipo de cambio nominal al cual se multiplican los precios en U\$S de los transables; a.3) cantidades de bienes transables y no transables que comprará el público en general con su stock de dinero.

También es importante recordar que cuando hay un tipo de cambio nominal más elevado (se devalúa la moneda local), la gente al comprar bienes transables los termina pagando más caros. En consecuencia, cuando aumenta el dólar (se devalúa el peso), aumenta la demanda de dinero de la población para efectuar compras de bienes transables.

b) Tasa de interés de los bonos : la población demanda dinero también como reserva de valor. Puede decidir guardar su riqueza en forma de dinero –en efectivo o mediante un depósito bancario– o puede invertir en otros activos como los bonos (deuda del gobierno o empresas), dólares, acciones o activos reales. Cuánto más alta sea la tasa de interés que paguen los bonos, el público se verá tentado a invertir su dinero en estos activos financieros y a no quedarse con los billetes y monedas en la mano. Es elevado el costo de oportunidad (lo que se pierde de ganar) por quedarse con el dinero cuando la tasa de interés es alta y no invertir en bonos u otros activos. En este caso se verá tentado a no dejar su





Los granos perdieron la carrera de los precios entre el 2004 y 2015 en Argentina - 16 de Octubre de 2015

riqueza en un depósito bancario (cuenta corriente, caja de ahorro o plazo fijo). En consecuencia, hay una relación inversa entre la demanda nominal de dinero que decide tener la población con la tasa de interés. A elevadas tasas de interés de los bonos y de la economía en general, la demanda nominal de dinero es menor y viceversa.

Por otra parte, la tasa de interés en pesos que pagan los bonos que emite el gobierno argentino depende de las siguientes variables: b.1) la tasa de interés internacional en dólares (es la que pagan los bonos emitidos por países considerados libres de riesgo, en este caso las notas, letras y bonos emitidos por los Estados Unidos de América); b.2) depreciación esperada del peso argentino y b.3) la prima de riesgo país. Braun y Llach definen a la prima de riesgo país como la "ganancia adicional que exigen los inversores por comprar un bono de un país con mayor riesgo de no pagar (default) el monto completo de su deuda".

En consecuencia, estos tres factores que afectan y determinan la tasa de interés en pesos de los bonos argentinos también impactan y determinan la demanda de dinero de particulares y empresas en nuestro país.

III) La evolución de la oferta y demanda de dinero y de otros agregados monetarios entre diciembre 2004 y Julio 2015.

Miremos ahora los cuadros N° 2 y 3. Hemos intentado analizar que sucedió con las variables que afectan la oferta y la demanda de dinero en nuestro país entre diciembre de 2004 y Julio 2015. Las conclusiones que obtenemos son las siguientes:

III.1. En el período considerado, Argentina ha tenido un fuerte crecimiento de la Oferta Monetaria y Base monetaria. Las cifras son elevadísimas. La circulación monetaria (billetes y monedas en poder del público) creció en 10,5 años cerca del 977%. La oferta de dinero –en el mismo período– tuvo un incremento del 904%. La Base monetaria creció un 891%. Todo producto de una fuerte emisión monetaria. Pero el crecimiento del producto bruto interno real (medido a través del Valor agregado bruto en millones de pesos del año 2004 que estima el INDEC) fue de apenas el 58% entre Diciembre del 2004 y Julio del 2015. Incluso el incremento del PBI medido a precios de mercado fue del 68% en el período considerado. Es decir que el valor real de los bienes finales que hoy genera la economía nacional –medidos por el valor agregado bruto– se transaccionan hoy con una oferta de dinero mucho mayor. Esto demuestra, que el aumento en la oferta de dinero –por emisión monetaria y otros factores– se trasladó en su mayor parte a los precios de los bienes no transables, productos de consumo masivo, servicios y también– en menor medida– hacia los bienes transables (leche, carnes, granos, etc.) donde el tipo de cambio oficial ajustó con retraso respecto de los otros bienes considerados y donde también fue bajo el crecimiento de los precios de exportación de los bienes transables (ver el precio de exportación FOB Up River de la soja que apenas crece 87% en dólares entre el 2004 y el 2015). En síntesis, el fuerte aumento en la base monetaria y luego en la oferta monetaria generó la tasa de inflación que todos conocemos, impactando con mayor fuerza sobre los precios de los productos de consumo masivo y sobre los precios de los bienes no transables. De allí la pérdida de competitividad que hoy vemos en los sectores exportadores argentinos.

Reafirma lo dicho anteriormente la evolución del índice de precios al consumidor (crece un 673% en 10,5 años), algunos bienes no transables con subas de entre el 1300% y el 400% (ver cemento portland y vidrio float) y el gran crecimiento de los salarios (en este caso los de la construcción con un aumento arriba del 1.200%).

Reiteramos: nuestro análisis tiene la limitación de haber analizado unos pocos productos. Aun así, nos parece que tiene la rigurosidad necesaria para arribar a buenas conclusiones.





III.2. Como dijéramos al principio, el crecimiento de la oferta monetaria en el período analizado ha respondido principalmente a decisiones del Gobierno Nacional y Banco Central (creación primaria de dinero) y no a la creación secundaria de dinero que realizan los bancos vía la toma de depósitos y otorgamiento sucesivo de préstamos (proceso de expansión múltiple del crédito). Si bien la tasa de encaje fijada por el BCRA para los depósitos tiende a bajar levemente entre el 31/12/2004 y el 31/7/2015, pasando de 13,5% a 10,7%, la baja es poco significativa. En consecuencia, el multiplicador bancario registra una leve suba para el 31/7/2015 (pasa de 2,82 a 2,85) con lo cual ha existido una mayor creación de dinero secundario por parte de los bancos, pero el incremento no es significativo. El crecimiento de la oferta de dinero –y su traslado a precios- tiene que ver con decisiones del Gobierno Nacional y el Banco Central, con el déficit fiscal y no tanto con el proceso de expansión múltiple del crédito que realizan los bancos.

III.3. Ha sido muy importante el aumento del costo del dinero en Argentina. La tasa de interés BADLAR en pesos al 30/12/2004 (TNAV) era del 2,38% anual. A fin de Julio de 2015 se situaba en 21,06% anual. El crecimiento en el período habría sido del 785%. El traslado de una elevada tasa de inflación doméstica a la tasa de interés pasiva de los bancos es lo que está reflejando esta importante suba. En el cuadro N°3 mostramos también la tasa de interés (rendimiento al vencimiento) que pagaban bonos del Gobierno Nacional como el BONAR 2016 a Julio de 2015, la cual se sitúa en el 28,1%. Cifras elevadísimas que demandan una baja urgente de la tasa de inflación doméstica.

Como hemos visto la tasa de interés en pesos que pagan los bonos que emite el gobierno argentino surgiría teóricamente de sumar tres variables: b.1) la tasa de interés internacional (es la que pagan los bonos emitidos por países considerados libres de riesgo, en este caso las notas, letras y bonos emitidos por los Estados Unidos de América); b.2) depreciación esperada del peso argentino y b.3) la prima de riesgo país. En el cuadro N°3 hemos analizado la evolución de las tres variables citadas. Como vemos, la tasa de interés internacional de las notas y letras del tesoro estadounidense han bajado entre diciembre de 2004 y Julio de 2015. No podemos echarle la culpa a esta variable de la suba de la tasa de interés doméstica. Tampoco se puede culpar a la "prima de riesgo país" que apenas sube de 504 puntos básicos en diciembre de 2005 a 612 pb en Julio de 2015. Claramente, es la tasa de depreciación o devaluación esperada del peso argentino lo que genera el aumento de la tasa de interés en pesos de los bonos locales. Dicha tasa de devaluación esperada pasa del 8% en diciembre de 2004 al 25/30% en Julio de este año. Claramente, nuestro país necesita controlar su tasa anual de inflación y de devaluación esperada para hacer converger la tasa de interés doméstica a la internacional. Es una materia pendiente para el próximo gobierno. La tasa de interés tiene un impacto directo sobre la inversión.

Finalmente, adjuntamos en el cuadro N°3 un detalle de la evolución de reservas internacionales y su versión neta (RIN). Las RIN surgen de restar a las reservas Internacionales las cuentas corrientes en otras monedas (encajes en U\$S principalmente) y otros Pasivos que incluyen fundamentalmente los Fondos Rotatorios y Otras Obligaciones en Moneda Extranjera derivadas de los convenios internacionales celebrados con organismos multilaterales u oficiales extranjeros, bancos centrales, etc.

En estos indicadores se puede observar el bajo crecimiento del stock de reservas del Banco central en 10,5 años y el fuerte aumento del denominado dólar cobertura que surge teóricamente de dividir la base monetaria respecto de las reservas internacionales. Sube de 2,67 \$ por dólar en diciembre de 2004 a 14,94 \$ por dólar en Julio de 2015.

[1] Se tomaron algunas definiciones del libro "Macroeconomía Argentina" de Miguel Braun y Lucas Llach, 2da edición. Editorial Alfaomega. Las mismas fueron readaptadas y simplificadas, a los fines del presente trabajo.

