

INFORME MONETARIO

**Correspondiente al análisis del Estado de Situación Patrimonial
del Banco Central de la República Argentina al 31/12/2023**

**ESTA FUNDACION HA CUMPLIDO, AL 31 DE DICIEMBRE DE 2023, 17 AÑOS
ININTERRUMPIDOS DE ANALISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES DEL BANCO
CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, CON LOS COMENTARIOS DE SUS
CONSECUENCIAS MACROECONOMICAS**

La **FUNDACION BUENOS AIRES XXI**, es una institución sin fines de lucro, dedicada, fundamentalmente, a realizar estudios económicos.

El “Estado de Situación patrimonial” del Banco Central de la República Argentina (BCRA) es publicado en la página web de dicha institución bajo la exclusiva responsabilidad del Directorio de esa Autoridad Monetaria.

Nuestra tarea profesional, como investigadores de la Fundación, consiste en analizar en forma cuatrimestral, dicho estado contable a la fecha indicada, para lo cual emitimos la siguiente documentación de análisis:

- a) **INDICADORES ECONOMICO-FINANCIEROS
(editado por separado)**
- b) **INFORME MONETARIO**

INFORME MONETARIO

TIPO DE CAMBIO

Teniendo en cuenta la paridad de referencia del BCRA, el tipo de cambio al 31/08/2023 estaba en \$ 350.02 y al 31/12/2023 estaba en \$ 808.48, lo que representa una devaluación del 131% en el cuatrimestre, pero en el año el porcentaje es 356.44%.

El tipo de cambio especulativo al 31/08/2023, que relaciona fríamente la base monetaria con las reservas internacionales, se encuentra en \$ 416.41.-. No obstante, si vamos sumando agregados monetarios a dicha relación vemos que, con el M2 da \$ 2.046.⁻¹, con el M3 da \$ 2882.⁻² y con el M4 da \$ 4.227.⁻³. Esta última cotización es la que hace temblar al BCRA porque es la que se debería corresponder con la no renovación de los plazos fijos y los títulos absorbentes de

¹ M2= Billetes y monedas en poder del público + Depósitos en cuentas corrientes bancarias + Depósitos en Cajas de Ahorro Bancarias.

² M3= M2 + Depósitos a Plazo Fijo.

³ M4= M3 + Títulos absorbentes de liquidez emitidos por el BCRA.

liquidez, si es que esa masa de dinero decidiera volcarse al dólar. Pero, además, es la cotización que debería tenerse presente si se decidiera dolarizar la economía. Por último, es necesario considerar que, a pesar de la devaluación que realizó la nueva administración gubernamental, donde llevó el tipo de cambio a \$ 800, vuelve a cometer el pecado cambiario del anclaje, dado que frente a una inflación del 20% mensual, el tipo solo aumentará el 2% mensual ¿Volvió la famosa tablita cambiaria de la segunda parte de los '70?

ESTADO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS DEL CUATRIMESTRE

Se pueden mencionar (en miles de pesos y redondeando cifras), como variaciones significativas las siguientes (se consideran variaciones significativas las que alcanzan al menos \$miles 1.000.000.-):

1) ORIGENES DE FONDOS

- 1.1) **Del Activo:** Créditos al sistema financiero \$ 1.089.907.-; Otros activos \$ 441.517.664.-
- 1.2) **Del pasivo:** Base monetaria \$ 2.986.060.728; \$ 9.461.022; Cuentas corrientes en otras monedas \$ 4.081.517.915.-; Otros depósitos \$ 4.681.115; Asignaciones DEG \$ 197.139.981; Obligaciones con organismos \$ 766.217.349; Títulos absorbentes de liquidez \$ 10.779.552.969; Contrapartida de aportes al gobierno \$ 1.917.325.647; obligaciones provenientes de otros instrumentos \$ 1.733.938; Pases pasivos \$ 19.961.923.799; Deudas por convenios multilaterales \$ 2.402.758; Otros pasivos \$ 9.162.652.943; Provisiones \$ 40.048.301.

2) APLICACIONES DE FONDOS

- 2.1) **Del Activo:** Títulos públicos \$ 51.875.127.435; Aportes a organismos por cta. del gobierno \$ 2.511.380.594; Pases activos \$ 21.899.155.536
- 2.2) **Del Pasivo:** Depósitos del gobierno nacional \$ 1.296.436.672.

RESERVAS INTERNACIONALES

Análisis del movimiento de Reservas Internacionales del corriente cuatrimestre, en miles de pesos:

Saldo al 31/08/2023

Oro	1.347.527.936
Divisas	5.337.845.950
Colocaciones Realizables en Divisas	3.068.409.013
Convenios Multilaterales de Crédito	8.190
Instrumentos Derivados s/Reservas	<u>-16.857.766</u>
	9.736.933.323

Movimientos del presente cuatrimestre

Descapitalización por cantidad	-1.660.940.322
Capitalización por diferencia de cambio	12.753.844.930
Descapitalización por volumen	<u>-2.175.569.515</u> 8.917.335.093

Saldo al 31/12/2023

18.654.268.416
=====

Composición Reservas al cierre en miles de pesos

Oro	3.311.444.749
Divisas	11.601.050.530
Colocaciones Realizables en Divisas	3.749.438.373
Convenios Multilaterales de Crédito	21.664
Instrumentos Derivados s/Reservas	<u>- 7.686.900</u>

18.654.268.416
=====

La devaluación compensó con creces la intervención en el mercado de cambios.

Análisis resumido del movimiento de Reservas Internacionales del cuatrimestre, en miles de dólares:

Saldo al 31/08/2023

27.818.482

Descapitalización

- 4.745.317

Saldo al 31/12/2023

23.073.165
=====

ANÁLISIS DE GRÁFICOS Y DE INDICADORES MONETARIOS

Reservas y tipo de cambio

Medidas en dólares, las reservas han disminuido en us\$ miles 4.745.317.-, lo que representa un 17% en el cuatrimestre, pero en diciembre 2022 estaban en us\$ miles 44.598.433 y al fin de ese año us\$ 23.073.165, lo que representa una importante disminución de us\$ 21.525.268 y un porcentaje de caída del 48%. Ello se debió a la negativa del gobierno anterior al 10 de diciembre a devaluar la moneda local y a mantener una serie increíble de diferentes tipos de cambio que no hizo más que traer confusión y desconfianza en las variables económicas, que solo encontraron un leve paliativo en las devaluaciones sectorizadas (dólar soja y otras), que no alcanzaron a recomponer el stock de reservas.

Existe una negativa de ciertos administradores públicos a querer forzar la realidad para el lado de su propia conveniencia, pero no se dan cuenta de que la realidad no puede ser forzada por mucho tiempo y las consecuencias son gravísimas. La devaluación no responde a un acto volitivo de la persona, sino a una realidad que se niega, la que coincide con una grosera disminución de reservas que necesita del ajuste devaluatorio necesario para evitar dicha disminución.

Pero la devaluación por sí misma no es la solución definitiva al problema expuesto, dado que es la aspirina que baja la fiebre, pero que no cura la enfermedad. Si se decide devaluar es necesario que dicha actitud se encuentre respaldada por un plan serio y creíble que le demuestre a los operadores económicos y financieros que, en el futuro, ya no habrá más ninguna necesidad de volver a devaluar. Dado que dicho plan nunca existió y tampoco la devaluación reparadora, vemos que la consecuencia es haber perdido casi la mitad de las reservas disponibles del BCRA. Por lo tanto, esto tiene que servir de lección, dado que no es la realidad la que tiene que adaptarse a los modelos, sino que son los modelos los que deben adaptarse a ella.

Títulos Públicos, Títulos Absorbentes de Liquidez y Pases Pasivos

Si hay tres rubros del estado de situación patrimonial del BCRA que hacen temblar su estabilidad económico-financiera son: a) Títulos públicos b) Títulos absorbentes de liquidez (LELIQ) c) Pases pasivos. Con respecto a los del punto a. al 31/12/2022 el stock era de \$ miles 14.155.073.905 y un año más tarde \$ miles 87.393.787.090, la diferencia de \$ miles 73.238.713.185, representa un aumento exponencial del 517.40%. Este es el endeudamiento que la Tesorería tiene con el BCRA y, como ya consta en muchos informes anteriores, es un activo incobrable para la entidad monetaria que no merecería ser considerado como tal, sino como una pérdida irreparable, lo que pondría al BCRA al borde de la extinción.

El importe de los títulos públicos representa, la no despreciable cifra, de un 61% del activo total y han surgido, desde los últimos 20 años, como consecuencia de la monetización del abultado déficit fiscal, donde dicha monetización excede a las posibilidades de ser absorbida por el nivel de actividad y, por lo tanto, origina inflación de origen monetario.

El incremento del endeudamiento aludido, pone en marcha a la otra cuenta que altera los nervios de los analistas: Los títulos absorbentes de liquidez, que actúan en forma incongruente con la expansión previa a la aludida emisión de papeles de la autoridad monetaria, porque tratan de absorber los fondos que previamente se

habían expandido y que se sabe que no podrán ser absorbidos por el nivel de actividad. Por lo tanto, de no hacerlo, generarían una inflación mayor a la que registran los indicadores. El stock al 31/12/2022 era de \$ miles 10.483.445.777 y un año más tarde de \$ miles 31.058.318.992. La diferencia de \$ miles 20.574.873.215 representa un incremento desmesurado del 196%, lo que demuestra, frente al crecimiento de los títulos públicos un importe considerablemente menor y, pone de manifiesto, que la absorción no ha sido suficiente para recoger todo el dinero lanzado al mercado como consecuencia de la alta expansión monetaria, por lo tanto, ello da motivo a pensar que también se necesitó de la concurrencia de los pasivos pasivos.

La cuenta del punto c. Pasivos Pasivos también forma parte de los pasivos remunerados. Al 31/12/2022 estaba en \$ miles 2.357.640.827 y un año más tarde en \$ miles 25.925.122.924. La diferencia de \$miles 23.567.482.097 representa un 1.000% de incremento. Esta es otra cuenta que se usa para absorber fondos inactivos con respecto al nivel de actividad, pero es más peligrosa que la de los títulos absorbentes de liquidez, porque estos últimos capitalizan cada 28 días y los pasivos son de capitalización diaria, por lo tanto, en caso de existir igualdad de tasas o alguna mínima diferencia entre una y otra, la efectiva y anatocista (capital + interés + interés del interés) podría ser mucho más elevada en los pasivos pasivos que en las LELIQ.

El comunicado del BCRA del 18/12/2023 ha establecido que la tasa de política monetaria de la institución, a partir del 13 de diciembre pasó a ser la de los pasivos pasivos que, del 110% bajó al 100% nominal anual, lo que establece una tasa efectiva anual del 171.45%.

Sigue estableciendo el comunicado que, con el fin de racionalizar su esquema de gestión de liquidez, el Directorio decidió dejar de realizar licitaciones de LELIQ a futuro, pasando a ser las operaciones de pasivos pasivos su principal instrumento de absorción de excedentes monetarios.

Al centralizar sus operaciones en un solo instrumento, y al ser su tasa de política monetaria la única tasa de interés de referencia, dice el BCRA, que se busca hacer más clara la señal de política monetaria y fortalecer su transmisión al resto de las tasas de interés de la economía.

Antes que el BCRA estableciera esta política, los bancos ya estaban transfiriendo sus carteras calzadas en LELIQ a pasivos pasivos porque se encontraban alertados de que la autoridad monetaria iba a alentar el traspaso aludido.

Al unificar la política en pasivos pasivos, dejando de lado las LELIQ, bajando las tasas y alentando que los fondos vayan a letras del tesoro, lo que se busca es una licuación de pasivos remunerados y, al mismo tiempo lo mismo para los ahorristas de los plazos fijos, cuyas tasas también bajaron.

Todo esto se interpreta como una actividad preparatoria para ayudar a llegar al cierre del BCRA y lograr luego la dolarización de la economía.

Y, como dato curioso, si comparamos los saldos del balance del 7 de diciembre (anterior al cambio de administración), con el del 31 de diciembre, vemos que los títulos absorbentes de liquidez aumentaron un 22.91%, en tanto que los pasivos pasivos aumentaron un 48.66% (más del doble, no en términos porcentuales, sino en términos de puntos porcentuales). Ergo, el propio BCRA debería observar que su comunicado del 18/12/2023 tal vez no está dando los resultados esperados, dado que las LELIQ siguieron creciendo.

A continuación, se expone un cuadro donde se comparan las principales cifras ocurridas entre el 7 y el 31 de diciembre de 2023. En el medio ocurrió el cambio de gobierno. Obsérvese que el porcentaje de incremento de los títulos absorbentes de liquidez (22.91%) más el porcentaje de incremento de los pasivos pasivos (48.66%) es igual a 71.57% y esa cifra es muy parecida al incremento de los títulos públicos (73.83%), lo cual demuestra que la expansión monetaria ocurrida entre el 7 y el 31 de diciembre de 2023, fue absorbida por los pasivos remunerados de los títulos absorbentes de liquidez con más los pasivos pasivos.

Datos comparativos desde el gobierno anterior y el nuevo
En miles de pesos

	7-dic	31-dic	%
Reservas	7.728.834.516,00	18.654.268.416,00	141,36
Títulos públicos	50.274.776.338,00	87.393.787.090,00	73,83
Pases activos	19.471.878.233,00	28.458.928.279,00	46,15
Base monetaria	10.124.959.601,00	9.607.991.804,00	- 5,11
Títulos absorbentes de liquidez	25.270.001.514,00	31.058.318.992,00	22,91
Pases pasivos	17.439.620.721,00	25.925.122.924,00	48,66
Patrimonio neto	14.878.943.834,00	45.627.024.032,00	206,65

Adelantos Transitorios

Estaban al 31/12/2022 en \$ miles 4.091.100.370 y un año más tarde están en la misma cifra.

Base Monetaria

Este rubro, estaba al 31/12/2022 en \$ miles 5.203.751.253 y un año más tarde en \$ miles 9.607.991.804. La diferencia de \$ miles 4.404.240.551 denota un incremento aproximado del 85%. Pero a no dejarse engañar pensando que no hubo una desmedida expansión monetaria. En primer lugar, es menester considerar que el saldo final que presenta la cifra de este rubro en los balances, no representa la totalidad de la emisión monetaria, es el neto que surge de restar los créditos (expansión) vs. los débitos (contracción), en el juego de esa diferencia se pierde el dato real de la expansión, pero aparece luego en el crecimiento desmesurado de los títulos absorbentes de liquidez y los pasivos pasivos, dado que como bien siempre dice el Lic. Héctor Giuliano, dicho crecimiento representa una expansión encubierta, porque lo que no crece por base monetaria lo hace por pasivos remunerados. En tal sentido, no hay que olvidarse que la atención de los vencimientos de dichos pasivos, se hacen con emisión monetaria y el saldo no cancelado se renueva por anatocismo, que hace elevar más la deuda de los pasivos remunerados, lo que a su vez exige una expansión cada vez mayor y una inflación de origen monetario proporcional a la misma.

Otras Consideraciones

Como consecuencia de la altísima expansión monetaria ha crecido el multiplicador del dinero hecho por los bancos. Por cada peso de emisión primaria, hoy tenemos casi 7 pesos de emisión secundaria. Ello ha determinado un crecimiento significativo del M2 que se puede apreciar en el gráfico respectivo del Análisis Monetario (A 507). El patrimonio neto del 2022 era de us\$ miles 11.044.115 y el del 2023 us\$ miles 56.435.333, es posible que haya crecido como consecuencia del alto índice de devaluación aplicado sobre los activos dolarizados, pero si ello es así, sabemos que no es real por los comentarios que hacemos siempre sobre el dudoso valor que poseen esos activos, sobre todo los de los títulos públicos, no obstante, esta hipótesis quedará confirmada o no, cuando en mayo de 2024 se publique el balance anual.

Con respecto a la vulnerabilidad de la moneda (A 571), si bien la curva de reservas se encuentra por encima de la de la base monetaria, a su vez está muy por debajo de la del M2, que, como ya se dijo, tiene un multiplicador muy alto.

El problema con el M2, es que todo ese dinero creado por los bancos no es aplicado al desarrollo de la economía, ni a apuntalar el nivel de actividad, sino que se ha volcado constantemente para financiar al improductivo sector público. El dinero sale expandido del BCRA, los bancos lo multiplican y vuelve al BCRA bajo la forma de pasivos remunerados. El negocio es de los bancos, no del BCRA y el país lo paga con inflación galopante.

Lo lamentable de este problema es que la administración anterior no ha sabido poner coto a esta situación y las esperanzas de ver lo que sucede con la nueva, parecen quedar diluidas al transformar LELIQ en pasivos pasivos, lo que disfraza la realidad con un grosero maquillaje contable.

Por último, se informa que, según el gráfico que consta en "A 760", el nivel de reservas al 31/12/2023 es inferior al de la crisis del 2001/2002.

Lomas de Zamora, PBA, República Argentina, 10 de enero de 2024.

Análisis Técnico
Dr. Carlos Alberto Ragonesi
Comité Ejecutivo - secretario