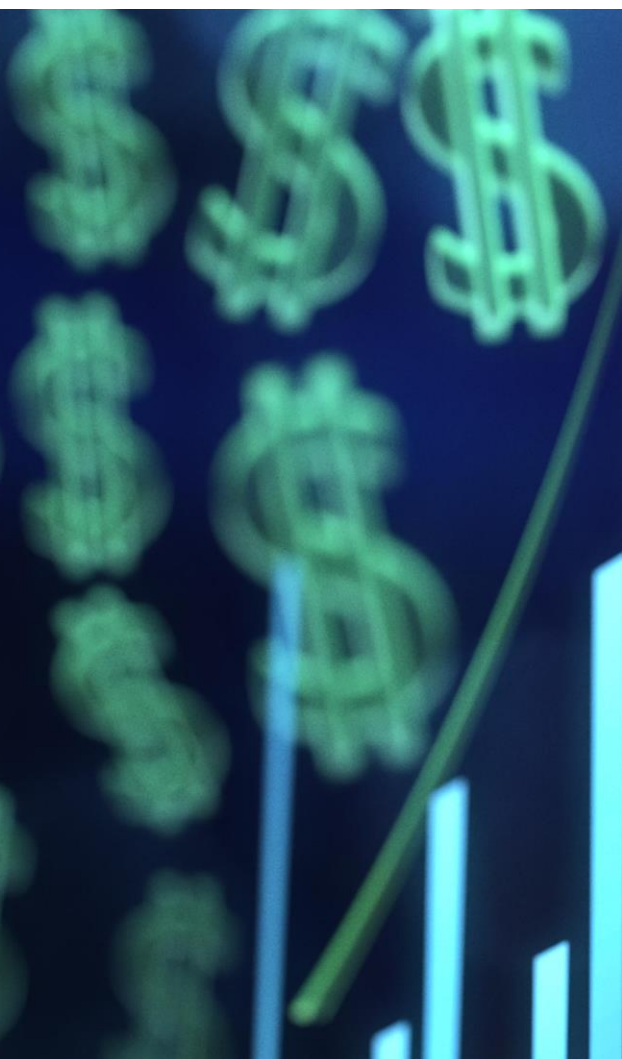


# Indicadores

PBI, MONETARIAS, RESERVAS, FISCALES,  
COMERCIO EXTERIOR, GANANCIAS NETAS,  
PERDIDAS Y OTRO. 2009-2020 MEDIDAS  
ECONOMICAS



En el título de un libro de Fontanarrosa dice Inodoro Pereyra:

- ***¡10 años Mendieta!***

Y Mendieta responde: - ***¡Que lo parió!***

Son 10 años para alcanzar a cubrir lo perdido entre los años 2009 y 2020. Esto se puede alcanzar con tasa de crecimiento del PBI del 2.6% en el 2031. Notable predicción del macroeconomista Inodoro Pereyra, y esto lo pensó allá por 1993.

En este documento plantemos los siguientes puntos:



Lic. Jorge A. Moore  
Julio 2020

## Introducción

En el título de un libro de Fontanarrosa dice Inodoro Pereyra: ***¡10 años Mendieta!*** Y Mendieta responde: ***¡Que lo parió!*** Son 10 años para alcanzar a cubrir lo perdido entre los años 2009 y 2020. Esto se puede alcanzar con tasa de crecimiento del PBI del 2.6% en el 2031. Notable predicción del macroeconomista Inodoro Pereyra, y esto lo pensó allá por 1993. En este documento plantemos los siguientes puntos:

- a) En la primera parte, la revisión al día de hoy de la Conjetura de Inodoro.
- b) En la siguiente incorporamos por solicitud y queja de algunos lectores parte de los cuadros utilizados.
- c) El sector de los gráficos, a los que somos tan afectos, los dividimos en cuatro puntos con valores corrientes, con números constantes, ya sea en dólares o en pesos del 2019, en términos del PBI y finalmente con una base 100=2019 damos una vuelta de tuerca a los indicadores.
- d) Finalmente, y sobre la base de los documentos publicados por el BCRA, construimos una síntesis por año desde el 2009 al 2020, incluyendo nombres de los presidentes del Banco y ministros de Economía para mejor recordar las acciones y medidas adoptadas. En el resumen tratamos de darle mayor ponderación a las políticas monetarias, pero incluimos también aquellas que pueden tener importancia y son producidas en otros ámbitos del Gobierno. Obviamente, este resumen no se podría haber hecho de no contar con las publicaciones del Banco.

Tres comentarios finales, el primero es que estamos sumergidos en la pandemia, hecho inédito para los actuales mortales. No tenemos idea del impacto del Covid 19 sobre el capital humano ni sobre el capital en equipos y desarrollos.

El segundo es que muchas veces se utilizan objetivos e instrumentos en política monetaria que aparecen como muy diferentes y se obtienen resultados no muy diferentes y dos conceptos que acentuamos en este escrito, las Ganancias Netas y los Intereses Perdidos del BCRA.

El tercero, una posible lectura de los intereses pagados o devengados por los Títulos emitidos por el BCRA que alcanzaron una enorme suma, especialmente en los **cuatro** años de la gestión anterior bajo el concepto de contener la inflación y comprar reservas, el Cuadro de Resultados muestra la cifra de casi u\$s 39.000 millones o el 10 % del PBI como suma en ese periodo. Para contar con una dimensión próxima, el aporte del FMI u\$s 44.000 millones fue apenas superior a los intereses pagados. ¿Qué hubiese ocurrido sin esos aportes? Si el único instrumento disponible para esterilizar pesos es con Títulos y pagando intereses, será necesario seguirlo muy atentamente y buscar alternativas.

## Con el diario del lunes:

Todos los comentarios, teniendo en cuenta el diario del lunes.

### Fuentes:

Indec, Ministerio de Economía de la Nación y Documentos y Estadísticas del Banco Central de Argentina para el período 2009-2020. Inodoro Pereyra 09-10 de Roberto Fontanarrosa. Planeta 2014.

### Conjetura de Inodoro Pereyra:

En el título de un libro de Fontanarrosa dice Inodoro Pereyra: ***¡10 años Mendieta!*** Y Mendieta responde: ***¡Que lo parió!***

En 10 años, para cubrir lo perdido entre el 2009 y el 2020, se podría alcanzar con tasa anual del 2.6% del PBI en el ¡¡¡2031!!!

Consideramos como referencia el valor del Ministerio de Hacienda de la Nación en el documento: ***Crecimiento Económico, PTF Y PIB Potencial en Argentina de Baumann Fonay, IVAN Y Cohan, Luciano (2018)***. En el mismo analizan valores propuestos por ***Elías - Meloni - Maia y Nicholson***, sobre la tasa de crecimiento anual potencial del 2.6 % del PBI en el período 1999-2011, que adoptamos para la Conjetura.

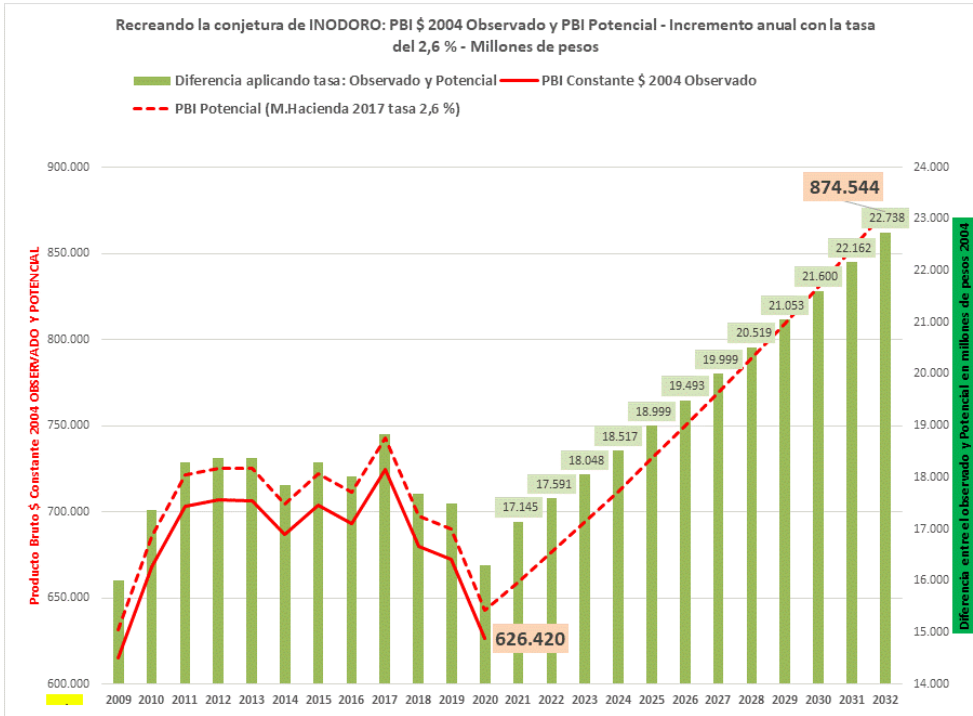
En el gráfico se muestra lo observado en el PBI hasta el 2020, y también en punteado si se hubiera crecido de acuerdo con la tasa mencionada en el período 2009-2019 sobre los valores conocidos, para simplificar. A partir del año 2021 nuevamente se aplica la tasa hasta el 2032.

Las barras indican el crecimiento anual del PBI respetando la tasa del 2.6%. Hasta el 2020 la diferencia entre el PBI Observado y el Potencial, luego a partir del 2021 el diferencial entre un año y otro.

La conclusión es que con esta modesta tasa, de verificarse en los próximos años recién podremos compensar las pérdidas desde el 2009 al 2020 en el ¡¡¡2031!!!

Podemos decir que con la tasa del 2.6 % anual del PBI en el horizonte, Argentina está lejos de observar un salto cuantitativo y cualitativo para agrandar la torta (más PBI).

Por la tanto la tasa de crecimiento debería ser sustancialmente mayor, mejorar la productividad y los ingresos. ¿Qué se requiere para lo anterior? Tal la cuestión a resolver.



**Cuadros con valores observados:**

Estos son algunos de los números que nutren los gráficos. Se incluyen porque existieron reclamos, veremos si con estos zafamos.

	Original millones de pesos												
	*Base Monetaria a Fin de Cada Año Corr. \$ Millones	*Préstamos Sector Privado en pesos Millones	M2 Millones	Ganancias netas del ejercicio Millones	Pérdidas por pagos Intereses (especialmente títulos emitidos) Millones	Títulos + Pases a Fin de Cada Año (3) Bol. Est. X suma millones							
2009 Dic	122.350,17	139.049	209.396	23.546	8.899	54.628	Variaciones anuales						
2010 Dic	160.407,99	190.578	281.717	8.896	6.886	83.034	31%	37%	35%	-62%	-23%	52%	
2011 Dic.	222.921,85	282.111	366.125	7.722	12.995	81.007	39%	48%	30%	-13%	89%	-2%	
2012 Dic.	307.351,52	366.175	506.497	32.181	13.180	112.534	38%	30%	38%	317%	1%	39%	
2013 Dic.	377.196,52	480.470	637.006	78.418	15.906	120.947	23%	31%	26%	144%	21%	7%	
2014 Dic.	462.564,48	578.198	752.517	78.124	43.318	261.783	23%	20%	18%	0%	172%	116%	
2015 Dic.	623.889,52	788.456	1.052.637	147.117	79.765	347.640	35%	36%	40%	88%	84%	33%	
2016 Dic.	821.664,25	1.031.434	1.372.321	67.448	163.435	741.986	32%	31%	30%	-54%	105%	113%	
2017 Dic.	1.001.112,81	1.555.477	1.723.907	-66.978	232.940	1.100.767	22%	51%	26%	-199%	43%	48%	
2018 Dic.	1.408.977,25	2.127.653	2.121.891	576.910	390.343	726.625	41%	37%	23%	-961%	68%	-34%	
2019 Dic.	1.895.380,88	2.449.051	2.736.026	1.606.981	690.215	1.037.907	35%	15%	29%	179%	77%	43%	
2020 Mayo	2.131.291,54	2.662.399	3.826.182			2.004.307							

Original Millones dólares								Original millones de pesos millones						
Reservas USS BCRA Seriese Original Valores diciembre Mill. u\$s cada año	ICA Exportaciones FOB original anual en millones u\$s	ICA Importaciones CIF original anual en millones u\$s	ICA Saldo Exportaciones FOB - Importaciones CIF original anual en millones u\$s	Balanza de Pagos Cuenta Corriente Original en Millones Dólares	Balanza de Pagos Original Saldo Bienes y Servicios en millones de u\$s	Balanza de Pagos Original Ingreso Primario (Rentas) en millones de u\$s	Balanza de Pagos Original Ingreso Secundario (Transferencias) en millones de u\$s	*Fiscal Ingresos Totales original en millones de pesos \$	*Ingreso Corrientes (fiscales y otros) Base Caja original en millones de pesos \$	*Gastos Corrientes (fiscales y otros) Base Caja original en millones de pesos \$	Superávit Primario Base Caja en millones de pesos \$	*Resultado Financiero Base Caja en millones de pesos \$		
2009 Dic	47.967	55.672	38.786	16.886	7.254	16.653	-10.319	920	2009 Dic	304.931	260.045	231.350	17.286	-7.131
2010 Dic	52.190	68.174	56.793	11.382	-1.623	12.344	-14.548	581	2010 Dic	409.901	350.296	301.781	25.115	3.068
2011 Dic.	46.376	82.981	73.961	9.020	-5.340	9.198	-15.073	534	2011 Dic.	540.134	434.787	411.999	4.921	-30.663
2012 Dic.	43.290	79.982	67.974	12.008	-2.138	10.944	-13.754	672	2012 Dic.	679.799	550.190	544.181	-4.374	-55.563
2013 Dic.	30.599	75.963	74.442	1.521	-13.124	-894	-13.165	734	2013 Dic.	858.833	717.856	691.645	-22.479	-64.477
2014 Dic.	31.443	68.404	65.813	2.591	-9.179	900	-11.614	1.535	2014 Dic.	1.169.683	1.022.794	1.001.671	-38.562	-109.720
2015 Dic.	25.563	56.784	60.301	-3.517	-17.622	-6.600	-12.105	1.083	2015 Dic.	1.537.948	1.202.938	1.346.269	-224.595	-303.761
2016 Dic.	39.308	57.879	55.912	1.967	-15.105	-4.035	-12.192	1.123	2016 Dic.	2.070.154	1.628.866	1.628.866	-343.526	-474.786
2017 Dic.	55.055	58.622	66.927	-8.305	-31.151	-15.143	-16.380	371	2017 Dic.	2.578.609	1.995.313	2.419.198	-404.142	-629.050
2018 Dic.	65.806	61.620	65.444	-3.824	-27.049	-9.709	-18.619	1.279	2018 Dic.	3.382.644	2.588.357	3.118.191	-338.987	-727.927
2019 Dic.	44.781	65.117	49.125	15.992	-3.997	13.012	-17.836	827	2019 Dic.	5.023.566	3.817.431	4.520.119	-95.122	-819.407
2020 Mayo	42.589	22.602	15.991	6.611	-910	5.972	-7.525	643	2020 Mayo	2.340.808	1.698.542	2.540.723	-636.099	-898.969

**Valores corrientes observados, gráficos:**

1) Valores observados en diciembre de cada año, excepto mayo de 2020.

Surgen con claridad los altos niveles alcanzados en Títulos y Pases emitidos por el BCRA.

En mayo del 2020, la suma de Títulos y Pases se aproxima al valor de la Base Monetaria, superando en ambos casos los \$ 2 billones.

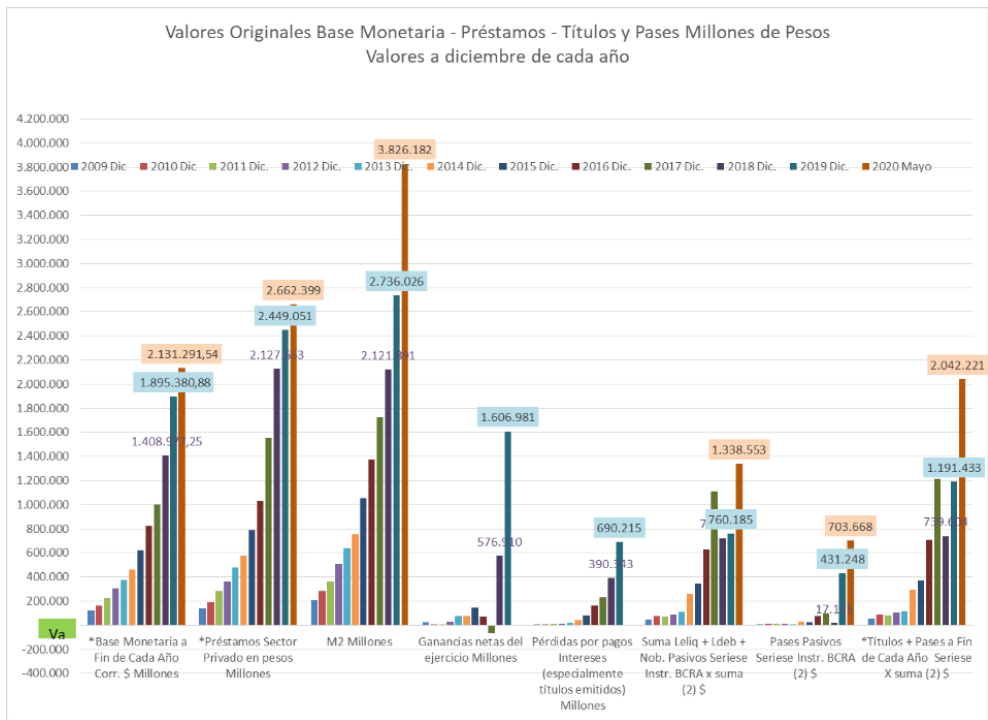
Decimos que la Base Monetaria supera los 2 billones en mayo del 2020 y su incremento está sujeto a la fuerte política de absorción tanto en Leliq como en Pases. Esto marca una clara definición de política monetaria del BCRA, buscando ahogar los excesos de monedas.

Si bien no lo incluimos en el gráfico, en junio la Base Monetaria se mantuvo en valores próximos a mayo, pero crece fuertemente la suma de Títulos y Pases en aproximadamente \$ 400.000 millones por encima del nivel de mayo.

Probablemente el año, de continuar con la política monetaria definida, cerrará con un valor elevado.

Consideramos el M2 por cuanto es uno de los agregados monetarios que siempre observan las autoridades del BCRA. En mayo de 2020 supera los 3 billones de pesos.

Para completar la información, se agrega el Resultado Neto o Ganancias Netas de la operatoria del BCRA, que siempre mostró ganancias, excepto en el 2017. La mayoría de dichas ganancias provienen de los diferenciales del tipo de cambio por las tenencias de Reservas y Títulos (entregados por el Tesoro al BCRA cuando retira reservas y contabilizados como activos), pero es bueno observar que en el cuadro de Resultados de los Estados Contables la principal pérdida, contrarrestando lo mencionado con anterioridad, proviene de los intereses pagados sobre los Títulos Emitidos (Leliq ahora y otros anteriormente).

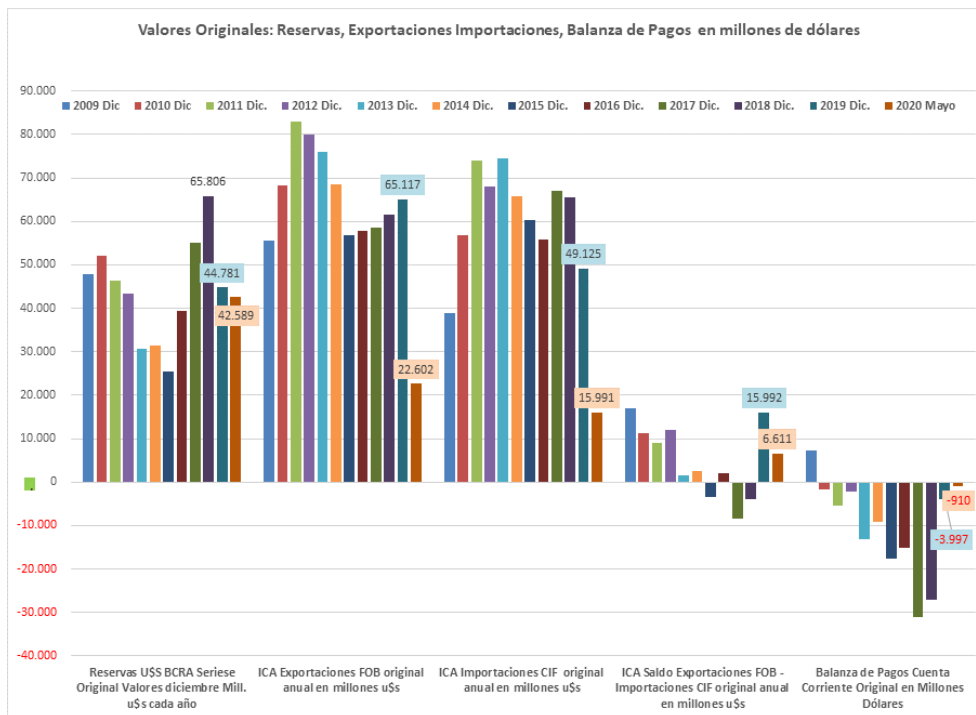


- 2) Las Reservas del BCRA disminuyen en los últimos tres años. El dato de mayo de 2020 resultó inferior a diciembre del año anterior. En los años recientes el mayor nivel se alcanzó en diciembre de 2018, producto de los aportes del FMI.

Tanto las Exportaciones como las Importaciones están afectadas y reducen valor. El 2020 será de disminución en ambos conceptos, y muy lejos de los años 2011/2012. No obstante, el Saldo final del Intercambio Comercial para el 2020 es bastante probable que ronde los u\$s 14.000 millones por caída de la actividad económica y, por tanto, de la necesidad de mayores cantidades de importaciones.

Otro aspecto a observar en las cuentas externas es el Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, mayormente mostrando Saldos negativos, pero en los años 2017-2018 se desmadró totalmente alcanzando la enorme suma en solo estos dos años de casi u\$s 60.000 millones negativos. Fue necesario entonces el socorro del FMI como prestamista de última instancia.

En el 2019, y en lo que va del 2020, disminuye significativamente el saldo negativo, obviamente por razones de fuerza mayor. No hay posibilidades de financiar montos importantes negativos y por el retroceso de la actividad, o sea se importa menos.

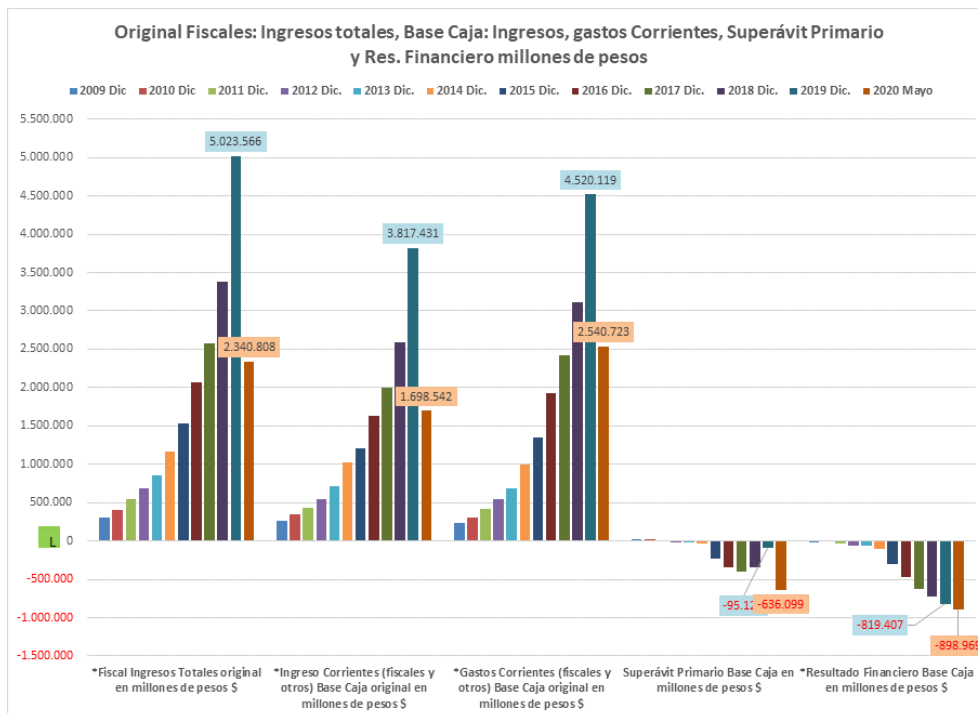


- 3) Los Ingresos Tributarios (DGI, Aduana y Seguridad Social) totales superan los \$ 5 billones en el 2019, y al final del corriente año los ingresos serán tacaños por el Covid-19, seguramente.

Lo mismo se puede plantear respecto de los Ingresos y Gastos (Base Caja) del Sector Público Nacional (no incluye provincias ni municipios). Lo importante es el Superávit Primario y Resultado Financiero que en el año 2020 será fuertemente negativo, potenciado por la pandemia.

El REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado) plantea que de julio a diciembre de 2020 puede alcanzar el S. Primario \$ 1,7 billones que, en definitiva, duplicará el valor alcanzado en mayo como se puede observar en el gráfico.

Obviamente, esto es producto de la pandemia y las respuestas que da el Gobierno nacional a los múltiples requerimientos, y no eludibles. Pero no toda la culpa la tiene el Covid-19: la larga historia fiscal muestra dificultades que vienen de lejos.



### Valores en dólares, gráficos:

- 4) En dólares se pueden observar algunos datos y permiten comparar mejor los años. En estos indicadores (Base Monetaria, Préstamos y Leliq, M2, Resultado del Ejercicio y Pérdidas por Pagos de Intereses) estarán seguramente en el 2020, lejos de los números alcanzados en el 2019.

Para tener una idea, los valores de mayo de 2020 de la Base Monetaria ya están muy próximos a los del 2019, y seguramente crecerán hasta diciembre en forma acentuada. Lo mismo se podría decir tanto de los Préstamos como de los Títulos. Todo indica que estaremos cerca de los valores más elevados alcanzados en los registros desde 2009.

Pero si observamos el M2, de mayo del 2020, también ya supera el valor alcanzado en el 2019 que, por otro parte, fue relativamente reducido si lo comparamos con años anteriores.

Esta cuenta (M2) funcionó en el **2017** a todo vapor, y la suma de Títulos y Pases esterilizó monedas a "lo pavote". No obstante, el M2 fue elevado.

Otros datos interesantes surgen de las Ganancias Netas del BCRA (en dólares), que luego transfiere total o parcialmente al Tesoro. En el 2019 cerró el año con una Ganancia de \$ 1.6 billón que equivale en dólares a la bonita suma de u\$s 26.830 millones, mayormente originada esta enorme cifra en diferenciales del tipo de cambio.

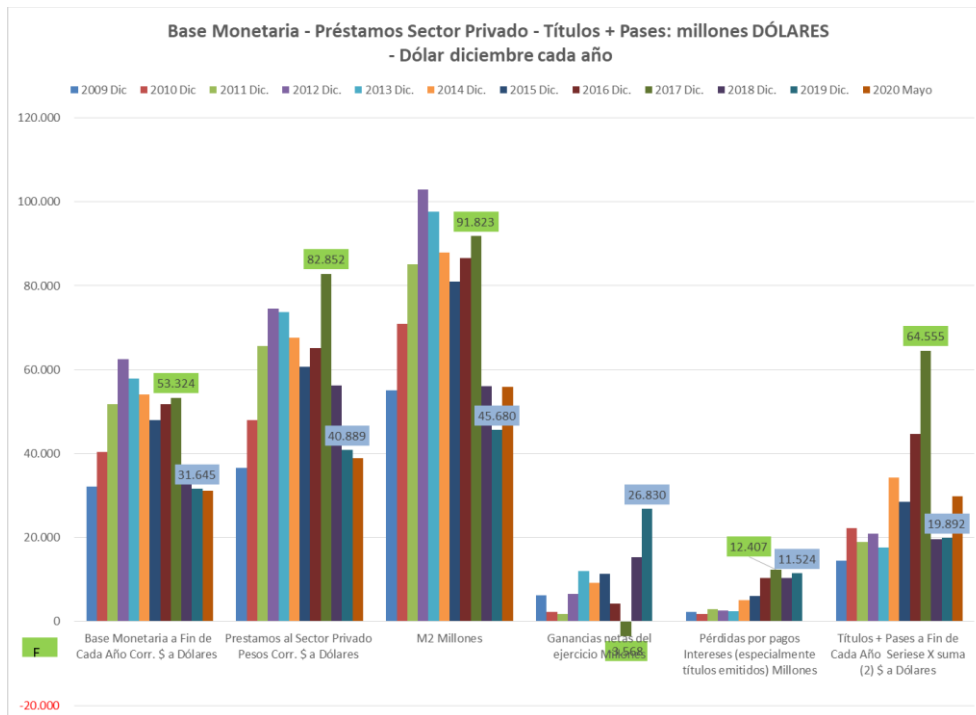
Pero si ponemos la mirada en las Pérdidas por Pagos de Intereses (integra el Cuadro de Resultados) en el 2019, alcanza a los u\$s 11.524 millones, cifra solo superada en el 2017: con muchos bríos alcanzó los u\$s 12.407 millones. Pero es un poco demasiado fuerte que entre los años 2016 y 2019 la suma de pérdidas por intereses pagados o devengados por Títulos emitidos por el BCRA supera los u\$s 39.000 millones, o sea que casi alcanza la cifra que prestó el FMI. Parece un poco mucho, y uno de los grandes cultores fue Sturznegger, pero no el único. Si lo queremos ver en pesos corrientes, o sea sin ajustes de ningún tipo, la suma en los 4 años mencionados es de \$ 1,4 billones, recordar la inflación de estos años.

- 5) Los primeros comentarios los hicimos en la aproximación con los valores originales, por ser ahora todos valores en dólares, podemos agregar que con las diferencias entre un año y otro y los saltos que se producen en las Reservas, en las Exportaciones e Importaciones y en los Saldos, no hay corazón que aguante.

Posiblemente, y como reflejo de las variaciones entre exportaciones e importaciones del Intercambio Comercial Argentino (ICA), único generador de dólares genuinos, las diferencias o Saldos negativos o poco positivos detonan luego con violencia en los Saldos de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos que, históricamente, carga con los valores negativos originados en las rentas y utilidades, el lado flaco de nuestro sector externo.

Los Saldo elevados y negativos de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y la escasez de dólares conforman parte de los históricos agujeros negros de la economía de Argentina.

Un ejemplo claro lo tenemos en el 2019, el saldo del ICA fue positivo por una razón sencilla: la actividad de la economía quedó semiparalizada, "ergo" la Cuenta Corriente de la Balanza de pagos fue levemente negativa.





- 6) Los datos fiscales en dólares ofrecen la posibilidad de dar información más dura, lo destacable y probable son los ingresos fiscales (DGI, Aduana y Seguridad Social) del 2020 que estén por debajo del año 2019, y obviamente se explican sencillamente por el frenazo de la actividad, Covid-19 mediante.

El crecimiento de los Gastos Corrientes (Base Caja) explica los valores del Superávit Primario y del Resultado Financiero, este último incluyendo los Intereses pagados

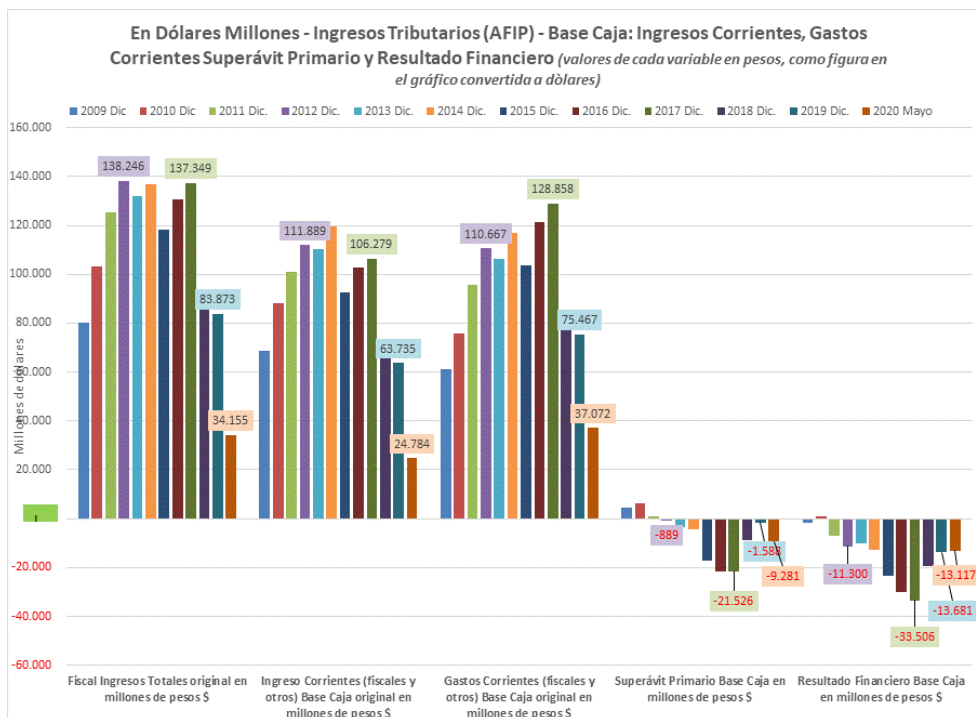
En cuanto al Superávit Primario, alcanza a mayo casi a u\$s 10.000 millones negativos; probablemente al finalizar el año se duplique.

Recordar que si bien los valores en u\$s son moneda dura, también dependen fuertemente del tipo de cambio o del dólar a diciembre de cada año utilizado en este documento. Algo de eso lo podemos apreciar tanto en el año 2012 como en el 2017 con un peso apreciado (o sea un dólar barato)

El Resultado Financiero (RF) incluye intereses. El 2017 fue un punto de máxima, tiene la particularidad el RF que si bien el superávit primario fue relativamente pequeño, el RF no dejó de ser significativo por el peso de los intereses.

Como se puede observar en el gráfico, el Superávit Primario (excluye intereses) fue negativo en los últimos 9 años y el Resultado Financiero (incluye intereses) negativo en los últimos 10 años.

Estas serán las cuentas con más dificultades en los próximos meses y posiblemente años, asociadas en parte a las exigencias de la pandemia.



## Valores en \$ constantes 2019, gráficos:

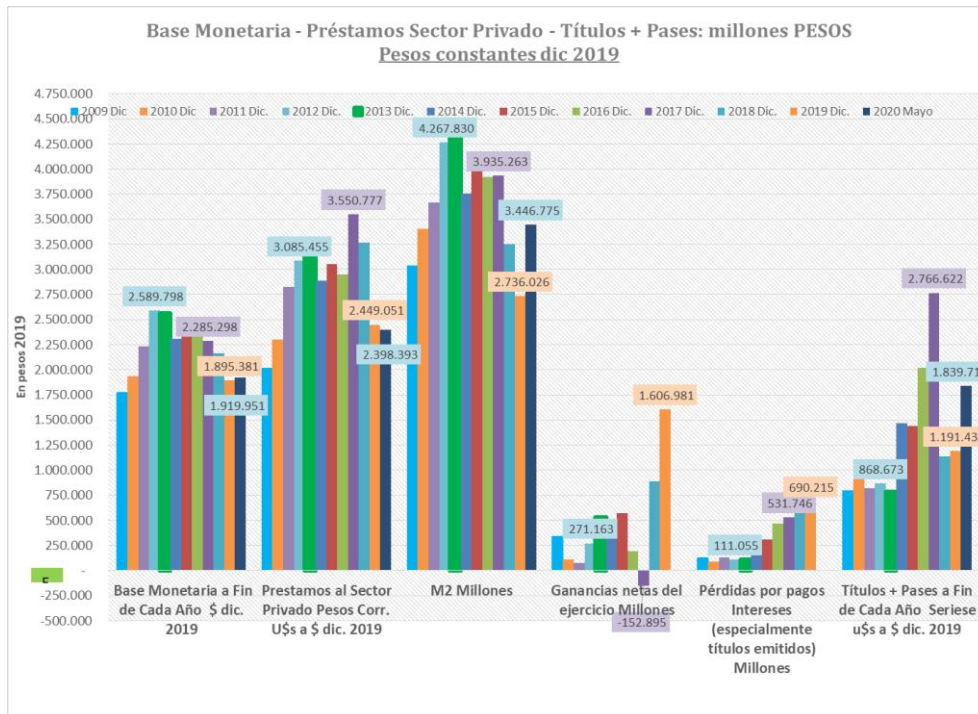
7) En moneda constante de diciembre de 2019, algunos valores monetarios cambian pero no tanto. Los valores máximos de la Base Monetaria se alcanzan en el 2012 y en el 2013, superando en moneda de diciembre 2019 los \$ 2.5 billones. Luego ingresa en un relativo declive en los años siguientes.

El camino recorrido por Préstamos es más irregular, con dos puntos máximos, 2013 y 2017.

La suma de Títulos y Pases Pasivos registra una relativa uniformidad entre el 2009 y el 2013. Luego es un ascenso con el punto culminante en el 2017, donde alcanza en moneda constante nada menos que los \$ 2.7 billones. Los años siguientes, 2018 y 2019, se reducen a la mitad.

El 2020 pinta para superar el nivel máximo. Las explicaciones las debemos buscar en el Covid-19, la pandemia, la cuarentena, la caída de la actividad y seguramente otras razones.

El año 2017 es un año a mirar, analizar y recordar, pero pareciera que las autoridades responsables no tomaron debida nota de los problemas que se estaban incubando, y sobre llovido, mojado, llegó el 2018. La famosa reunión del 28 de diciembre de 2017, con la presencia de los principales responsables, no alcanzó. Como será que ni ganancias ficticias pudo generar el BCRA en el 2017, o sea todo mal.



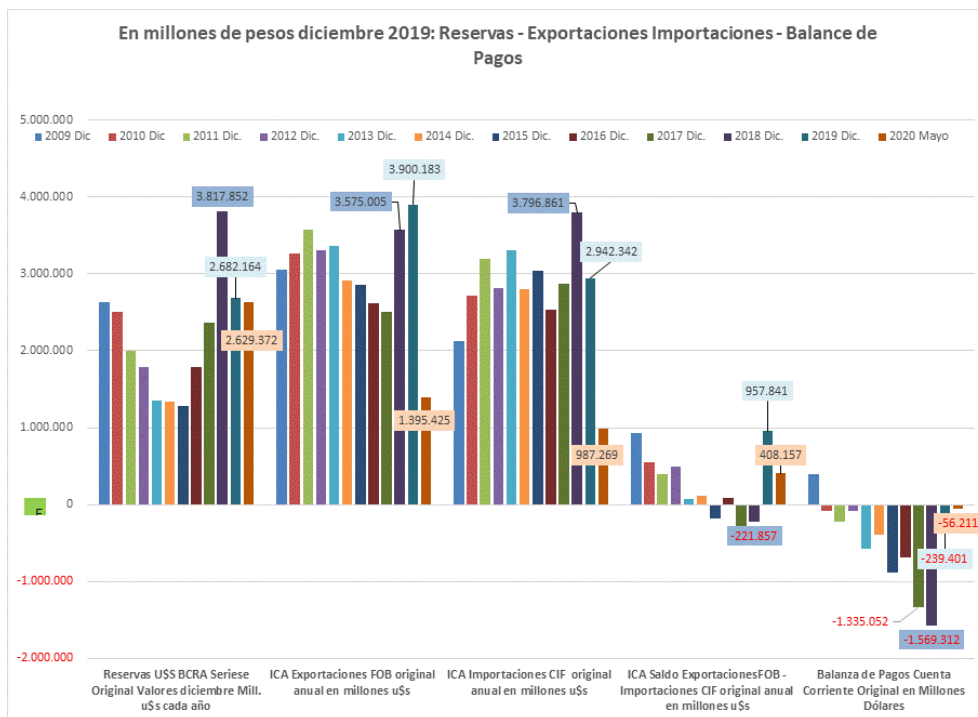
8) En las Reservas traducidas a pesos del 2019, el punto más bajo resulta diciembre de 2015, pero la disminución se produce desde el 2009. La tendencia es siempre a la baja, la más elevada se produce en el 2018, gracias al aporte del FMI.

En las Importaciones, el mínimo se produce en el 2009. Esto pareciera razonable por la crisis mundial del 2008-2009, que afectó a gran parte de la economía de casi todos los países.

Las Exportaciones en pesos constantes declinan hasta el 2017 y luego si presentan algún crecimiento.

En cuanto a los Saldos (Exportaciones menos Importaciones del ICA), se aprecia el saldo positivo del 2019, pero que se puede adjudicar totalmente a la caída de las importaciones en los años inmediatos anteriores. Los saldos fueron negativos o positivos, pero de menor volumen.

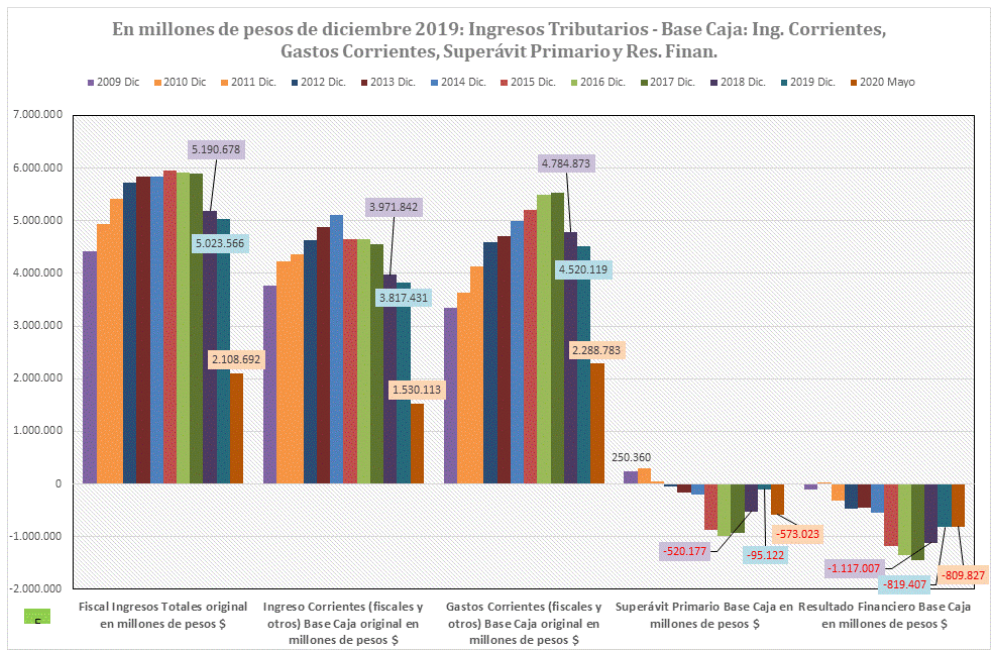
La Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos registra lo que dijimos anteriormente respecto de los años 2017 y 2018 por su elevado valor negativo. En estos números se encuentran explicaciones a la crisis que enfrentó y enfrenta la economía argentina, seguramente no solo.



9) En pesos constantes del 2019, se observa que la Recaudación Tributaria crece desde el 2009 y se mantiene en un alto nivel hasta el 2017, luego sí, la caída del 2018 y 2019, seguramente la mayor que se producirá este año.

Algo similar se puede decir de los Ingresos Corrientes (Base Caja), pero no de los Gastos Corrientes. Si se compara a ambos, los Gastos Corrientes crecen sin pausa hasta el 2017 y su contracara se aprecia en los valores negativos del Superávit Primario y en el Resultado Financiero.

Observando el Resultado Financiero, desde el 2015 se acentúan valores negativos. El peor de todos resulta el 2017. Obviamente ese valor se traduce también a la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, en especial por el pago de intereses y remisión de utilidades.



## Porcentajes del PBI, gráficos:

10) En porcentaje del PBI se puede observar que la Base Monetaria disminuye a lo largo de los años desde 2012. El 2020 probablemente marque un valor superior. El máximo nivel se alcanza en el 2012 con el 10.8 % del PBI.

Préstamos se presenta con más irregularidad, se destacan el 2013 y el 2017, el nivel máximo corresponde al 2013 con el 13 %.

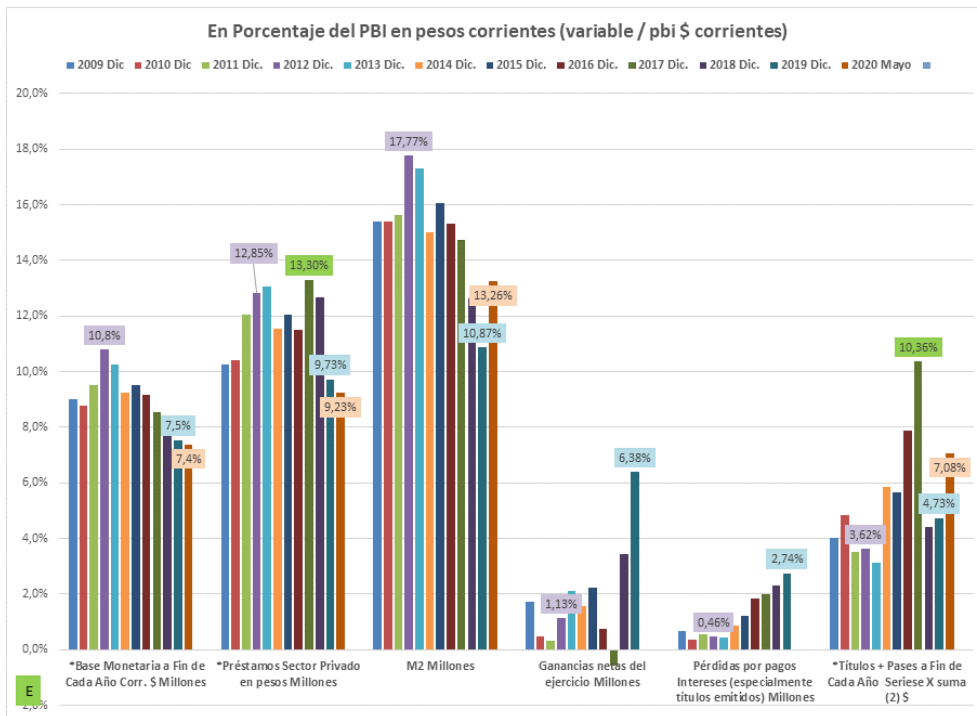
El M2 disminuye desde el 2012, pero con rupturas entre los años. El 2019 resulta ser el mínimo y hasta mayo de 2020 se va perfilando con un elevado valor. En el 2013 se logra el nivel elevado del 17 %

Es interesante observar las Ganancias Netas de cada ejercicio del BCRA. El año 2019 deja un abultado monto de \$ 1.6 billón originado en el diferencial del tipo de cambio, que será transferido (total o parcialmente) a la Tesorería de la Nación, algo así como más del 6 % del PBI.

Pero así como el 2019 deja un monto importante de Ganancias Netas, las Pérdidas incurridas por los Títulos Emitidos son también de alta significación: alcanzan a nada menos que el 2.7 % del PBI. Títulos y Pases llegan a niveles elevados en los diversos años. Los dos años destacados resultan el 2016 y el 2017.

En cuanto a Títulos y Pases es muy llamativo el nivel alcanzado en el 2017. Prácticamente se ubica a la misma altura que la Base Monetaria. Mayo y meses siguientes del 2020 apuntan a romper marcas con el valor alcanzado hasta el momento.

Evidentemente, desde hace muchos años se usa la compra de títulos con intensidad, con distintos nombres y restricciones. La diferencia puede ser que en los primeros años la tasa de intereses era menor.

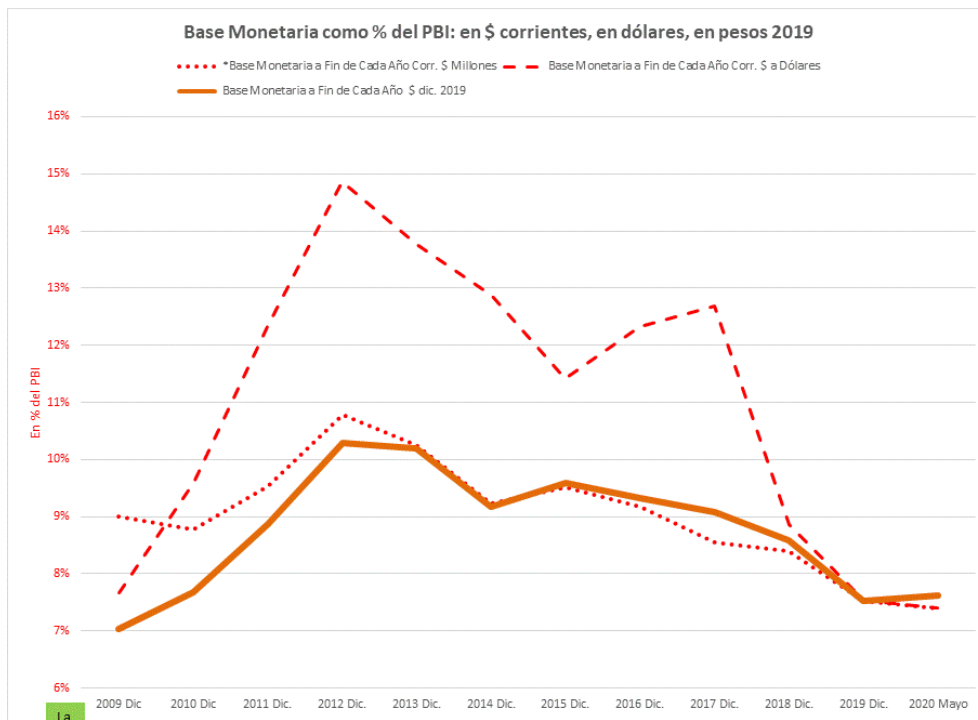


11) La Base Monetaria observa una caída en las distintas opciones en la relación con el PBI. El 2020 está por verse cuánto puede caer. La información que contamos es a mayo de 2020.

Pero sea ajustando por inflación o dólar, el retroceso se observa en las tres curvas.

Cuando el tipo de cambio se deprecia (peso barato, dólar caro) como ocurre a partir del 2018, las curvas son muy similares y alrededor del 7,5 % / 8,0 %.

Como ya comentamos el punto más elevado ocurre en el 2012. El otro pico pero en la valuación en dólares es el 2017, por la sencilla razón de la apreciación del peso o bajo valor del dólar. Luego como se puede apreciar el desbarranco es fuerte. Entonces ocurre lo contrario: fuerte depreciación del peso o alto valor del dólar.



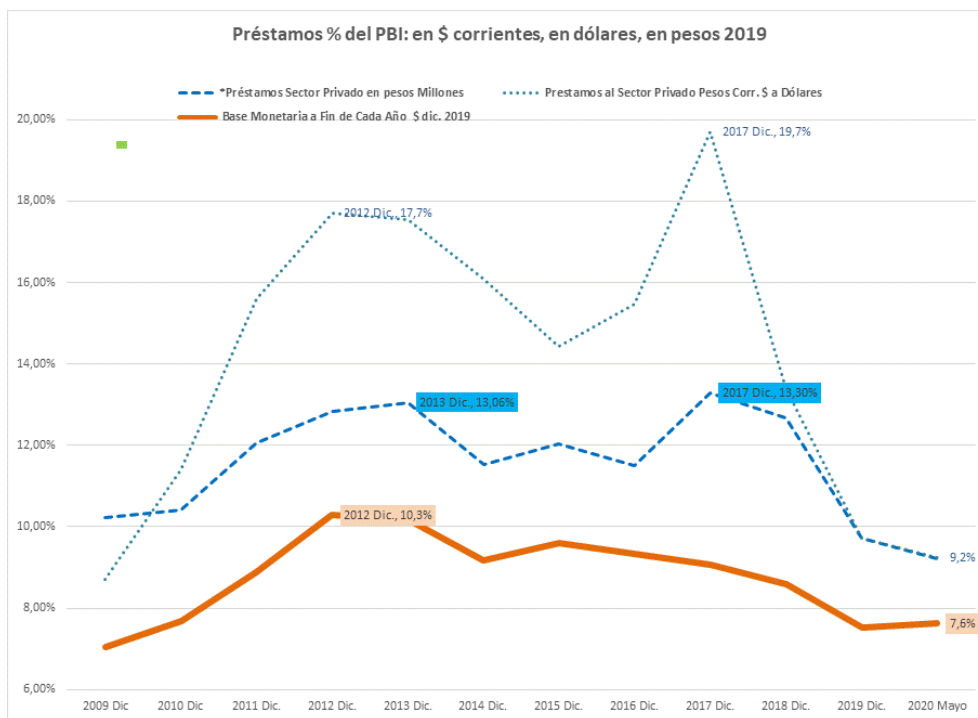
12) El gráfico ilustra sobre las diferencias cuando se consideran pesos corrientes, constantes o dólar. ¿Para qué sirve? Por lo menos para no quedarnos con una sola mirada cuando se analizan estos grandes e importantes números. Permiten interpretar cuanto influye la inflación o el tipo de cambio en los recorridos considerando el denominador PBI en pesos corrientes o en dólar.

En el 2017 el tipo cambio se aprecia y los Préstamos se elevan, otro tanto ocurre con menor intensidad cuando se utilizan pesos corrientes. El mayor nivel de actividad de ese año produce el crecimiento. Recordemos que el único año de la gestión anterior que mostró crecimiento fue el 2017, pero encerraba demonios: Satanás, Belcebú, Lucifer, o mejor Balanza de Cuenta Corriente.

En moneda constante los préstamos retroceden en los últimos años y en la actualidad prácticamente se encuentran en similares niveles de 10 años.

Como síntesis se puede decir que en las distintas formas de analizar Préstamos, los últimos años no fueron propicios y en todos los casos se observan debilitamientos con diferentes intensidades.

Incluimos la base Monetaria para observar que en la mayoría de los años se observa un recorrido relativamente similar a los Préstamos.



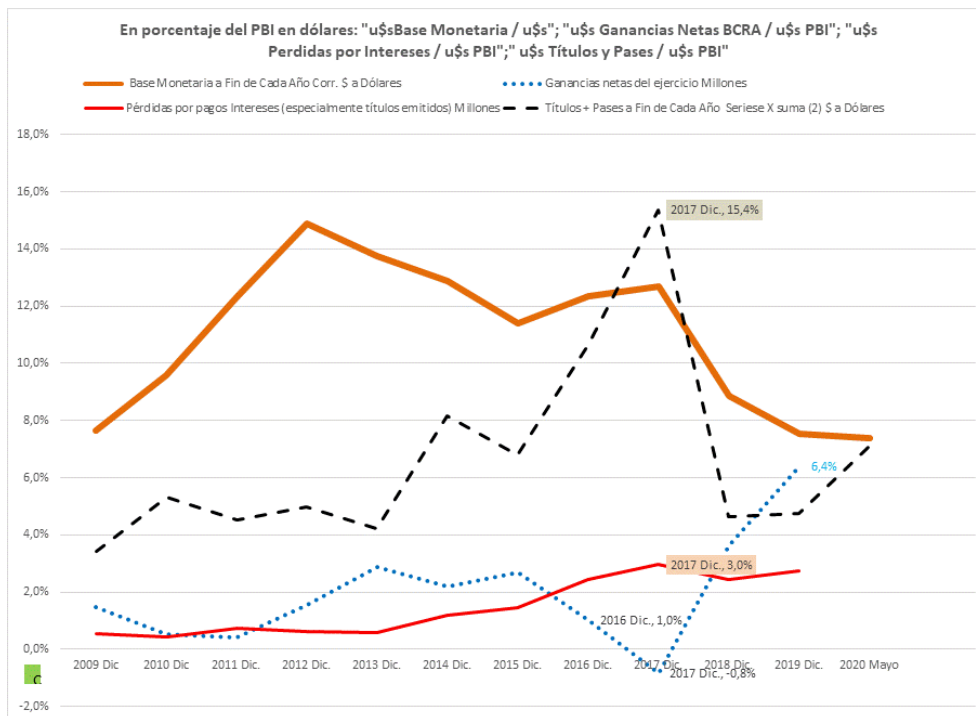
13) Cuatro indicadores claves, sobre la Base Monetaria hicimos comentarios.

Nos detendremos especialmente en los tres restantes:

Las Pérdidas por Pagos de Intereses (integra el Cuadro de Resultados de los Estados Contables) fueron siempre en crecimiento. El máximo resulta en el 2017, donde alcanza al 3% del PBI, enorme número. Se observa una pequeña disminución entre el 2009 y el 2013, los % son relativamente constantes, luego sigue el ascenso sin pausa, supuestamente era el costo necesario para lograr que los planetas se alinearan o aumentar reservas. No se logró.

Las Ganancias Netas de cada ejercicio del BCRA son irregulares porque dependen de los Títulos en poder del Banco Central, cómo se valúan y los movimientos del tipo de cambio. La máxima ganancia ocurre con el cierre del ejercicio 2019 y se destaca el 2017 en este caso porque es el único año de los que estamos relevando que cierra con una pérdida.

Títulos y Pases Emitidos por el BCRA presentan mayormente un crecimiento a lo largo de los años, con el punto "mayúsculo" en el 2017. Luego disminuye y muchas otras cosas ocurren en el 2018 y 2019.





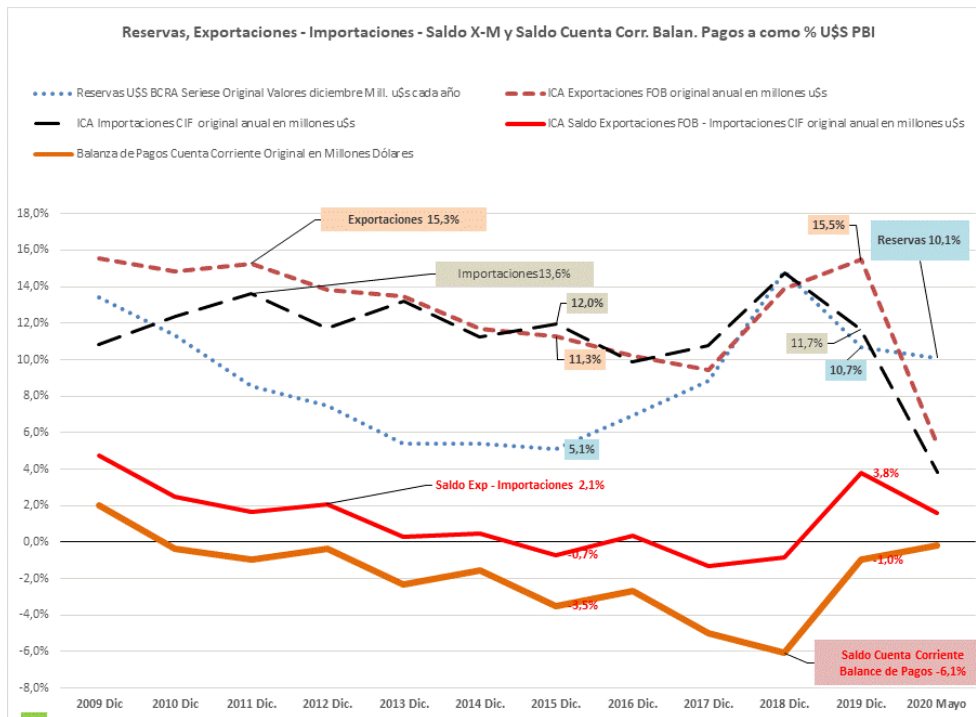
14) Con caída de las Exportaciones en términos del PBI en dólares en el largo tiempo del 2009 al 2017, con menos intensidad las Importaciones, el supuesto crecimiento del 2018 y 2019 tiene más que ver con el debilitamiento del PBI originado en muchas causas. Una de ellas fue seguramente producto de la fuerte depreciación del peso y el aumento del dólar. Algunos devaluadores no lo tomaron tan mal.

Se puede decir que el promedio de las Exportaciones y de las Importaciones gira alrededor del 12,6% para cada uno del PBI. La suma sería que el grado de apertura de la economía argentina es del 25%. No es mucho, pero la historia muestra frecuentes cambios. Excluimos el 2020 por cuanto la información es hasta mayo.

Como se puede observar también las reservas caen hasta el 2015 y luego lo contrario, pero ameritan varias aclaraciones que tienen que ver con el endeudamiento y el aporte del FMI:

El Saldo de las Exportaciones, menos las Importaciones (ICA), tiene un recorrido bastante similar al Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. Ocurre que en los años en que el Balance Comercial (ICA) es negativo (las importaciones mayores que las exportaciones), pega notoriamente este resultado sobre el Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. Eso lo vemos especialmente en el 2017 y 2018, donde se alcanzan los negativos más robustos.

Podemos observar algunos porcentajes en fechas claves, en el 2015: Exportaciones 11.3%; Importaciones 12%; Reservas 5.1%; Saldo ICA -0.7%; Cuenta Corriente B. Pagos -3.5%. En tanto en el 2019: Exportaciones 15.5%; Importaciones 11.7%; Reservas 10.7%; Saldo ICA 3.8%; Cuenta Corriente B. Pagos -1.0%. Explican algunas cuestiones, pero otras no, indudablemente. Les falta el cemento que las una.



15) Los Ingresos Tributarios entre el 2009 y 2019 se ubican alrededor del 22 / 24 % del PBI. No están incluidos los recursos que puedan recaudar las provincias y municipios. Se observa una retracción en los últimos años. No se considera en esta afirmación mayo del 2020.

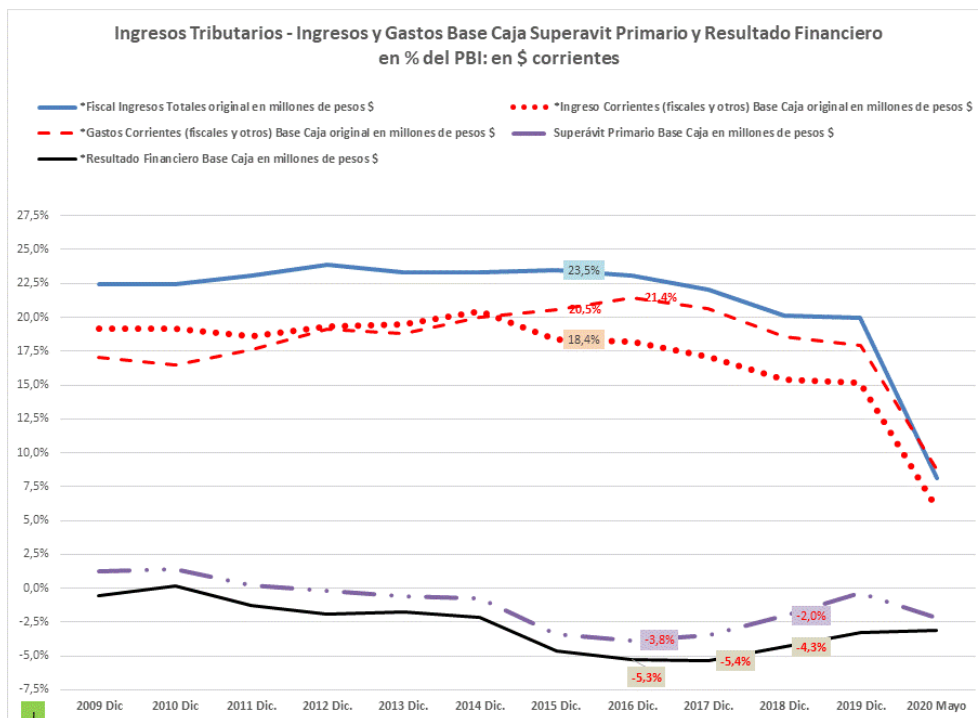
En Base Caja los problemas se presentan cuando los Gastos Corrientes superan los Ingresos Corrientes, y esto se verifica a partir del 2014 y luego se ensancha la diferencia.

Los Ingresos Corrientes Base Caja observan un recorrido bastante similar al de ingresos Tributarios, y luego retroceden. En cambio los Gastos Corrientes crecen hasta el 2017, pero en los años más recientes aumenta la grieta o brecha.

El resultado final se observa en las dos curvas inferiores, especialmente en la de Resultado Financiero con un valor negativo alrededor del 5% del PBI. Se debe recordar que en esta cuenta se incluyen los intereses pagados.

El Resultado Financiero nunca en los años considerados alcanzó un porcentaje positivo. La excepción resulta el 2010, seguramente afrontar esta cuestión no será sencillo.

Ambas curvas disminuyen, es decir aumentan el % negativo hasta el 2017. Luego muestra una recuperación, pero siempre en valores negativos. No hay milagros.



16) Lo presentamos también en valores constantes \$ 2019 y los resultados no son tan diferentes a cuando los observamos en términos de dólares.

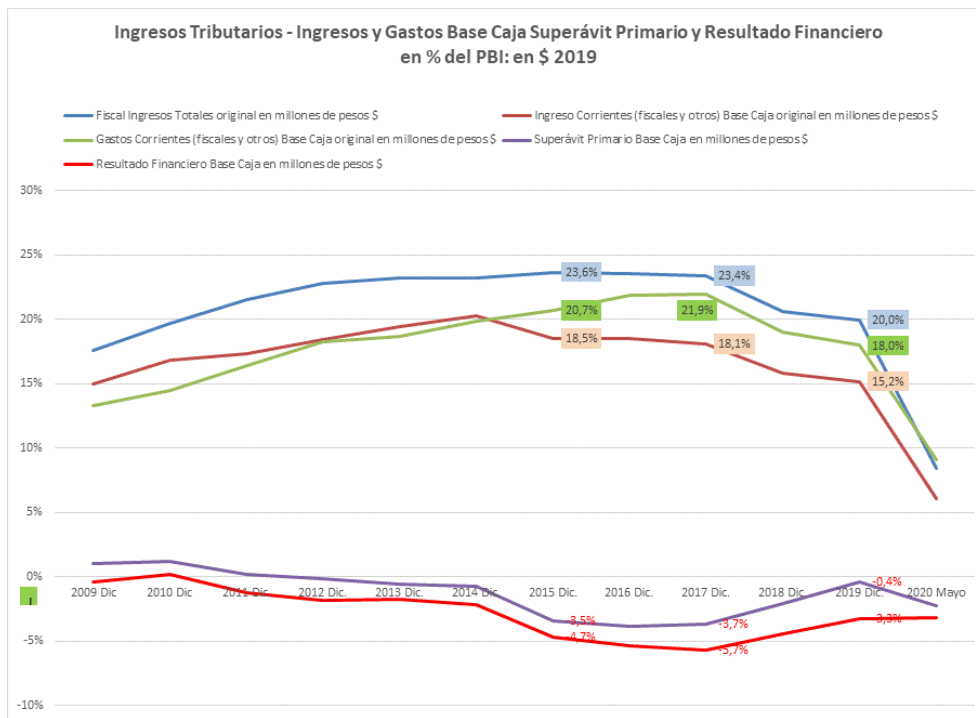
Los problemas originados en los Resultados Financieros negativos tienen larga data. La cuestión es cuándo y cuánto se pueden afrontar sin dislocar la economía. A partir del 2015 el rojo del Resultado Financiero fue en aumento, especialmente en los cuatro años siguientes. Las mayores dificultades se hicieron evidentes en el 2018, pero se venían incubando y terminaron en lo que terminaron, recurriendo al Fondo en la gestión anterior y el nuevo Gobierno peleando para no ingresar a un nuevo default.

El punto es que con un Resultado Financiero negativo de alrededor del 5% conocemos los impactos en la economía. Seguramente esto último lo tendrá muy en cuenta el ministro Guzmán.

Dejó de ser una cuestión ideológica el análisis de las consecuencias fallidas de las acciones de un gobierno, pero no solo eso. Algunos sectores de la sociedad también son responsables.

Los Ingresos Fiscales (DGI, Aduana y Seguridad Social), que no incluyen ni los provinciales ni los municipales, alcanzan cierta estabilidad máxima en los 23 % del PBI.

En los años 2018 y 2019 se debilitan los Ingresos varios puntos y probablemente este será el escenario del 2020. Lo sabremos en diciembre. Lo contrario ocurre con los Gastos Corrientes (Base Caja).



**Base 100=2019, gráficos:**

17) Es notable el papel que ha jugado, y sin grandes resultados, el volumen de Títulos y Pases en los distintos años. Esto tiene TRES caras, un alto costo "cuasi fiscal" que normalmente no se lo cuantifica.

Los efectos buscados con esos papeles y, por último, el argumento de única herramienta para afrontar la inundación de monedas y siempre con la producción de algún daño colateral.

Pero a lo largo de los años, los supuestos objetivos buscados; por un lado, controlar la inflación, secando o achicando la liquidez monetaria, y por otro, apuntalar cierto control sobre el tipo de cambio (dólar). Ambos objetivos no siempre fueron logrados o por lo menos con la intensidad que se espera y muchos menos al mismo tiempo.

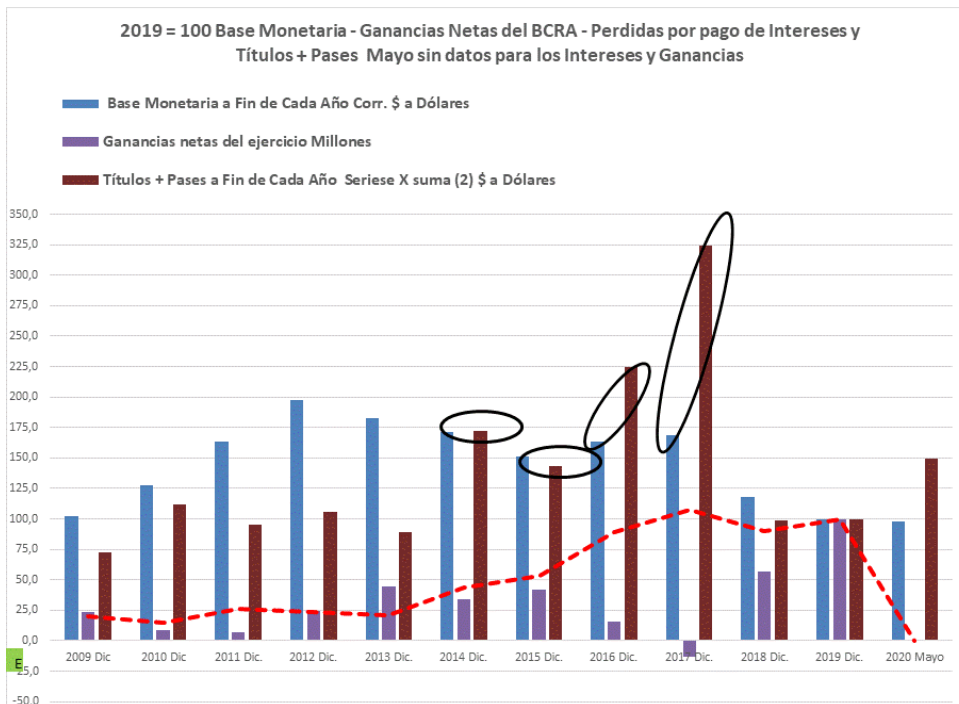
La única explicación posible surge de aplicar lo "contra fáctico" y algunas teorías del mundo posible: "Si tal cosa no hubiese ocurrido, emitir títulos, la inflación o el tipo de cambio nos hacía saltar por los aires". De esta manera ingresamos en un terreno amigable y podemos mantener en alto las banderas.

Consideremos el año 2017, el nivel alcanzado fue muy elevado en cuanto a mecanismos de absorción, ¿qué ocurrió en este período? El tipo de cambio efectivamente se apreció y mucho. La inflación se redujo, pero la liebre saltó por la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos con niveles nunca observados en términos negativos. Las ganancias del BCRA fueron negativas y pagamos o devengamos una tonelada de intereses.

Lo único que se recuerda es la famosísima reunión del 28 diciembre de 2017. Luego las culpas y otras vicisitudes. Todo fue supuestamente sin tener en cuenta algunas omisiones y luego sin futuros beneficios. Como ya contamos con el diario del lunes, sabemos que el resultado fue totalmente por otros caminos.

En el medio de la pandemia y con información parcial a mayo, seguramente tendremos que dar otras explicaciones para el volumen de secado monetario, pero no pinta que será reducida. En este particular existen explicaciones y son reales. Las autoridades económicas y las del Banco Central no tienen muchas opciones frente a las necesidades.

La Base Monetaria crece en los primeros años que estamos analizando, digamos hasta el 2012. A partir del 2014 empieza a tener fuerte importancia la operatoria del BCRA en cuanto a la utilización de Títulos y Pases. Tal como dijimos el 2016 y el 2017 fueron años de uso intensivo de estos instrumentos.



18) Si observamos el recorrido de las Reservas, surgen explicaciones por los valores alcanzados. En años anteriores al 2016, hubo restricciones a las importaciones y diversos mecanismos compensatorios.

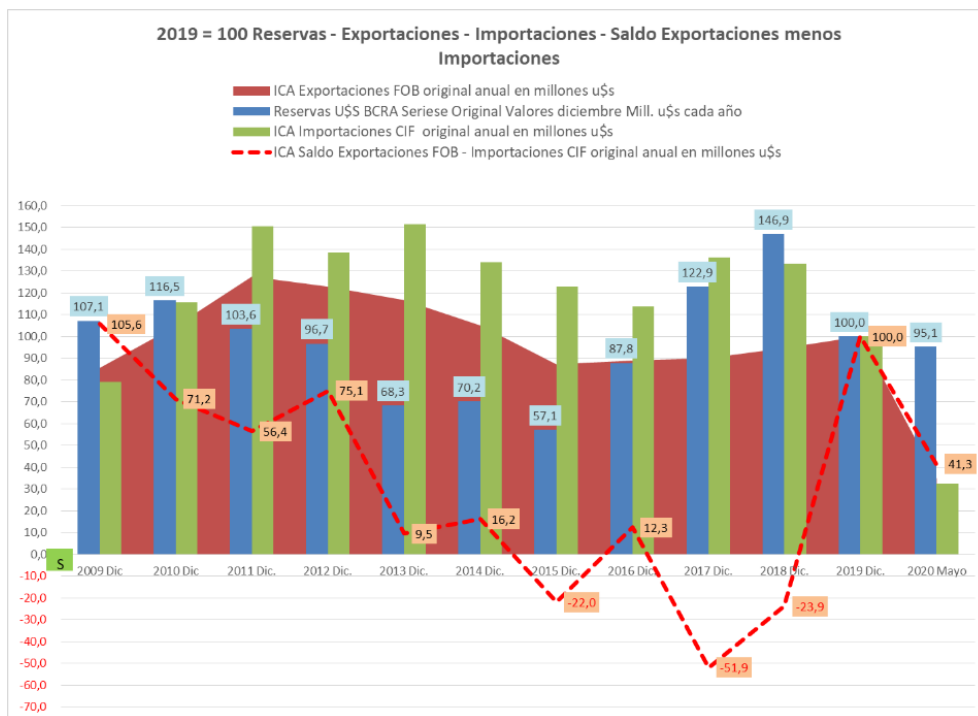
Se utilizaron exportaciones para poder importar, nada sencillas de llegar a una concreción, pero las reservas se fueron debilitando.

En los años 2017 y 2018 se elevan las reservas especialmente por los sistemas de endeudamiento y el fuerte aporte que realizó el FMI.

En tanto el saldo de la Cuenta Comercial (exportaciones menos importaciones del ICA) sistemáticamente retrocede hasta el 2018.

Los razonamientos frente a esto son muchos. Algunas veces por caídas de las exportaciones en el volumen o en los precios, con simultáneo crecimiento de las importaciones. Algunas veces por mayor actividad, otras por un peso apreciado y otras por recurrir a explicaciones que siempre tenemos a mano.

Pero queda claro que las exportaciones desde el 2011 fueron perdiendo posiciones, luego una suave suba en los años siguientes, pero nunca en niveles de alta significación y ya con la economía comprometida.

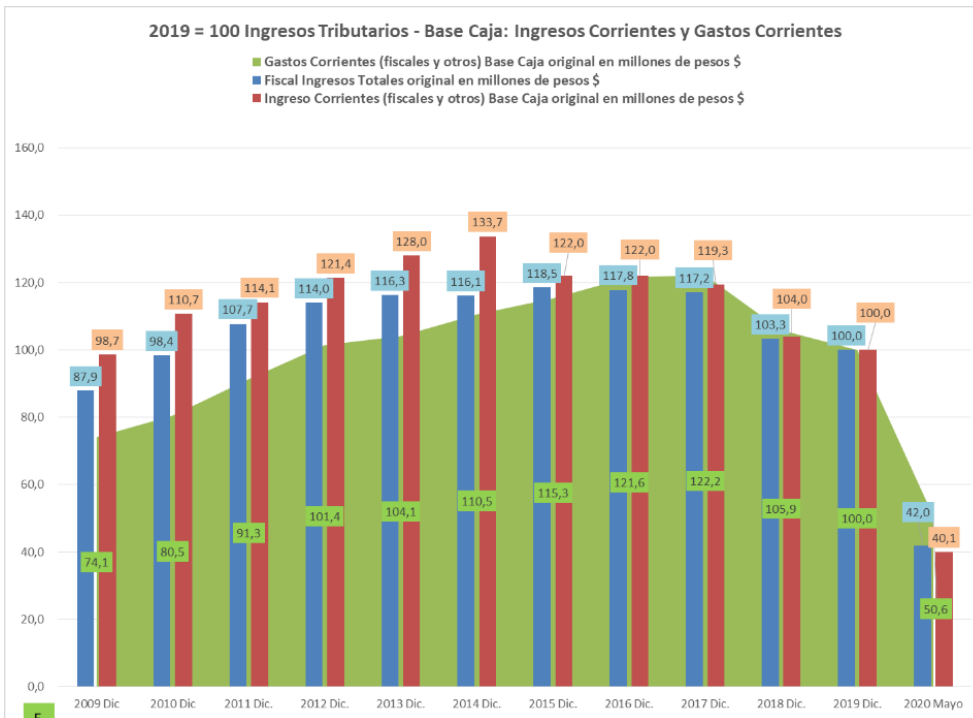


19) El aumento de los gastos corrientes (Base Caja) se mantienen sostenidamente, hasta el año 2017.

En cambio los Ingresos Tributarios (el total de la recaudación de DGI, Aduana y Seguridad Social) se estabilizan entre el 2012 y 2017, cae luego en el 2018 (similar al 2010) y en el 2019. El valor de mayo, veremos qué ocurre al finalizar el año, pero todo indica una fuerte contracción en los ingresos tributarios.

Los Recursos Corrientes (Base Caja del Sector Público Nacional) tienen otro comportamiento, pero existen diferencias en las contabilizaciones en Rentas de la Propiedad que producen algún ruido. No quisimos introducir cambios. Creemos que los debería hacer el Ministerio de Economía para contar con una serie oficial homogénea.

La gran tarea de las autoridades será ordenar la cuenta de Gastos Corrientes, y que no tenga efectos indeseables.



## 2009 a 2020: Algunas medidas económicas y monetarias impulsadas por las autoridades.

Se colocan los nombres de los presidentes del Banco Central por cuanto muchas veces no queda claro quién es el responsable del **Informe al Congreso**. La recopilación de datos, hechos y políticas monetarias y económicas surge de las publicaciones del Banco. Desde el 2016 no aparece la fecha de publicación del **Informe al Congreso** y se perdió la buena costumbre que tenía Redrado de adjuntar una nota de presentación. Supongo que el principal esfuerzo de redacción de las diversas publicaciones corresponde a la *Subgerencia General de Economía y Finanzas, Subgerencia General de Investigaciones Económicas y Gerencia de Análisis Macroeconómico, Gerencia de Análisis del Sistema Financiero y Mercado de Capitales, Gerencia Principal de Programación Monetaria*. La información que se resume desde el año 2009 se puede ampliar en base a los **Informes al Congreso**, los **Estados Contables**, la **Memoria Anual**, la última data del 2016, y los siguientes: **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** (a partir de julio de 2012), **Informe de Inflación** (hasta mayo de 2012), **Informe de Política Monetaria** (los últimos años). Comentario final, bien podrían dejar de cambiar los nombres a un producto similar. Los Informes mencionados son completos y necesarios de leer. También el más reciente: **Lineamientos para una Política Monetaria en una Economía en Transición Macroeconómica**.

### 2009

*Presidente BCRA: Martín Redrado (12/2007-1/2010); ministros de Economía, Carlos Rafael Fernández (11/2008-7/2009) y Amado Boudou (7/2009 a 11/2011)*

Aun con pesada carga de la crisis mundial del 2008/2009 iniciaron los países el proceso de recuperación.

El Gobierno nacional realizó un swap de tasas variables con el BID y el Banco Mundial. Con fecha 6 de abril de 2009 un acuerdo bilateral de swap de monedas entre el Banco Central de la República Argentina y el Banco Popular de China.

La política monetaria es definida sobre el agregado M2, suma del circulante en poder del público y los depósitos en moneda extranjera y doméstica. El control de la expansión de los agregados monetarios se realiza mediante la **esterilización** de la oferta de pesos. Los instrumentos utilizados son las LEBAC (letras en pesos y dólares del año 2002) y las NOBAC en pesos (iniciadas en abril de 2005). Para asegurar lo anterior se fijaron metas de crecimiento para el M2 y el M2 Privado. Se estableció el “corredor de pases activos y pasivos” en pesos a tasa fija para las operaciones con entidades financieras. Con respecto a la política cambiaria la consigna es sostener un **Tipo de Cambio Flotante Administrado**.

Con la sanción del Decreto N° 1.599/05, de fecha 15 de diciembre de 2005, el Poder Ejecutivo Nacional modifica artículos de la Ley N° 23.928 estableciendo que las **Reservas que excedan** el respaldo del ciento por ciento de la Base Monetaria serán denominadas de **Reservas de Libre Disponibilidad** y que podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales y entregando al BCRA títulos, pagarés o papeles similares. Esta medida produjo ruidos políticos y el reemplazo en los inicios del 2010 del presidente del BCRA, Redrado.

Con fecha 5 de noviembre de 2008 fue sancionada la Ley N° 26.422 de Presupuesto General de la Administración Nacional, cuyo artículo 72 modificó lo dispuesto por el artículo 20 de la Carta Orgánica del Banco Central (Ley N° 24.144 y sus modificatorias) ampliando la aplicación de los adelantos transitorios otorgados al pago de obligaciones en moneda extranjera. Gestionados y aplicados de acuerdo con las necesidades del Tesoro.

Posiblemente una de las medidas más importantes fue tomada en el 2008, con impacto pleno en los años siguientes. Nos referimos al traspaso al Estado de la **AFJP** (Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión), por Ley 26.425 de noviembre de 2008. Las AFJP surgen en el gobierno del Dr. Menem en 1993. Las razones fueron múltiples, algunas por comisiones derivadas del alto costo de administración, otras por el acceso a los fondos administrados que llegaban a los u\$s 23.000 millones y también los mayores ingresos mensuales de Seguridad Social del Sistema Integrado Previsional Argentino (**SIPA**). Se pasó de un sistema de capitalización a uno de reparto. El ministro de Economía era Carlos Rafael Fernández (abril de 2008-julio de 2009), pero el gestor del proyecto fue Amado Boudou, titular de la Anses (Administración Nacional de la Seguridad Social) y luego ministro de Economía, a partir de julio de 2009. En el 2009 los Ingresos del SIPA crecen por lo anterior.

Otra medida no estrictamente del BCRA, pero de importancia para las Provincias, fue el Fondo Federal Solidario (**FFS**), que se distribuye entre los gobiernos (provinciales) con parámetros de la Coparticipación Federal de Impuestos: el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados.

## 2010

*Presidentes BCRA: Martín Redrado (12/2007-1/2010), Mercedes Marcó del Pont (1/2010-11/2013); ministro de Economía, Amado Boudou (7/2009 a 11/2011)*

Luego de la recesión internacional de 2009, durante 2010 la actividad económica mundial volvió a crecer. Los volúmenes de comercio también mostraron una recuperación y precios con subas de las materias primas, y algo le tocó a la Argentina.

Se empieza a observar el impacto pleno de la **Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH)**, que comenzó a regir en noviembre de 2009 y los ajustes previsionales en el marco de la Ley de Movilidad Previsional.

Gobierno nacional impulsa el **Programa de Recuperación Productiva (REPRO)**.

El Programa Monetario 2010 y las políticas complementarias instrumentadas trataron de dar estabilidad en los agregados monetarios. Durante 2010 el Banco Central siguió desarrollando una política monetaria basada en la acumulación de Reservas Internacionales y control de la expansión de los agregados (monetarios), mediante la **esterilización** de la oferta de pesos. Para lograrlo se basó en el establecimiento de **metas cuantitativas** en términos de agregados particularmente sobre el M2.

El BCRA compra divisas (entrega pesos) luego **esteriliza** toda expansión monetaria excedente (saca pesos), utilizando Letras y Notas (**LEBAC y NOBAC**).

Y algo que se repite como explicación: Al comparar el saldo de **LEBAC y NOBAC** con el de variables monetarias relevantes, como las **Reservas Internacionales**, agregados monetarios como el **M2** o uno más amplio como el **M3** o la **Base Monetaria**. Se observan estos ratios y eureka, aumentaron en el transcurso del año por encima del crecimiento de los Títulos Emitidos. Esta explicación se utiliza bajo diversas gestiones del BCRA.

En los últimos meses del año se llevaron a cabo las primeras licitaciones de fondos del **Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB)**; por medio del otorgamiento de fondos a largo plazo a las entidades financieras aumenta la oferta de crédito a la inversión y a la actividad.

Continúa: A partir de abril de 2007 comenzaron las acreditaciones de fondos originadas en el **Programa Global de Crédito a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa** (contrato de préstamo con el BID N° 1192/OC-



AR y modificatorios) en coordinación con la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SEPYME).

Con fecha 1° de marzo de 2010, el Poder Ejecutivo Nacional (PEN) emitió los Decretos N° 297 y 298/2010. El primero de ellos dispuso la cancelación de la **totalidad de los vencimientos de capital e intereses con organismos financieros internacionales** correspondientes al ejercicio 2010 con **Reservas de Libre Disponibilidad** que, tal como se comentó, deben exceder el porcentaje establecido por el Artículo 4° de la Ley N° 23.928.

Para el punto anterior, el Poder Ejecutivo Nacional dispuso mediante el Decreto N° 2054 de 2010 la integración del **Fondo de Desendeudamiento Argentino** por US\$7.504 millones con reservas de libre disponibilidad para la atención de los servicios de la deuda pública con tenedores privados

Continúa: Con fecha 5 de noviembre de 2008, la Ley N° 26.422 modificó lo dispuesto por el art. 20 de la Carta Orgánica del BCRA, ampliando la aplicación de los **Adelantos Transitorios** otorgados al pago de obligaciones en moneda extranjera.

Continúa: la **flotación administrada** del tipo de cambio.

**Plan Canje** de autos particulares, taxis y camiones, usados por nuevos con una serie de condiciones. El beneficiario recibía un subsidio, crédito y descuento en la tasa de interés.

## 2011

*Presidente BCRA: Mercedes Marcó del Pont (1/2010-11/2013); ministros de Economía, Amado Boudou (7/2009 a 11/2011) y Hernán Gaspar Lorenzino (12/2011-12/2013)*

En el 2011, los principales socios comerciales de Argentina crecen, y Argentina sigue la racha del año anterior.

El BCRA transfiere en 2011 utilidades al Tesoro Nacional (TN) correspondientes al ejercicio 2010. Se agregan los provenientes del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la Anses.

Continúa: el BCRA con la política de **intervención cambiaria** (flotación administrada) y la creación secundaria. Para mantener este equilibrio en el mercado monetario, el BCRA **esteriliza** monedas como lo viene haciendo. Asimismo, el Banco Central continuó con las licitaciones de fondos del **Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario** (PFPB).

Ordena la **Repatriación de Inversiones en el Exterior de las Compañías de Seguro**. Esto responde a la Superintendencia de Seguros de la Nación, pero tiene efectos monetarios.

Luego de las elecciones presidenciales, y a partir del paquete de las medidas adoptadas en octubre de 2011, se puede mencionar: La implementación de **mayores controles sobre la compra de moneda extranjera** de libre disponibilidad para residentes, la eliminación de las excepciones de la obligación de ingreso de los cobros de exportaciones de bienes para hidrocarburos y minería, seguimiento de las operaciones que se cursan por el mercado de cambios de montos significativos, obligación de radicar en el país las inversiones registradas en el exterior por las entidades aseguradoras que operan en el país, y el establecimiento del requisito de la conformidad previa para la repatriación de inversiones extranjeras directas. Se instrumentan procedimientos y requisitos entonces para **residentes y no residentes** en la compra de divisas, tales como comunicar el tipo de moneda a adquirir, destino, el monto en pesos de la operación y el tipo de cambio aplicado. La AFIP evalúa datos, como la capacidad contributiva.

Con el Cepo se intenta poner un freno a la fuga de dólares que en el 2011 fue a tambor batiente, se fueron u\$s 21.000 millones.

Modificaciones en las exportaciones de hidrocarburos y el sector minero. Se estableció la obligatoriedad de ingreso y negociación en el mercado de cambios de los cobros de ambos sectores.

Continuó lo dispuesto por Decreto 298/10 o sea la creación del Fondo de Desendeudamiento Argentino destinado a la cancelación de los servicios de la deuda con tenedores privados correspondientes a 2010, destinándose una parte de los Adelantos Transitorios.

## 2012

*Presidente BCRA: Mercedes Marcó del Pont (1/2010-11/2013); ministro de Economía, Hernán Gaspar Lorenzino (12/2011-12/2013)*

Se continúa con la utilización de los Adelantos Transitorios para los dos fines.

Pero lo cierto es que fue disminuyendo en los últimos años el endeudamiento del sector público argentino, incluyendo el pago de la deuda al FMI en el 2006.

La nueva Carta Orgánica BCRA de abril de 2012 otorga facultades para operar sobre los créditos, regular sus condiciones y orientar su destino, especialmente los orientados a las Pymes y a las economías regionales. En este contexto, a principios de julio el BCRA estableció la **“Línea de créditos para la inversión productiva”** y continuó con el proceso de licitaciones de fondos del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPPB) iniciado en octubre de 2010. Los “Adelantos Transitorios al Gobierno nacional” son otorgados en virtud del artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA, de acuerdo con la modificación introducida mediante Ley N° 26.739 sancionada el 22 de marzo de 2012. El Banco puede hacer adelantos transitorios al Gobierno nacional hasta una cantidad equivalente al **12 % de la Base Monetaria**. Podrá, además, otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el **10 % de los recursos en efectivo** que el Gobierno nacional haya obtenido en los Recursos Fiscales.

Se continúa con la **esterilización** de parte de la expansión generada por la intervención cambiaria y el aumento del crédito (tanto público como privado) por medio del uso de los instrumentos de regulación monetaria disponibles (operaciones de pase, colocación de LEBAC y NOBAC, y otros).

Se suspenden normas en materia de formación de activos externos de residentes que permitían el acceso al mercado local de cambios por parte de residentes para formar activos sin obligación de una aplicación posterior específica. Solo pueden hacerse con conformidad del BCRA.

Continúa el Cepo, interviene el BCRA para importadores, otro tanto para operaciones de turismo, pasajes y exigencias de la Afip para el funcionamiento de los créditos hipotecarios.

También se lanzó el plan PRO.CRE.AR para financiar viviendas por medio del Fondo de Garantía de Sustentabilidad.

Desde diciembre de 2012, se agrega la utilización del Efectivo Mínimo con cambios en la normativa para favorecer el crédito a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs).

## 2013

*Presidente BCRA: Mercedes Marcó del Pont (1/2010-11/2013) y Juan Carlos Fábrega (11/2013-10/2014); ministros de Economía, Hernán Gaspar Lorenzino (12/2011-11/2013) y Axel Kicillof (11/2013-12/2015)*

El Gobierno nacional implementó a comienzos de 2013 un acuerdo de precios con grandes cadenas de supermercados y con firmas productoras importantes en la determinación de los precios.

**Exteriorización Voluntaria de la Tenencia de Moneda Extranjera** en el país y en el Exterior. Con fecha 29 de mayo de 2013, el Congreso de la Nación sancionó la Ley N° 26.860 que establece un régimen de exteriorización voluntaria de la tenencia de moneda extranjera en el país y en el exterior. Dispuso la creación del “Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico (BAADE)” y el “Pagaré de Ahorro para el Desarrollo Económico”, emitidos por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, y el “**Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN)**”, emitido por el BCRA. Todos estos instrumentos están denominados en dólares estadounidenses.

Se continúa con los créditos productivos de largo plazo, con especial atención a las MiPyMEs y las economías regionales. Prosigue la “Línea de créditos para la inversión productiva” (LCIP), también con el proceso de licitaciones de fondos del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) iniciado en octubre de 2010.

Desde mediados de diciembre, el Banco Central comenzó a ofrecer LEBAC en pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia entre el peso y el dólar estadounidense. Estas Letras únicamente para exportadores del sector cerealero y aceitero e Importadores.

Permanece el **Cepo y la política de flotación**, administrada por el tipo de cambio.

El Tesoro Nacional (TN) continuó utilizando fuentes del sector público para afrontar sus necesidades de financiamiento. El TN siguió atendiendo sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes del sector público: Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, Reservas internacionales de libre disponibilidad, suscripción de instrumentos de deuda —principalmente intra sector público no financiero— y préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA).

## 2014

*Presidentes BCRA: Juan Carlos Fábrega (11/2013-10/2014) y Alejandro Vanoli (10/2014-12/2015); ministro de Economía, Axel Kicillof (11/2013-12/2015)*

Con la sanción de la Ley 24.674, promulgada a fines de diciembre de 2013, rige para el corriente año una suba de Impuestos internos que fija las nuevas tasas del gravamen entre un 30 % y un 50 % para bienes de alto valor —en particular automóviles, motocicletas y embarcaciones.

Entre las principales medidas se destacan: la creación de un régimen de tasas de interés máximas para préstamos y mínimas para depósitos a plazos de personas físicas; el lanzamiento de programas de créditos blandos para la compra de vehículos de producción nacional (**PRO.CRE.AUTO**); el Programa de Fomento al Consumo y la Producción —“**Ahora 12**”—, destinado a financiar gastos de consumo con tarjeta de crédito hasta doce cuotas sin interés; la creación del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (**PROG.R.ES.AR**), cuyo objetivo es brindar apoyo económico a los jóvenes de entre 18 y 24 años que no terminaron sus estudios y que no trabajan o lo hacen de manera precaria. También se impulsa el lanzamiento de la segunda etapa del Plan de **Inclusión Previsional para la universalización** de la cobertura del sistema.

Continúa el uso del fondo de Desendeudamiento Argentino con Adelantos Transitorios por el Tesoro Nacional.

En mayo de 2014, se instrumentó la compensación a la empresa **REPSOL** por los pasivos originados en la expropiación del 51 % de las acciones de YPF. Se reestructuró la deuda elegible en el marco del **Club de París**.

Continúa del **Plan de Precios Cuidados**, implementado por la Secretaría de Comercio.

Durante 2014, la colocación de LEBAC y NOBAC a través del mercado primario constituyó la principal herramienta utilizada por el BCRA para **esterilizar** la expansión monetaria generada por las compras de divisas.

Durante 2014, el Tesoro Nacional (TN) siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mayormente con fuentes provenientes del resto del sector público; sin embargo, se destaca que, a diferencia de otros años, se realizaron colocaciones en el mercado local por unos \$36.000 millones

Por otra parte, a partir de octubre de 2014 se activó el acuerdo de swap de monedas locales con el Banco Central de la República Popular de China. Dicho acuerdo permite al BCRA solicitar intercambios por hasta un máximo cercano a US\$11.000 millones.

En el marco de su política de flotación administrada, el Banco Central produjo una suba del tipo de cambio que implicó un incremento del 23 %, respecto del valor de la moneda al cierre de 2013. Esto generó ruidos sordos.

## 2015

*Presidentes BCRA: Alejandro Vanoli (10/2014-12/2015 y Federico Sturzenegger (12/2015-6/2018); ministros de Economía, Axel Kicillof (11/2013-12/2015) y Alfonso Prat Gay (12/2015-12/2016).*

Prosigue la ayuda a las MiPyMEs, continuidad al Programa de Crédito Argentino (PROCREAR), destinado a la construcción y el Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FONDEAR). Además, en septiembre, en el marco del Programa de Competitividad de Economías Regionales (PROCER), se realizó una primera subasta. Dicho programa tiene como objetivo aumentar la productividad de un conjunto de cadenas de valor localizadas en las provincias extra pampeanas mediante préstamos, esencialmente a Pymes.

El Tesoro Nacional (TN) continuó afrontando sus necesidades de financiamiento tanto a partir de diversas colocaciones de instrumentos en el mercado como de fuentes provenientes del resto del sector público, sumando colocaciones en moneda nacional, en moneda extranjera y en instrumentos vinculados al dólar. Asimismo, a inicios del último trimestre del año se colocaron BONAR y BONAD.

Al momento de elaboración del **Informe al Congreso** (Informe del año 2015), se encontraba en vigencia el Decreto 55/2016 que declaró la **emergencia del Sistema Estadístico Nacional**. Para el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) implicó la suspensión de la publicación de un gran número de estadísticas oficiales correspondientes al último trimestre del año, quedando incompleta la información oficial del año 2015. El Informe al Congreso menciona que parte del mismo tiene un carácter provisorio y está basado en indicadores parciales disponibles.

A partir de diciembre comenzó a incidir sobre los ingresos fiscales el fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, relacionado con la eliminación de la detracción para las provincias de Córdoba, Santa Fe y San Luis del 15% de la coparticipación bruta destinada a la Administración Nacional de la Seguridad Social.

Se adoptaron a partir del cambio de Gobierno una serie de medidas que incluyeron: la normalización y unificación del mercado cambiario, la eliminación (o reducción) de diversos impuestos y trabas al comercio internacional y acciones para dar solución a los litigios con los tenedores de bonos argentinos en default con el objetivo de mejorar las condiciones de acceso al financiamiento.

Hacia mediados de diciembre de 2015, el BCRA reorientó su política monetaria hacia el objetivo de bajar la inflación. El BCRA liberó el flujo de operaciones corrientes y la compra de divisas y migró hacia un **régimen de tipo de cambio flexible**, con la intención de adoptar más adelante un régimen de **Metas de Inflación**. El resultado de esta medida fue la unificación del mercado cambiario llevando el valor del dólar norteamericano en torno a \$14 (\$10 a \$14)

Reducción o eliminación de los derechos de exportación sobre productos agrícolas y eliminación de cupos a la exportación.

Otras iniciativas implementadas fueron la eliminación de los límites que regían para las tasas de interés activas y pasivas, y la modificación de la operatoria de mercado abierto. Se implementaron cambios en los procesos de licitación de LEBAC en pesos y en dólares, se amplió la variedad de instrumentos disponibles, y se relanzaron las LEBAC en pesos ajustables por tipo de cambio.

Utilización de la **tasa de interés nominal como instrumento de política monetaria** fundamental.

A partir del anuncio de la unificación cambiaria, el Banco Central dejó que el mercado establezca libremente la paridad en las transacciones de compraventa de moneda extranjera.

Se realizaron cambios en las licitaciones de LEBAC en pesos en los mecanismos de licitación, eliminándose el segmento a tasas predeterminadas. A su vez, se amplió el universo de posibles tenedores de estos títulos, incorporando nuevamente la posibilidad de que **No Residentes** puedan suscribir LEBAC.

## 2016

*Presidente BCRA: Federico Sturzenegger (12/2015-6/2018); ministro de Economía, Alfonso Prat Gay (12/2015-12/2016)*

Además de ser el informe más breve, no contiene toda la información de otros **informes al Congreso**.

Al inicio del 2016 un conjunto de bancos internacionales otorgó un préstamo REPO por u\$s 5.000 millones para fortalecer Reservas.

Para acabar con el llamado “cepo cambiario”, el BCRA flexibilizó las normas que regulaban el mercado cambiario. En consecuencia, se estableció un **esquema de tipo de cambio flotante**, en el cual se opera la paridad de las transacciones de compraventa de moneda extranjera en función de la demanda y oferta de divisas en el mercado de cambios. El BCRA se reserva la potestad de participar en dicho mercado.

Modificación de normas sobre efectivo mínimo, transferibilidad de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero, liberación de operaciones de compra de moneda extranjera para importación y flexibilización en normas que regulaban el MULC (Mercado Único y Libre de Cambios).

Si bien la implementación formal de las **Metas de Inflación** comenzó en enero de 2017, las medidas adoptadas durante 2016 se orientaron a desarrollar los denominados tres pilares del nuevo régimen monetario: utilización de la **tasa de interés como principal instrumento** de política monetaria y eje de la estrategia antiinflacionaria; **libre flotación de la moneda**; nuevos **mecanismos de rendición de cuentas** sobre las decisiones de política monetaria.

En un esquema de **Metas de Inflación**, se supone que el BCRA influye en la toma de decisiones de los operadores a través del manejo de la Tasa de Interés de corto plazo. A partir de marzo de 2016, una vez retirada la mayor parte del excedente de base monetaria, el BCRA comenzó a utilizar la tasa nominal de interés como principal instrumento de política, dejando que la **cantidad de dinero se ajuste de forma endógena** a las necesidades de los agentes. Podemos anticipar, como se verá más adelante, que lo “endógeno” se utiliza para estimular variables bajo diversos ropajes, pero dice mucho y poco esta expresión.

Según el BCRA, la elevada volatilidad de las tasas heredadas del régimen de metas cuantitativas anterior (recordemos la política monetaria centrada en agregados) y la mayor intensidad en el uso de Letras del Banco Central (LEBAC) hizo que tuvieran un rol preponderante en el proceso hacia el nuevo esquema de Metas de Inflación. En el 2016 la tasa de las LEBAC a 35 días de plazo fue la más utilizada. También en otros momentos se da la misma explicación: como resultado, el peso de las LEBAC netas de la adquisición de reservas (que constituyen el activo que creció en simultáneo) cayó un 0,4% del PBI durante el año.

El BCRA también impulsó nuevos instrumentos financieros, denominados en Unidad de Valor Adquisitivo (**UVA**) y líneas hipotecarias ajustables por UVA.

La Ley 27.260 de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados fue sancionada por el Congreso de la Nación el 29 de junio y se promulgó el 22 de julio mediante el Decreto 881/2016. Contempla la actualización de los haberes (en los casos en los que no fueron bien calculados) y el pago en cuotas de los retroactivos correspondientes.

Puntualmente en diciembre de 2016, se otorgaron reducciones impositivas como la exención del impuesto a las ganancias del medio aguinaldo de diciembre y el otorgamiento del bono de fin de año a trabajadores estatales, jubilados y pensionados de menores ingresos y beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo (AUH).

## 2017

*Presidente BCRA: Federico Sturzenegger (12/2015-6/2018); ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne (01/2017-08/2019); ministro de Finanzas, Luis Andrés Caputo (01/2017-08/2018).*

A partir de la primera semana de enero, el Banco Central cambió o modificó la tasa de interés de política monetaria, que pasó a ser el centro del corredor de sus pases a 7 días de plazo, en reemplazo de las LEBAC a 35 días de plazo.

**En enero** el Banco Central adoptó formalmente un **Régimen de Metas de Inflación**, con un rango objetivo de inflación decreciente en el tiempo: entre 12 % y 17 % para 2017, entre 8 % y 12 % para 2018, y 5 % a partir de 2019. Durante el 2016 había realizado una transición a este nuevo régimen monetario, desarrollando nuevos instrumentos y eliminando regulaciones que generaban distorsiones, y que entorpecían la transmisión de la política monetaria que se pretendía instalar.

*Ya son historia las metas de inflación en Argentina. No duraron mucho y nos anticipamos un año a lo ocurrido finalmente. Tan es así que el mismo BCRA en informes posteriores (del año 2018), enuncia que los hechos demostraron que la Argentina aún no estaba preparada para un régimen de este estilo y que se requeriría (más adelante) un ancla nominal más potente.*

Pero sigamos con el año 2017. En los primeros días el Gobierno eliminó el requisito de **permanencia** de 120 días para fondos financieros provenientes del exterior y el BCRA eliminó los **límites** para operar con efectivo en el mercado de cambios y la **obligación** de ingresar al país los cobros de servicios exportados, suprimiendo

así los últimos escollos para una movilidad plena de capitales necesarios para la política monetaria que se iniciaba.

En 2017, el BCRA renovó su acuerdo de swap de monedas locales con el Banco Central de China. Dicho acuerdo tiene un plazo de tres años y le permite al BCRA mantener un margen adicional de maniobra para dar soporte a su liquidez en moneda extranjera.

El objetivo primordial de la política monetaria que se venía definiendo era lograr una inflación baja y estable.

Pero no se logró fácilmente esto. El Banco Central identificó la dureza de la inflación, y ya en el tercer trimestre del año se acentuó el sesgo antiinflacionario y buscando responsables se apuntó por el lado del Brexit, la falta de acuerdo del NAFTA y las tensiones geopolíticas de la península de Corea, pero no fue necesario ir tan lejos.

Se hablaba de lidiar con la flotación cambiaria sin necesidad de utilizar el tipo de cambio como **ancla nominal**. Pero finalmente se utilizó, según lo demuestran los números del 2017.

En el tercer trimestre el Banco Central siguió restringiendo las condiciones de liquidez del mercado monetario con operaciones de mercado abierto. La acumulación de divisas tiene como contrapartida la emisión de letras y pases pasivos netos realizada para **esterilizar** la expansión monetaria que generan las compras de dólares por parte del Banco Central (pases netos y LEBAC), que supuestamente aumentan los activos externos. El rendimiento de las reservas internacionales, dado por la tasa de interés que pagan las mismas y por la evolución del tipo de cambio, puede compensar el costo financiero (elevado, muy elevado) de los pasivos emitidos para esterilizar su adquisición. Este argumento se utiliza siempre cualquiera sea el momento político.

En conclusión, y nos quedamos tranquilos, cuando tomamos en cuenta la adquisición de activos externos que se financiaron con los pasivos monetarios, les agregamos la evolución del PIB y fantaseamos con la proyección de ingresos de futuros del Banco Central: concluimos que los pasivos no monetarios netos de reservas adquiridas han caído como porcentaje del PIB; y que, aun sin descontar estos activos externos, los ingresos futuros resultan más que suficientes para atenderlos. Nada de eso pasó.

Las metas vigentes durante gran parte de 2017 fueron de entre el 8 % y el 12 %. Sin embargo, a fines de diciembre en una muy famosa reunión con la presencia del jefe de Gabinete, **Marcos Peña**; el ministro de Hacienda, **Nicolás Dujovne**; el ministro de Finanzas, **Luis Caputo**, y **Federico Sturzenegger**, como presidente del BCRA, se decidieron cambios y diferimientos en las **Metas de Inflación**. La reciente criatura de Metas de Inflación se perdió "**por los cerros de Úbeda**". Luego conocemos la historia, los intercambios de culpas y las secuelas de problemas del 2018.

Es interesante leer sobre las Metas de Inflación los vaticinios de las autoridades, las comparaciones y los logros que se iban consiguiendo, especialmente en los *INFORMES DE POLÍTICA MONETARIA de octubre de 2017 y enero de 2018*.

## 2018

*Presidentes BCRA: Federico Sturzenegger (12/2015-6/2018) y Andrés Caputo (06/2018-09/2018) y Guido Sandleris (09/2018-12/2019); ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne (01/2017-08/2019)*

Seguramente la presentación del Informe al Congreso la produce Sandleris, con lineamientos breves, bajo la consigna "lo bueno si breve, dos veces más breve".

La economía continuó contrayéndose durante el año 2018, caída iniciada en abril.

**Acuerdo Stand By** con el Fondo Monetario Internacional. El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó en junio de 2018 un acuerdo Stand-By de tres años por u\$s 50.000.000. El 22 de junio de 2018 se recibió el primer desembolso por u\$s 15.000.000. La mitad de ese monto (u\$s 7.500.000) iba a ser destinado al respaldo presupuestario. El monto restante del respaldo financiero del FMI (u\$s 35.000.000) estaría disponible a lo largo de la duración del acuerdo, supeditado a exámenes trimestrales a cargo de su Directorio Ejecutivo. La **Carta de Intención** presentada por el Gobierno argentino fue acompañada del **Memorándum de Políticas Económicas y Financieras (MPEF)** que describe los objetivos económicos y las políticas del Gobierno de la República Argentina para el año 2018 y hacia adelante y por el **Memorándum de Entendimiento Técnico** que establece los objetivos específicos que el país se compromete a alcanzar en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). El Memorándum de Políticas Económicas y Financieras contempla entre las metas estructurales el compromiso del Congreso de la Nación antes del mes de marzo de 2019, un proyecto de modificación de la Carta Orgánica del BCRA para darle mayor autonomía en su operatoria, y reforzar la rendición de cuentas. El Memorándum también contiene la intención del Ministerio de Hacienda de recomprar gradualmente una porción significativa de las Letras Intransferibles en poder del BCRA. Pero todo pasó muy rápido y el naufragio se aceleró.

El Banco Central actuó con las herramientas disponibles en respuesta a las presiones sobre el mercado cambiario: vendió divisas en el mercado, dejó corregir el tipo de cambio, incrementó los encajes bancarios para absorber liquidez y aumentó la tasa de interés de política monetaria. No obstante, en vista de la magnitud de la turbulencia financiera y ante el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación (*que ya estaban desancladas*), se debieron adoptar medidas y parches de urgencia.

A mediados de agosto de 2018 el Banco Central anunció un programa de cancelación de **LEBAC**. Estos pasivos de la autoridad monetaria habían estado en el centro de la escena en la turbulencia cambiaria iniciada en abril (*recordemos que se disparó el dólar y la inflación*). Supuestamente la fuente de inestabilidad de la demanda de estos instrumentos (las **Lebac**) residía en que podían ser adquiridas por **tenedores domésticos** que no fueran bancos y por **no residentes (son los primeros que rajaron)**.

Y aparecen las LELIQ que solo pueden ser **adquiridas por las entidades financieras**. Asimismo, se definió que las entidades financieras solo podrían participar en las licitaciones primarias de LEBAC por cuenta y orden de terceros no bancarios, no pudiendo vender sus LEBAC remanentes en el mercado secundario a entidades no bancarias.

En consecuencia, las LELIQ ganaron terreno, consolidándose como el principal instrumento de intervención del Banco Central.

En octubre de 2018, otra Política Monetaria. Se decidió adoptar un **esquema de control de agregados monetarios** junto con una regla simple de intervenciones en el mercado cambiario con el objetivo de recuperar el ancla nominal (o de dónde agarrarse) de la economía. De esta manera, se abandonó el régimen de **Metas de Inflación** que se venía implementando desde 2017, buscando entonces supuestamente una guía más potente del accionar del Banco Central para reducir la inflación. Concretamente se estableció un objetivo de **crecimiento cero de la Base Monetaria** (permitiendo un ajuste estacional en diciembre del 2018) y se definieron zonas de intervención y no intervención cambiaria en la ya **famosa banda de intervención**. Se compraba o vendía dólares de acuerdo a la banda, que luego se fue ajustando con maquillajes.

Simultáneamente, se implementó el **programa de licitaciones diarias** que se había acordado con el FMI para que el Tesoro vendiera el total de u\$s 7.500 millones recibidos para atender sus necesidades en moneda doméstica.



La finalización del desarme de LEBAC también derivó en una modificación de la política de encajes. A fines de septiembre, el Banco Central había resuelto que los requisitos de efectivo mínimo por el aumento de depósitos a plazo fijo pudieran ser integrables enteramente en Letras de Liquidez (LELIQ).

La tasa de interés promedio de las LELIQ se ubicó en 73,5% anual a comienzos de octubre, y no alcanzaba a domar al encrespado demonio cambiario y financiero.

En el esquema de política monetaria vigente, el objetivo de base monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria para el tipo de cambio. La zona de no intervención cambiaria quedó definida el 1º de octubre de 2018, para un tipo de cambio de 34 pesos por dólar en el límite inferior y 44 pesos por dólar en el superior. No alcanzó.

Pero las tensiones cambiarias por factores externos e internos continuaron, dejando al país irremediamente alejado de los flujos de capitales internacionales.

En los meses del tercer trimestre del 2018 se realizaron ventas de divisas al sector privado intentando moderar la volatilidad cambiaria por un monto de u\$s 4.532 millones. Aparentemente esto, y otras cuestiones que le endilgaron los del FMI, le costó a Caputo la presidencia. Por otro lado, se produjeron fuertes aumentos de la tasa de interés utilizada como referencia, y nada.

Por último, el Poder Ejecutivo nacional negoció un **nuevo acuerdo con el Fondo Monetario** Internacional. El acuerdo alcanzado con el organismo, anunciado el 26 de septiembre, reforzó el financiamiento del Gobierno nacional, aumentando los recursos disponibles por u\$s 19.000 millones hasta fines de 2019, y elevando el monto total disponible en el marco del programa a u\$s 57.100 millones hasta 2021. Al establecerse una meta sobre la cantidad de dinero (crecimiento nulo de la base monetaria), **la tasa de interés de referencia (la tasa de LELIQ) pasó a determinarse endógenamente**. Recordemos lo dicho anteriormente sobre esto.

Con el propósito de fomentar la bancarización en 2018 se habilitó a dependencias como cafeterías, librerías, estaciones de servicio, supermercados.

Ampliación del Acuerdo Bilateral de Swap de Monedas con el Banco Popular de China. Con fecha 2 de diciembre de 2018 se firmó un acuerdo que complementó al swap de monedas.

## 2019

*Presidentes BCRA: Guido Sandleris (09/2018-12/2019) y Miguel Ángel Pesce (10/2019-.....); ministros de Hacienda, Nicolás Dujovne (01/2017-08/2019), Jorge Roberto Lacunza (08/2019-12/2019) y Martín Maximiliano Guzmán (12/2019-.....)*

Desde el 1º de octubre de 2018, el BCRA lleva adelante un esquema de política monetaria con metas de la base monetaria más la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria.

La meta monetaria se implementa mediante subastas diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos. La tasa de interés de referencia pasó a ser la tasa promedio resultante de las subastas.

El BCRA siguió con una política monetaria contractiva, implementó un conjunto de medidas destinadas a reducir la demanda de dólares, fundamentalmente limitar la formación de activos externos sin destino específico, principalmente en el caso de las personas jurídicas, y la obligación del ingreso de los cobros de exportaciones de bienes y servicios.

El Gobierno decidió **reperfil** la deuda de corto plazo y adicionalmente envió al Congreso un proyecto de ley para que lo autorice a modificar los términos y condiciones de los títulos de deuda pública nacional emitidos bajo ley argentina.

Se anunciaron las siguientes acciones tendientes a modificar el cronograma de vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional, especialmente las Deudas de corto plazo (Lecap, Letes, Lecer y Lelinks). Se extendieron los vencimientos de la deuda en poder de personas jurídicas (incluyendo bancos, compañías de seguros y fondos comunes de inversión), con el siguiente horizonte de pagos, 15 % al vencimiento, 25 % a los tres meses y 60 % a los seis meses. Mientras que para las personas humanas se estableció el cobro de la totalidad de sus acreencias, tal como estaba previsto en los títulos originales.

En el medio de la crisis se otorgó a los Trabajadores de casas particulares una asignación extraordinaria no remunerativa de \$3.000 repartida en octubre y diciembre, a los Trabajadores informales y desocupados a través de la Asignación Universal por Hijo (AUH) y de la Asignación Universal por Embarazo (AUE) pagos extra de \$1.000 por hijo. También se dieron incrementos a los perceptores de ingresos jubilatorios y sociales, a los Trabajadores por cuenta propia monotributistas se les otorgó bonificaciones, y a Trabajadores Autónomos reducción de anticipos de impuesto a las ganancias.

Otras medidas fueron sobre los Créditos Hipotecarios en UVA con congelamiento de cuota por unos meses.

La fuerte corrección a la baja de los valores de los activos argentinos y la depreciación de la moneda tras las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) tuvieron un impacto negativo en la economía y terminaron de hacer caer la endeble estructura.

La mayor incertidumbre precipitó una reducción de los depósitos bancarios en dólares, que comenzó a reflejarse en una caída de las reservas internacionales del Banco Central. A esto se sumaron las intervenciones cambiarias que realizó la autoridad monetaria para aplacar la volatilidad cambiaria y evitar un mayor traspaso a precios del aumento del tipo de cambio.

Otra de las medidas tomadas fue establecer un Cepo Parcial en lo que respecta a las personas humanas, permitiendo la compra de hasta **u\$s 10.000 por mes** destinada a la formación de activos externos, ayuda familiar y operaciones similares. Los no residentes necesitaban solicitar la conformidad previa del Banco Central por montos superiores a u\$s 1.000 mensuales.

Pero luego otra vuelta de torniquete y apareció un Cepo duro y reforzado, que permitía la compra de u\$s 200 por persona.

## 2020

*Presidentes BCRA: Miguel Ángel Pesce (10/2019-.....); ministro de Economía, Martín Guzmán (12/2019-.....)*

Las nuevas autoridades por el cambio político definen los objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetarias, cambiarias, financieras y crediticias para el año 2020.

El Informe del BCRA declara que Argentina concluyó el año 2019, con caída cercana al 3 % y con una tasa de inflación anual superior al 50 %. La tasa de desocupación se ubicó nuevamente en el terreno de los dos dígitos. El primer semestre de 2019 cerró con el 35,4 % de las personas por debajo de la línea de pobreza. En

términos de los flujos cambiarios, en 2019 el déficit de la cuenta capital y financiera superó los 35.000 millones de dólares. Se explica que **los capitales atraídos por las altas tasas de interés locales ingresaron sin contrapartida** en inversiones productivas y se retiraron frente a la creciente expectativa de devaluación.

Continúa el documento. Para empezar a crecer, el país debe primero estabilizar su macroeconomía, redefinir las prioridades de política y sentar las bases para un desarrollo económico sostenible. La Ley N° 27.541 de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública, promulgada el 23 de diciembre, constituye parte de este nuevo ordenamiento macroeconómico. La ley contempla crear las condiciones para la sostenibilidad fiscal, de la deuda y esquemas tributarios progresivos.

Otro punto del nuevo ordenamiento es el Compromiso Argentino para el Desarrollo y la Solidaridad suscripto por representantes de las empresas, de los sindicatos y de las organizaciones sociales. Además, conformar el Consejo Económico y Social, aún no concretado por lo menos en la fecha de fin de julio.

Se pretende procurar disminuir la tasa de inflación (siempre aparece esta buena intención) mediante la administración de la oferta monetaria de la economía; atender las necesidades indispensables de financiamiento del Tesoro; mantener el régimen de flotación de la moneda local en el marco actual de regulación cambiaria; propenderá a la acumulación de reservas internacionales; estimular la oferta de crédito al sector privado. Son muchos los puntos en juego en el anterior enunciado.

Continúa el cepo reforzado: u\$s 200 por persona.

Pero dos cuestiones invaden el 2020:

Gobierno nacional decretó el aislamiento social, preventivo y obligatorio el 19 de marzo por el **Covid-19** y las condiciones de la pandemia continúan, con consecuencias conocidas sobre el empleo y la actividad.

Y se produce el **lanzamiento de la oferta de reestructuración de la deuda pública** bajo legislación extranjera y más recientemente también bajo legislación nacional. Por el momento la discusión sigue, entre nuevas propuestas, rechazos y discusiones.

La pandemia llevó al BCRA y otros organismos a desarrollar políticas con un costo fiscal estimado del 4 % del PBI. La crisis implica mayores erogaciones y reducción de los ingresos fiscales, sumados a la caída en la actividad. Nadie puede asegurar a cuánto finalmente ascenderán los mayores gastos y consecuencias en las arcas fiscales.

El Banco Central implementa medidas destinadas a: sostener funcionamiento del sistema financiero; aliviar la situación de empresas y familias; desarrollar líneas de crédito para el sector productivo con tasas subsidiadas a cero. Con el fin de alcanzar a las MiPyMes no bancarizadas, se implementó una línea especial, PYME PLUS, instrumentada con garantía FoGAR.

Por otro lado, en abril, a fin de asistir a los trabajadores informales y de menores ingresos, el Gobierno nacional creó el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), que alcanzó a millones de personas.

A su vez, ANSES transfirió un Salario Complementario para todos o parte de los trabajadores en relación de dependencia, equivalente al 50 % del salario neto correspondiente al mes de febrero de 2020. Más de 420.000 empresas, aproximadamente 8 de cada 10 existentes, se inscribieron en AFIP para ser beneficiadas por el ATP (Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción) en miras de sostener salarios y el empleo.

Asimismo, se estableció una línea de préstamos para monotributistas y autónomos de hasta \$150.000 con tasa de interés cero a través de tarjetas de crédito. Las entidades financieras pueden reducir la exigencia de efectivo mínimo por un importe equivalente al 60 % de la suma de estos créditos, mientras que el Fondo

Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP) bonifica un 100% de la tasa de interés y del costo financiero total. También se definió un estímulo al financiamiento a través del programa AHORA 12 para incentivar el consumo, por el cual se incrementó el límite para la deducción de encajes en este tipo de financiación.

Parte de la política monetaria, como se comentó, es regular la liquidez a través de las Leliqs y los Pases.

Otro punto importante de la política cambiaria del BCRA es sostener la flotación administrada del tipo de cambio.

Un objetivo aún no iniciado por el Gobierno es lograr un nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional para ordenar las obligaciones derivadas del actual acuerdo Stand-By. La deuda alcanza los u\$s 44.000 millones y supuestamente falta un tramo para alcanzar el monto del último acuerdo que llegaba a los u\$s 57.000 millones.

El BCRA asiste financieramente al Gobierno para afrontar al COVID-19 transfiriendo al Tesoro Nacional parte de las utilidades correspondientes al ejercicio 2019 y adelantos transitorios netos y reservas internacionales de libre disponibilidad. Recordemos que las utilidades del 2019 o Ganancias Netas del Banco alcanzaron a \$ 1.6 billón.

Tratando de preservar los depósitos, se estableció una tasa de interés mínima equivalente al 70 % de la tasa de LELIQ para los plazos fijos de personas humanas de hasta un monto determinado.

Se limitaron las tenencias de Letras de Liquidez del BCRA (LELIQ) en poder de las entidades financieras para aumentar la capacidad de créditos y se suspendió la posibilidad de distribución de dividendos para las entidades financieras hasta una fecha determinada.

El BCRA empezó a licitar LELIQ con un plazo mayor para bajar la tasa de interés de referencia que supone contribuirá a mejorar el resultado cuasifiscal (recordar los intereses a pagar).

Lic. Jorge A Moore

Julio 2020