

## INDICADORES – ACTIVOS Y PASIVOS DEL BCRA - BRECHA



En octubre del 2021, el aporte del BCRA al Tesoro fue veloz y contundente. La cifra de Adelantos Transitorios alcanzó los \$ 335.000 millones, pero además se volcaron \$ 118.000 millones al mercado en concepto de intereses. Es el número mensual más grande de los dos últimos años y equivale a u\$s 4.500 millones. Algo así como el 1 % del PBI en dólares. La Base Monetaria no creció en forma similar por distintos mecanismos, entre ellos el uso de los Pases y Leliqs que pasaron la escoba por \$ 245.000 millones y otros conceptos para mantener la brecha. Se inundó el mercado de monedas.

Se ensancha la diferencia entre la inflación y el tipo de cambio oficial, política de ancla muy defendida por las autoridades nacionales. Es así como en octubre la diferencia alcanza los 22 puntos, y de continuar por este camino se va a agrandar. Hoy se conjugan dos aspectos complejos: el congelamiento de precios y tarifas, y el freno al tipo de cambio oficial. Seguramente si a este último le sacan el bozal, el congelamiento se las verá en figurillas.

Otro dato interesante de seguir con los Títulos en Poder del BCRA. Año a año van engordando y son una especie de activo virtual, en la actualidad alcanza a u\$s 63.000 millones y supera con amplitud a las Reservas Brutas. Esto no tiene solución y salvo alguna medida *sui géneris* no se modificará.

Una comparación entre la Base Monetaria y los Adelantos Transitorios da cuenta que en los dos años últimos operaron con fuerza los Adelantos, pero también la política de secar el mercado. Eso se puede apreciar en el gráfico.

No hay diferencias en la tendencia entre valores en dólar oficial y desindexados por IPC de diciembre de 2020. Hasta el momento marcha uno junto al otro, ¿salta la liebre? Hoy pareciera que depende más del poder político que de otras cosas.

Los Adelantos Transitorios (usualmente para cubrir faltantes del Tesoro) y la Inflación forman una pareja indisoluble, aunque a veces los primeros les ganan, pero es una carrera que viene de larga data y hasta el momento ninguno demostró cansancio.

La brecha entre el dólar oficial y el CCL se ha instalado y lo mostramos en dos plazos distintos, uno con mayor cantidad de años y el otro en los últimos meses, y solo lo asociamos al CCL hoy golpeado y moldeado a fuerza de bigornia y fragua.

Finalmente no podemos dejar de mencionar que hoy las Reservas Netas (no las Brutas) apenas superan los u\$s 5.000 millones y las Reservas Netas sin Oro (se supone que no vamos a liquidar lo poco que disponemos) alcanzan los u\$s 1.800 millones. Suelen suceder milagros y es de esperar que nos toque, pero salvo algún préstamo para aumentar las Reservas disponibles, tendremos que esperar la cosecha del año próximo.

Frente a estos problemas, consultamos a Mendieta Perro, que con su consumado conocimiento y bola de cristal, y como integrante del Horóscopo Chino nos dice: ***“Los perros nacidos en el año nuestro son conservadores y llenos de justicia. Por su lealtad, en el lugar del trabajo. Rara vez rompen las reglas, a excepción de las personas importantes. En la vida, solo desean vivir tranquilamente con su familia.*”**

Eulogia que andaba por el patio con un mate en la mano le dice a Inodoro y a Mendieta: ***“Pereyra, ¿ande va a encontrar tanta gente así?”***

Responde Pereyra: ***“Ah Güeno... ¿Si le va a andar buscando todas las vueltas?”***

Mendieta solo comenta: ***“He dicho”***.



Lic. Jorge A. Moore  
Noviembre 2021

## Introducción

Trabajamos exclusivamente con la conversión a dólares (también con IPC) de algunas cuentas del activo y pasivo del BCRA. Las fuentes de información son los balances semanales y alguna que otra publicación del BCRA o de los Estados Contables Anuales.

La información de los indicadores corresponde al último día de cada año, excepto 2021 que llega a octubre.

El primer comentario se refiere a las variaciones, a veces muy abruptas entre un año y otro. Daría la impresión que no hay manera de anticipar los movimientos de las variables y todas altamente sensibles.

Los datos principales que nos interesan son del activo y pasivo. En ambos casos incluimos los valores en dólares y las variaciones anuales y porcentuales. Agregamos en algunos casos la comparación en valores constantes por el promedio de los IPC con valores a diciembre del 2020.

Pero empezamos por el tipo de cambio oficial, que es la moneda que utilizamos para deflactar los valores en pesos tal como se publican, siempre con los valores de cierre en cada año, y luego hacemos lo mismo, los deflactamos con el IPC de diciembre del 2020.

Lo primero que observamos registra las siguientes particularidades refiriéndonos al tipo de cambio.

Entre finales de 2009 y 2015, el tipo de cambio pasó de \$ 3,79 a \$ 13.55, o sea una diferencia de \$ 9.22.

En tanto, entre el 2015 y el 2019 saltó de \$ 13.01 a \$ 59.90. El aumento fue de \$ 46.90.

Finalmente, en el período actual entre el final del 2019 y octubre de 2021 se pasó de \$ 59.90 a \$ 99.72. Es decir un aumento de \$ 39.82.

Lo podemos ver de otra manera, como la suma de los porcentajes anuales para los mismos años:

2010 a 2014: 243 %

2015 a 2019: 360 %

2019 a septiembre de 2021: 67%

Cabe sí aclarar o reiterar que estamos considerando los meses de diciembre de cada año. Se encuentra un gobierno que finaliza y otro que se inicia. No quisimos hacer mención al día del cambio de gobierno, pero vale tener en cuenta la aclaración porque se solapan decisiones.

En todo el tiempo entre finales del 2010 y octubre del 2021, el aumento del tipo de cambio fue de \$ 95. Para darle contexto podemos decir que el promedio anual en todo este tiempo fue del 35 % con valores cercanos a la variación de los Índices de Precios del 33 %. Esto quiere decir que los resultados de la deflación con un índice de precios no hubieran sido tan diferentes; puede que sí en algunos años, pero no distantes en los acumulados. Igualmente esto no explica el clima ni los ruidos de estos tiempos.

Con estos valores y porcentajes dejamos aclarado lo complejo que es manejar la macro y micro, ni qué decir de hacer pronósticos.

El peor período (de los años analizados) fue el de MM en términos de devaluación (2018 y 2019), pero en todos los períodos anteriores y posteriores existieron momentos de apreciación del peso que luego fueron superados con depreciaciones por las buenas o por las malas, y finalmente se trasladaron a la inflación.

En este contexto de valores en dólares y en pesos constantes haremos un repaso de los indicadores seleccionados.

**Comentarios:** Con el diario del lunes.

**Sugerencia:** Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos pueden resultar densos, agotar la paciencia porque aclara los párrafos.

**Fuentes:** INDEC. BCRA. MINISTERIO DE ECONOMÍA. Lo mejor de Inodoro Pereyra. Número 22. Roberto Fontanarrosa. Planeta.

**Lo obvio:** Como se dice usualmente, repitiendo al conocido autor anónimo: *“Hacer previsiones resulta muy difícil, sobre todo cuando se trata de hacerlas sobre el futuro”*. Hacemos pocas.

## **Porcentaje Anual: Inflación; Tipo de Cambio Oficial y diferencia entre Tipo de Cambio Menos Inflación**

Observando las curvas del Índice de Precios (de varios IPC) verificamos que el promedio es desde el 2008 a la actualidad del 33 %, en tanto el promedio anual del tipo de cambio oficial es casi igual o sea el 35 % en el mismo período, como comentamos anteriormente.

Primera conclusión, por lo menos estos años que fueron tomados absolutamente al azar las diferencias en más o en menos de uno respecto a otro se van compensando, y al final la diferencia es casi cero. Seguramente, el ajuste actual vendrá en algún momento.

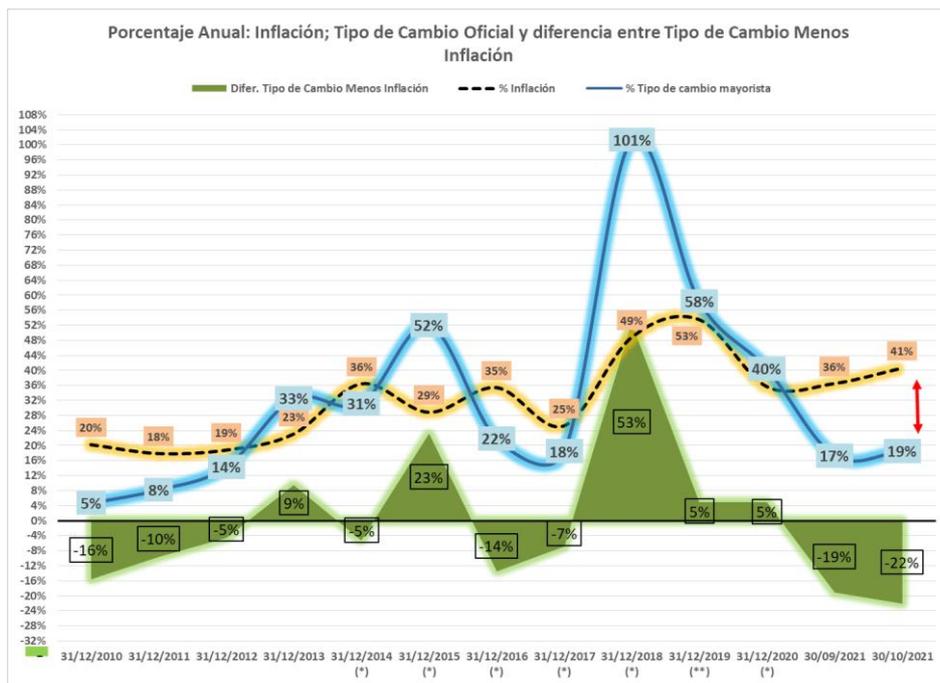
La referencia es siempre el dólar mayorista oficial, no el CCL, ni el Blue, ni otros donde por lo visto anidan otros ruidos.

Por eso se podría decir y es lo usual que el tipo de cambio puede estar en valores adecuados, pero que existen otros costos o situaciones que deprimen el mismo. ¿Cuáles? Los costos de la logística, las dificultades para importar, burocracia, tarifas, expectativas y seguramente otras donde el diablo suele meter la cola.

Pero la constancia principal es que cualesquiera sean las circunstancias en que un índice se adelanta no pasa mucho tiempo que el otro índice lo alcanza o lo sobrepasa, y por lo visto es una carrera de nunca acabar. Es lo ocurrido en los últimos años. Entiendo que ni los Keniatas aguantarían semejante carrera.

El gráfico lo ilustra con precisión, el tipo de cambio durante varios años se mantenía apreciado. Luego recuperó fuerzas en el 2018 y pegó un salto inusitado, pero no más allá de poner en paridad los valores.

Lo anterior lleva a pensar lo complejo que resulta encontrar el tipo de cambio de equilibrio, cualquiera sea el razonamiento que utilicemos. Si es que existe tal tipo de cambio en la Argentina.



## Miles de dólares: Cuentas de Activo del BCRA: Reservas Internacionales Brutas - Títulos en Cartera del BCRA - Adelantos Transitorios y Tipo de Cambio. Indicadores a fin de cada año

Para que los gráficos no sean tan cargados vamos a asociar en primer lugar las Reservas y los Títulos en Poder del Banco Central y los Adelantos Transitorios, cuentas del activo del BCRA. También agregamos el Tipo de Cambio Oficial. Es lo que muestra el gráfico.

Las Reservas Brutas alcanzan su punto más elevado en este período que analizamos con la ayuda del FMI, al cierre del 2018. En la actualidad se sostiene con esfuerzo en los u\$s 43.000 millones, con el paraguas del cepo y otras restricciones recientes. No parece posible que esto se modifique por cuanto estamos frente a las Reservas Brutas; las netas son muy menores e imponen las severas restricciones hasta para las importaciones. En todo este largo tiempo podemos encontrar diferencias significativas y cambios entre un año y otro. El recorrido de la curva se aprecia siempre volátil, difícil de estabilizar. El problema de las Reservas es de larga data, de los dólares disponibles para las importaciones de bienes e insumos.

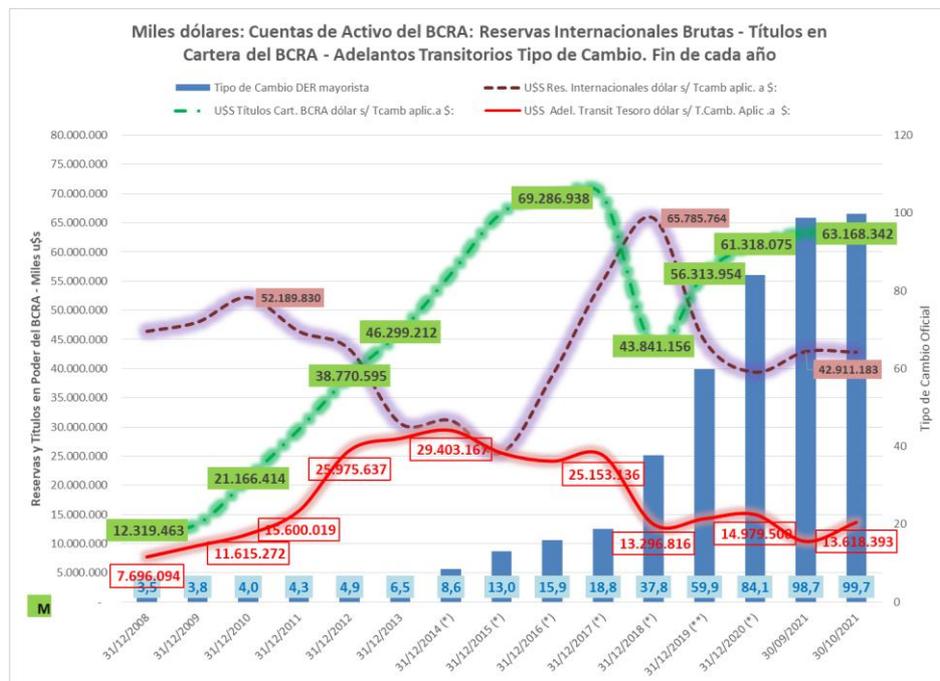
El otro punto que queremos destacar son los Títulos en Poder del BCRA, productos del retiro de divisas por parte de la Tesorería Nacional para cancelar deudas externas y entrega de títulos, bonos, letras. Papeles de legislación nacional firmados seguramente por el secretario de Finanzas. Se incluyen las letras recibidas en su momento por el aumento de los DEG. El balance del 2021 registrará la reciente operación con el FMI. Para tener una visión completa de esta cuenta, la principal del activo, se puede leer en los Balances Anuales.

El crecimiento ha sido vertiginoso, salvo una pequeña caída en el período de intervención del FMI. Los Títulos corporizan la teoría de que, en definitiva, es mejor deberle al BCRA que a otros. Se pasó de una tenencia de u\$s 12.000 millones a los actuales u\$s 63.000 millones, una montaña de papeles.

O sea que este activo del BCRA depende de la solvencia del Tesoro Nacional y de su capacidad para generar los fondos necesarios, no es poco.

Finalmente podemos decir que los Aportes Transitorios del BCRA al Tesoro Nacional subieron de nivel en el 2014. En el 2020 se observa un valor de u\$s 14.000 millones. No parece una cifra menor a la que deberemos agregar en algunos años las utilidades del BCRA, que también se transfieren al Tesoro.

En octubre el número asciende a u\$s 13 millones, pero es muy posible que en los meses restantes aumente significativamente. Dos cuestiones a tener en cuenta, los intereses que se abonan representan millones y detrás de estos depósitos están los privados, que dejan sus plazos fijos en los bancos. Las cifras pagadas por estos últimos montos son altísimas, pero los resultados son reducidos, se sostienen bajo la premisa de evitar una inflación aún más alarmante. Por momentos parece una fantasía.



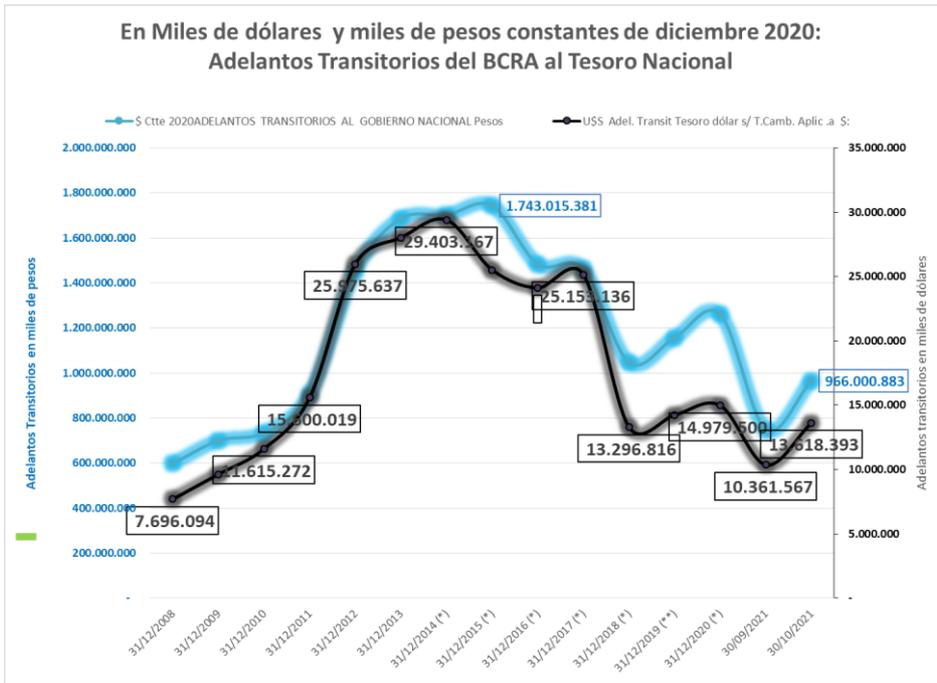
## En miles de dólares y miles de pesos constantes de diciembre de 2020. Adelantos Transitorios del BCRA al Tesoro Nacional

El financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional siempre fue importante. Destacamos que solo nos referimos a los Adelantos Transitorios porque el Tesoro también recibe transferencia bajo concepto de utilidades. En algunos años fueron cifras superiores a los Adelantos, por ejemplo en el 2020, y en lo que va del 2021. Las utilidades no se constituyen en deuda. Las utilidades son del Tesoro Nacional.

El mayor stock de Adelantos se alcanzó en los finales del 2013 y 2014, y la mayor caída fue la del 2018, tanto por la depreciación del tipo de cambio y otras medidas. Actualmente alcanza (a octubre) los u\$s 13.000 millones.

Destacamos que las curvas resultan similares con la deflación en pesos a diciembre del 2020.

Queda pendiente como cerrar el año 2021, seguramente se elevará sobre su nivel actual por cuanto ya no se cuenta con utilidades, y todo apoyo financiero al Tesoro engrosará Adelantos Transitorios.



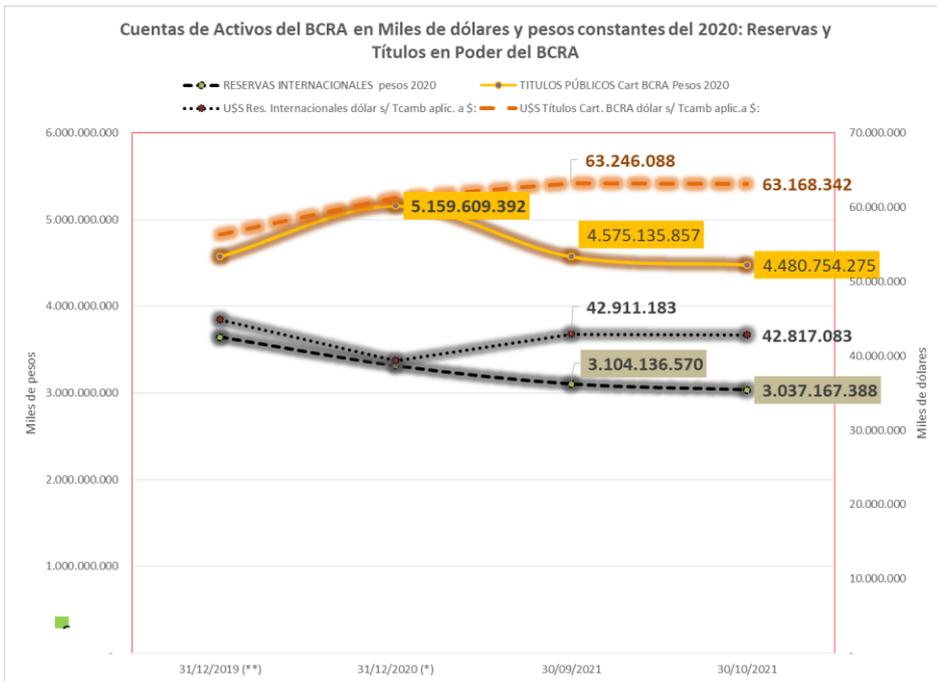
**Cuentas de Activos del BCRA en miles de dólares y pesos constantes a diciembre del 2020: Reservas, Títulos en Propiedad del BCRA, PERO EN MENOR PLAZO**

Queríamos encontrar diferencias entre los valores en dólares y en pesos, por ejemplo en las Reservas Internacionales, pero el movimiento a través de los años es muy similar.

Para no abusar de números consideramos el promedio en pesos constantes del 2019 en los años 2020 y 2021 hasta octubre de los dos indicadores considerados.

Reservas: \$ 3.1 billones y en dólares 42.000 millones.

Títulos en poder del BCRA: \$ 4.4 billones y en dólares 63.000 millones.



## Pasivo del BCRA: Base Monetaria y Títulos Emitidos en miles de pesos constantes de diciembre del 2020

Solamente se exponen dos cuentas, Base Monetaria y Títulos Emitidos por el BCRA, ambas significan el 50 % del Pasivo, en pesos constantes de diciembre del 2020.

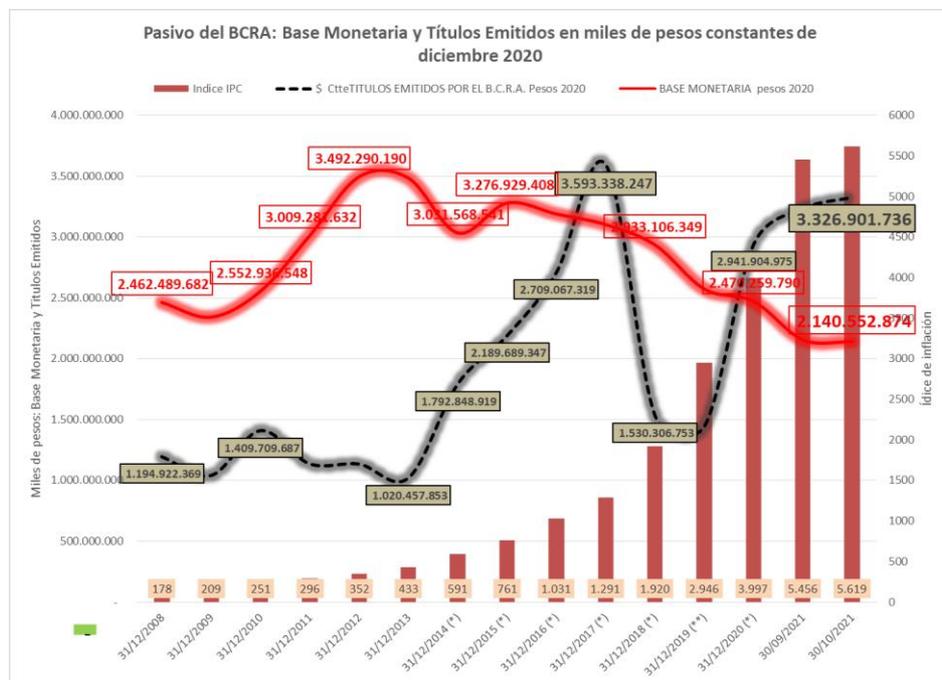
En el caso de la Base Monetaria se observa un fuerte crecimiento al final del 2012 y el 2013, luego le sucedió la peor caída de los años analizados en 2019. En este caso es acentuado también por la depreciación del Tipo de Cambio. Actualmente recupera posiciones y a octubre alcanza los \$ 2.1 billones.

Los Títulos Emitidos (Letras Emitidas en Moneda Nacional) resulta un instrumento muy usado en los últimos años. En octubre se alcanzaron los \$ 3,3 billones, cifra muy cercana al nivel máximo alcanzado en el 2017 con \$ 3.5 billones. Tanto el gobierno anterior como el actual compiten a ver quién se lleva el galardón.

Se ha presentado como uno de los principales instrumentos para contener la inflación imponiendo duras reducciones en los pesos circulantes. Pero la evidencia empírica de su aumento o disminución no asegura el logro del objetivo y además es un instrumento muy costoso. Los montos mensuales en términos de interés no dejan duda.

Su costo mensual pagado o devengado es altísimo, algo así como más del 3 % mensual sobre la abultada emisión.

Agregamos el índice al IPC. Para tener una idea, sobre el final del 2020 se alcanzó la suma de \$ 2.9 billones en Títulos Emitidos y se pagaron intereses por \$ 864.000 millones. Seguramente este año se cerrará con una cifra cercana a los \$ 4.7 billones y se pagarán intereses superiores a un \$ 1 billón. ¿Dónde impacta esto? Sin dudas en todos los niveles de la economía.



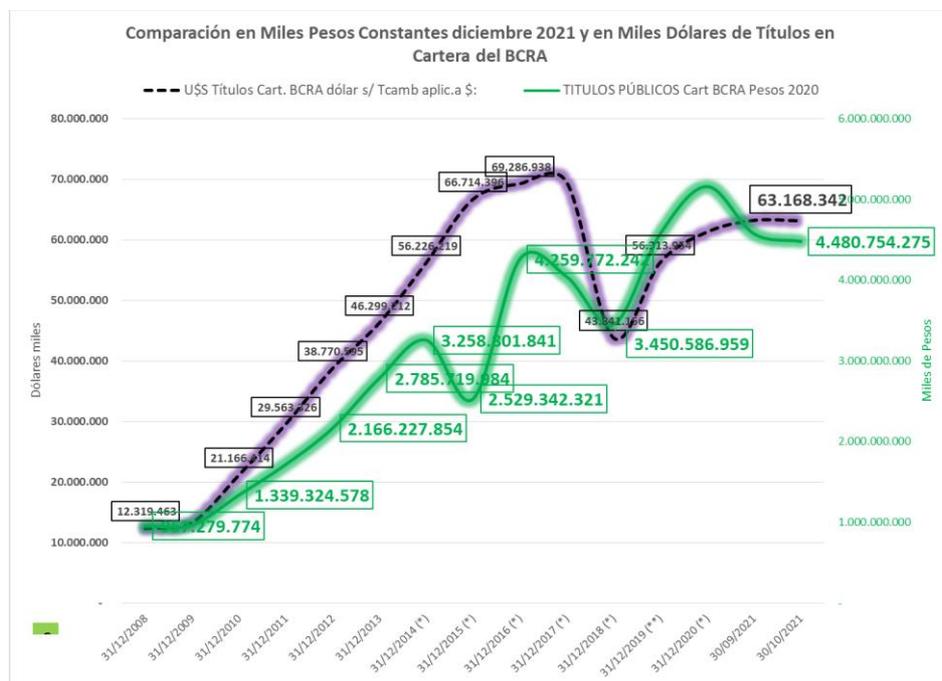
## Comparación en miles de pesos constantes, diciembre del 2021, y en miles de dólares de Títulos en cartera del BCRA

Los Títulos en poder del BCRA fueron creciendo a lo largo de los años y representan hoy el activo más importante. Es una especie de ficción por depender exclusivamente de la firma del Tesoro Nacional.

En octubre alcanzaba los 6.3 billones de pesos y los 63.000 millones en dólares.

La comparación entre pesos y dólares da la pauta de conductas similares.

La mayoría de los papeles que integran esta cuenta del activo del BCRA son bajo legislación nacional.



## % Variación Anual Cuentas de Activo del BCRA: Reservas, Títulos en cartera, sobre la base de valores en dólares

A diferencia de lo comentado anteriormente, pondremos el acento en las variaciones porcentuales anuales de los mismos indicadores en dólares. Se pueden decir muchas cosas, pero las variaciones de un año a otro son más que elocuentes.

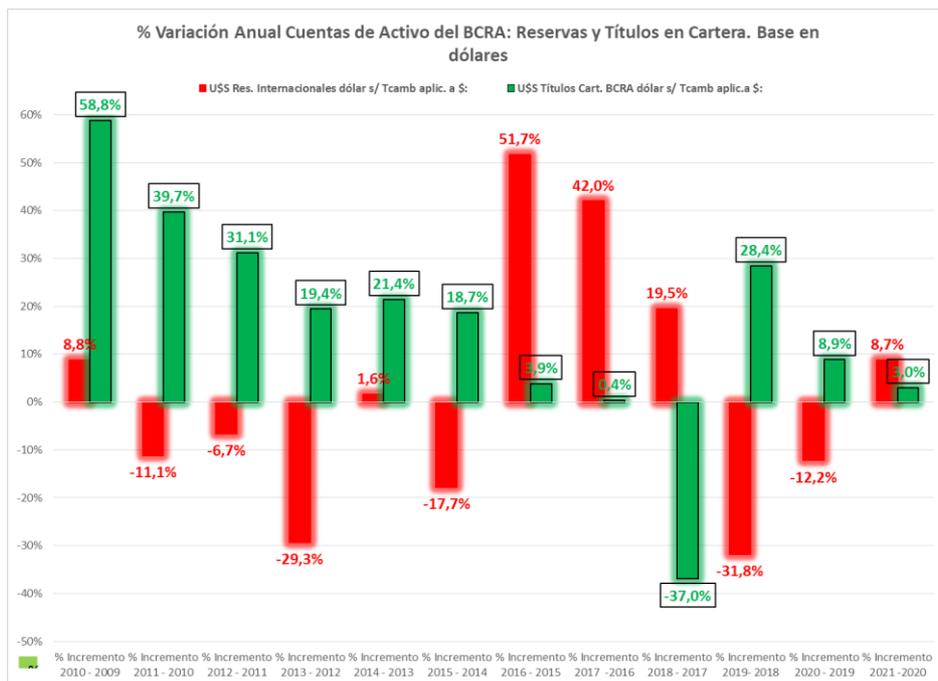
Las oscilaciones de las dos cuentas que analizamos, Reservas y Títulos en cartera, son importantes y mucho tienen que ver con las variaciones del tipo de Cambio y decisiones de política económica.

Las Reservas mayormente decrecen entre un año y otro. Solo muestran porcentajes positivos con la participación del FMI y los Préstamos. En cambio, en el 2021 también intervienen los precios de los productos exportados y las restricciones impuestas, pero aún no finalizó el año.

Algo similar se puede decir de los Títulos en cartera del BCRA, pero a la inversa crecen en forma permanente, y un solo caso es lo contrario.

La mirada simultánea del movimiento de las curvas en valores nominales y las variaciones porcentuales explican cuestiones de la macro aplicada o de la realidad que azota.

Surgen consecuencias no buscadas que detonan y saltan las variables, tanto en las Reservas como en los Títulos en poder del BCRA.



## Variaciones porcentuales de las Reservas y Títulos en poder del BCRA sobre la base de valores nominales en pesos

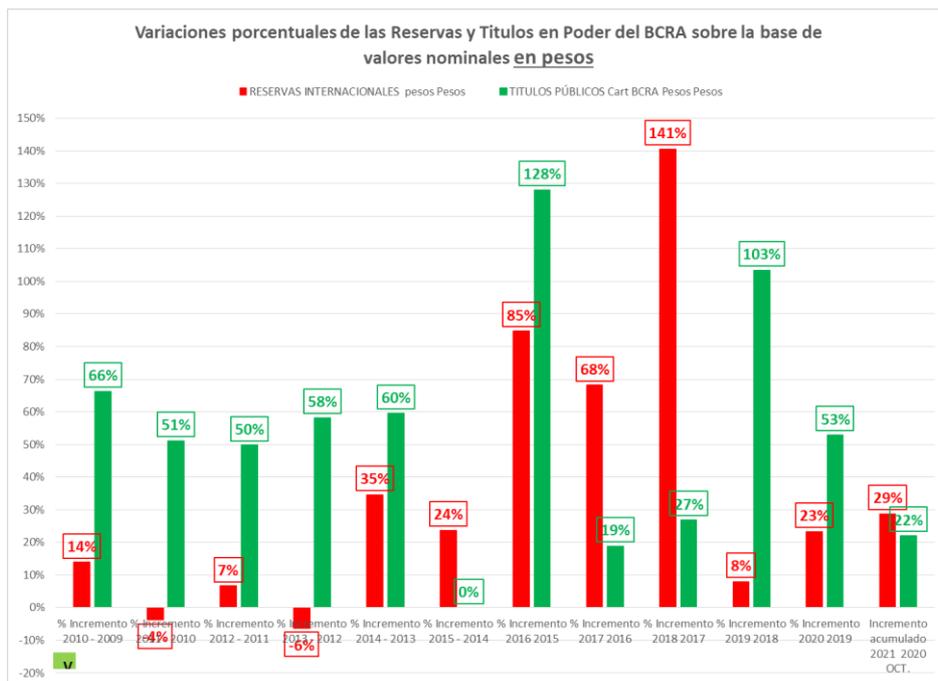
En valores nominales se pueden apreciar los fuertes ruidos del funcionamiento de la economía.

Los Títulos en poder del BCRA, sea por depreciación del tipo de cambio o por el uso de reservas, observa porcentajes de crecimiento de un año respecto del anterior muy elevados; en algunos años superando el 100\*100.

Las Reservas, salvo por la intervención del FMI y otros Préstamos de los años 2016, 2017 y 2018, se mueven por debajo de los niveles de inflación.

Es de utilidad este gráfico para compararlo con el anterior en dólares con valores reales.

Se puede decir que con estos valores nominales, tanto de las Reservas como de los Títulos en poder del BCRA, no hay políticas económicas que aguanten.



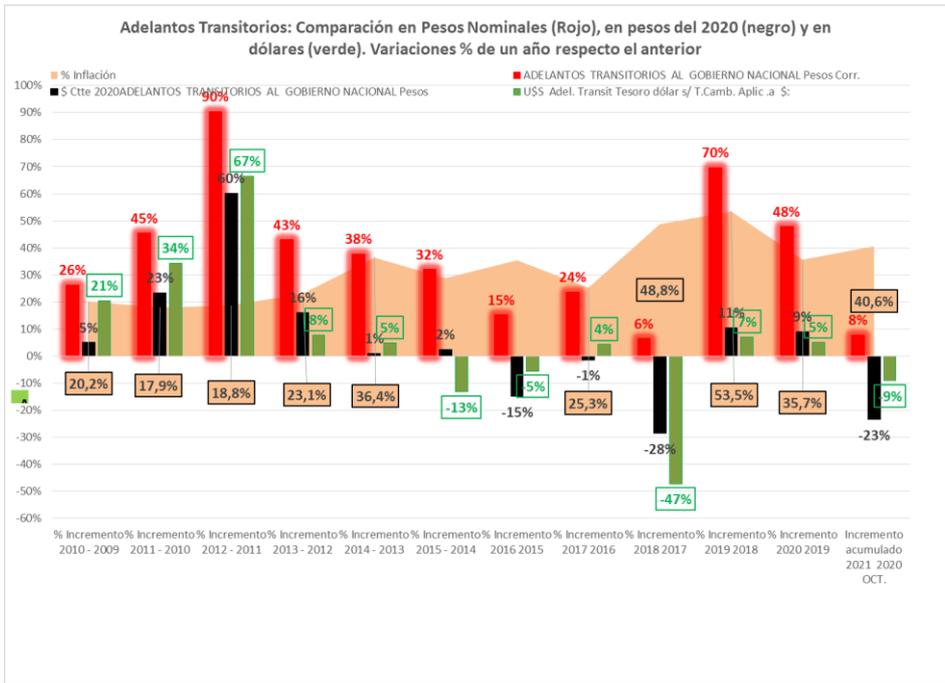
## Adelantos Transitorios: Comparación en Pesos Nominales (rojo), en pesos del 2020 (negro) y en dólares (verde). Variaciones % de un año respecto del anterior

Los adelantos Transitorios operaron en algunos años fuertemente, para poder apreciarlos los presentamos en tres formas. Hasta el 2014 siempre superaron la inflación con un alto valor en el 2012. Algo similar se puede decir en el 2019. Las diferencias que se observan en dólares y en pesos constantes obedecen al manejo de la política económica. En el 2012 hubo un dólar apreciado y una inflación relativamente tranquila.

En el 2019, en cambio, el tipo de cambio venía depreciándose y la inflación alcanzó uno de sus puntos más elevados.

Merece un comentario lo ocurrido en el 2021, por lo menos hasta octubre. En las tres formas los porcentajes son negativos y esto obedece a lo siguiente: en primer lugar, en la primera parte del año se utilizaron utilidades del BCRA. Por lo tanto no crecieron las Transferencias de Adelantos Transitorios. En segundo lugar, en algunos meses se presentó superávit en las cuentas fiscales. Una decisión que jugó para que la variación porcentual en dólares resultara negativa fue la política de apreciación del peso seguida por el BCRA, y otro tanto se puede decir de los porcentajes deflactados por IPC.

Pero es probable que estos porcentajes se vayan modificando en los meses venideros.

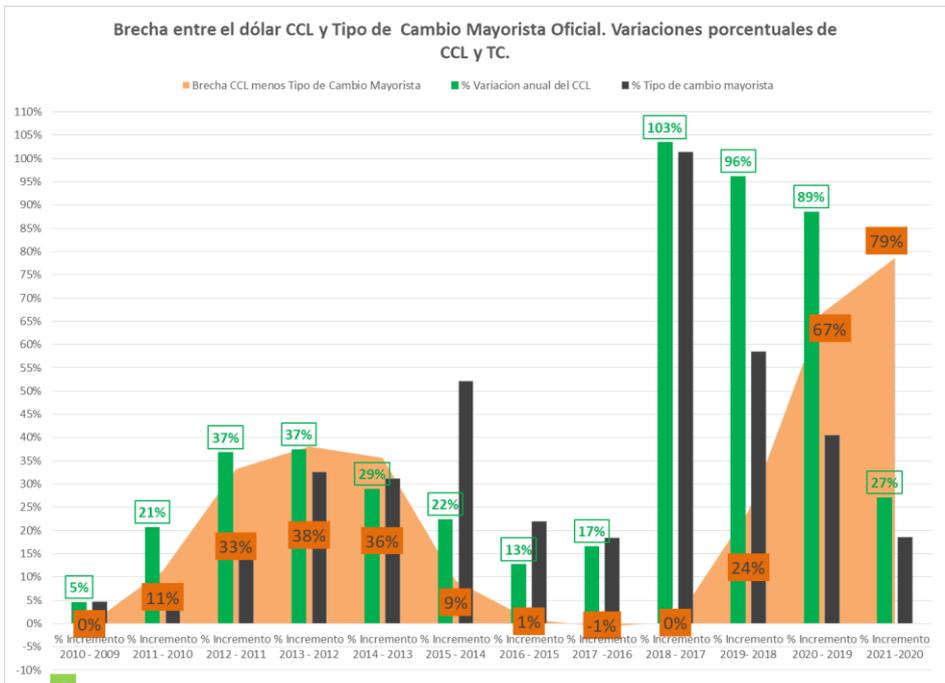


**BRECHA: Comparación en Pesos Nominales (rojo), en pesos del 2020 (negro) y en dólares (verde). Variaciones % de un año respecto del anterior**

La brecha entre el CCL y Tipo de Cambio Oficial no es nueva. En el período 2010 al 2014 se alcanzó al 38 %.

Luego, como se observa durante el gobierno de Macri, en los primeros años desapareció la brecha, pero irrumpió otra vez con la crisis en el 2019 y continúa en la actualidad.

En octubre del 2021 alcanza a más del 75 %, pero en el medio opera con rigor el BCRA. Por lo tanto la brecha está contenida.

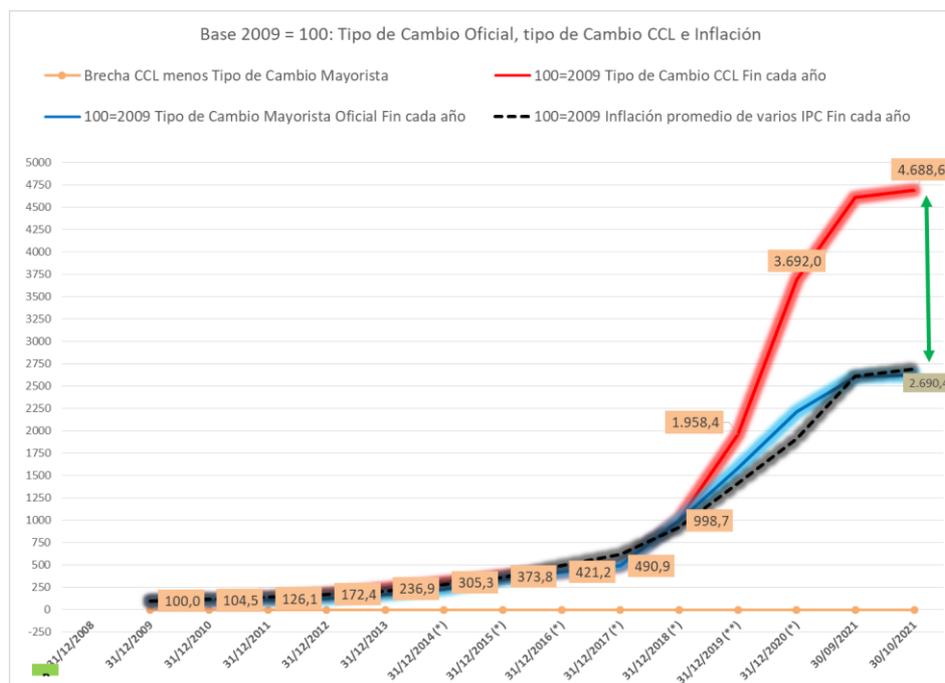


**Base 2009 = 100: Tipo de Cambio Oficial, tipo de Cambio CCL e Inflación**

Se pueden analizar en dos períodos de tiempo tres indicadores que usualmente son los más mirados, el Tipo de Cambio Oficial, solo operable para exportaciones e importaciones y es o puede ser manipulado por las autoridades económicas. El segundo indicador es la inflación que moviliza a todo el mundo y afecta a diario a los consumidores. Finalmente, aparece el Tipo de Cambio CCL utilizado en operaciones más sofisticadas y en el que el Banco Central también interviene bajo diversos procedimientos.

Pero lo que queremos destacar es que en estos años, desde el 2009 a octubre del 2021, no se evidencian mayores diferencias entre la Inflación y el Tipo de Cambio Oficial, pero sí queda en claro la fuerte brecha con el CCL, aun cuando esté parcialmente domesticada.

Por eso es que volvemos al análisis en menor tiempo y se pueden extraer otras conclusiones como en el gráfico siguiente.



## Base 2018 = 100: Tipo de Cambio Oficial, tipo de Cambio CCL e Inflación

En el corto plazo del 2018 al 2021 se pueden observar algunos cambios.

En primer lugar obviamente la brecha entre el CCL y el Tipo de Cambio Oficial se muestra muy elevada.

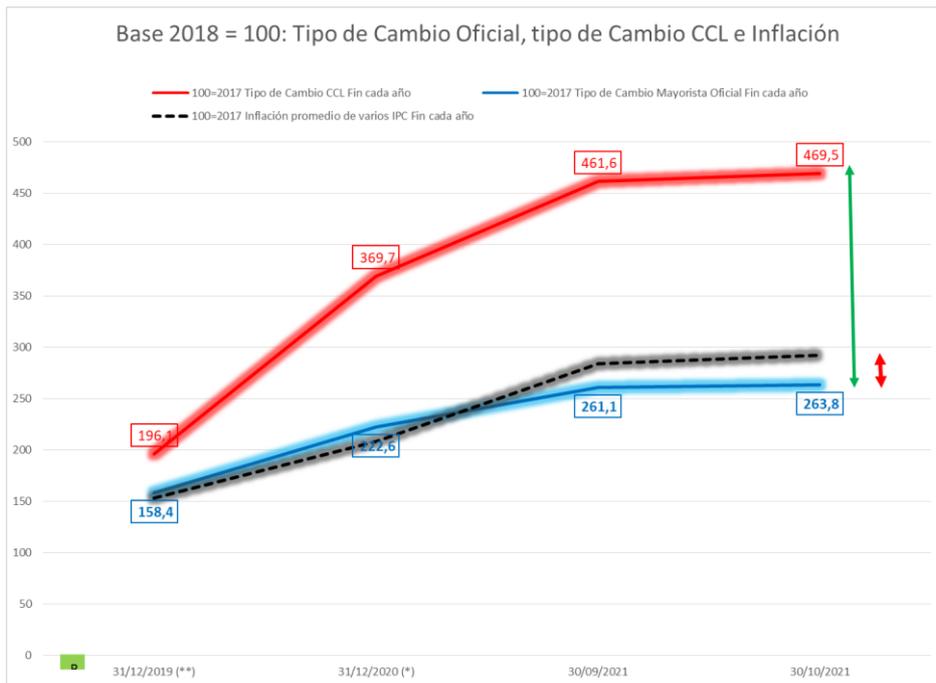
Pero a diferencia del gráfico anterior se verifica que el Tipo de Cambio Oficial manipulado por las autoridades queda rezagado respecto de la inflación.

Se supone que la mayoría de los consumidores, como dice la microeconomía, mira el corto plazo en períodos de turbulencia, observa los precios y su capacidad de compra.

Distinto es el caso de los fijadores de precios: en el corto plazo mirarán el nivel de la capacidad operativa y la demanda actual. No mucho más.

Por eso es que en tiempos de turbulencias predomina el corto plazo en los razonamientos.

No hay lugar para el largo plazo.



## Reservas Brutas y Reservas Netas con oro y sin oro en millones de dólares desde enero de 2018 a octubre de 2021

Haremos un breve repaso de las Reservas Brutas y Reservas Netas con Oro y sin Oro.

No hacemos ninguna operación extraña que no surja de los balances semanales.

A las Reservas Brutas le extraemos el importe de Otros Pasivos (incluye la operación con China) + Otros Organismos Internacionales.

La otra cuenta que deducimos a las Reservas Brutas es la que corresponde a los Encajes por Depósitos Privados.

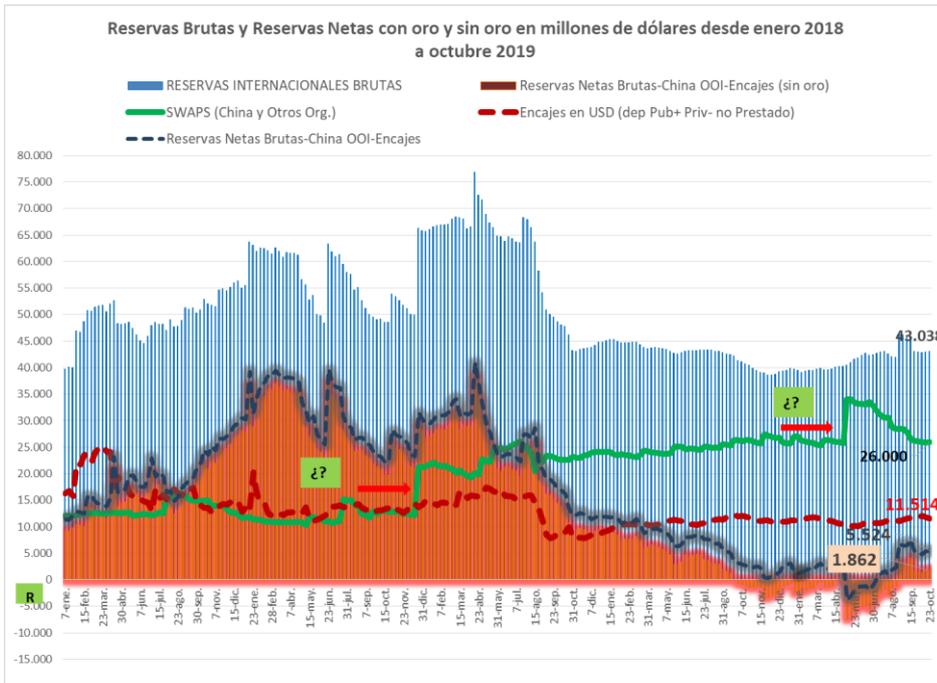
Con estas tres cuentas llegamos a las Reservas Netas.

A la anterior le extraemos el Oro en lingotes, suponemos que no se lo va a usar, y obtenemos las Reservas Netas sin Oro.

Dos observaciones que nos llaman la atención: el salto en Otro Pasivos a fines del 2018 y en mayo del 2021. No sabemos a qué corresponden y suponemos que es un pasivo en pesos.

Como el BCRA no publica las Reservas Netas, seguramente por estrategias para mantenerlas en secreto, cuestión bastante sin sentido, cada consultora o economista tiene su propio número, y eso trae más problemas que ventajas.

Actualmente esta información oscila entre u\$s 2.000 millones y u\$s 5.000 millones.



**Saludos**  
 Lic. Jorge A Moore  
 Corrección: Manuel López de Tejada  
 Noviembre 2021