

## RESERVAS BASE MONETARIA EXPORTACIONES IMPORTACIONES



### **Introducción: Reservas, Base Monetaria y Comercio Internacional**

Se hacen breves referencias a los periodos políticos condensando la información que responde a dos cuestiones:

Factores que explican las variaciones de las Reservas del Banco Central.

Factores que explican las variaciones de la Base Monetaria.

La síntesis se inicia en 2011 y finaliza en septiembre del 2022.

En todo este tiempo siempre los cambios de gobierno arrancaron o finalizaron con dificultades. Se pone énfasis en el actual gobierno y en medidas del reciente ministro de Economía, Sergio Massa. En estos años existieron perturbaciones internacionales que, en la Argentina, alcanzaron mayor virulencia producto de la suma de cuestiones internas. Primero fue el Covid, luego se acomodaron un poco los números, pero en el corriente año la situación internacional derivada de la invasión de Putin a Ucrania trajo a nivel internacional caída de la actividad, elevación de las tasas internacionales, dólar apreciándose fuertemente y elevados precios de la energía que inevitablemente afectan al País y que se duplican por los propios descarrilamientos. Lo cierto es que sin cuestiones internacionales Argentina debe remar en un mar peligroso. Esto se puede seguir en los breves textos, cuadros y gráficos.



Lic. Jorge A. Moore

Octubre 2022

**Iniciado el año 2022:** Como siempre, varios indicadores asociados.

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

**Sugerencia:** Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos y cuadros pueden resultar densos, paciencia, los párrafos aclaran dando cuenta de información de varios años. Tratamos de analizar los indicadores desde varios puntos de vista e incluso abusando de gráficos y cuadros.

**Fuentes:** Se utilizan valores promedios, mayormente acumulados y mensuales en las variables analizadas. Fuentes principales: Intercambio Comercial (ICA), Balanza de Pagos, Balance Cambiario, Reservas y Base Monetaria del BCRA. Portfolio Personal. Ministerio de Economía.

## Índice

<b>RESERVAS</b> .....	2
<b>Primer periodo entre 2011 y 2015 (C.F. de K.)</b> .....	3
<b>Segundo periodo de finales del 2015 a finales del 2019 (M.M.)</b> .....	3
<b>Tercer periodo, el actual desde fines del 2019 a septiembre de 2022 (A.F.)</b> .....	3
<b>CUENTAS DE COMERCIO EXTERIOR (ICA), CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE CAMBIARIO Y DEL BALANCE DE PAGOS.</b> .....	5
<b>Primer periodo entre 2011 y 2015 (CFK)</b> .....	5
<b>Segundo periodo de finales del 2015 a finales del 2019 (MM)</b> .....	5
<b>Tercer periodo, el actual desde fines del 2019 a septiembre de 2022 (AF)</b> .....	5
<b>RESERVAS Y CUENTAS DE INTERCAMBIO: PERIODO DE A.F.</b> .....	6
<b>Año 2020</b> .....	6
<b>Año 2021</b> .....	6
<b>2022, primeros 9 meses.</b> .....	6
<b>Julio 2022</b> .....	7
<b>Agosto 2022</b> .....	7
<b>Septiembre de 2022</b> .....	7
<b>BASE MONETARIA</b> .....	10
<b>Periodos completos políticos 2011 a 2022</b> .....	10
<b>Julio 2022</b> .....	11
<b>Agosto 2022</b> .....	11
<b>Septiembre 2022</b> .....	12

## RESERVAS

Seguir en los cuadros y gráficos.

### Primer periodo entre 2011 y 2015 (C.F. de K.)

En el periodo entre fin del 2011 y finales del 2015, las Reservas disminuyeron aceleradamente y en el camino quedaron u\$s 20.000 millones (negativos). Tropiezo importante y endoso al gobierno siguiente.

¿Para destacar? Lo más destacado son “Otros” donde se incluyen pasajes con el exterior. “Otros” son operaciones no detalladas, pero que explican las variaciones de las Reservas no incluidas en los títulos anteriores (ver cuadro) como pasajes y variaciones de cotizaciones de monedas extranjeras que afectan las Reservas. Alcanzan la suma de u\$s 30.000 millones negativos. Explican gran parte de la caída de las Reservas.

Durante el mayor tiempo de este periodo imperan diversas formas de cepo por parte del BCRA y de la AFIP. La escasez de dólares obliga al Gobierno a imponer restricciones cambiarias y de intercambio.

### Segundo periodo de finales del 2015 a finales del 2019 (M.M.).

El BCRA recompone las Reservas, en base a ingresos de préstamos de particulares extranjeros y Organismos Internacionales (incluye el FMI, BID y Banco Mundial) y Otros, que en este periodo muestran un valor positivo. Ambos conceptos (Organismos Internacionales y Otros) alcanzan una cifra de casi u\$s 50.000 millones. Los Organismos Internacionales aportan una cifra significativa que alcanza los u\$s 36.000 millones, incluyendo el Fondo Monetario.

El ingreso de dólares permite fuertes ventas por variados conceptos, tanto al sector privado como al sector público. La suma de ambos alcanzan los u\$s 30.000 millones. No se encuentran en años anteriores números semejantes, por lo menos en ventas de dólares. En este tiempo se adoptan las medidas de levantar las restricciones y liberalizar el comercio exterior de bienes y capitales. Lo contrario del Gobierno anterior.

Todas estas operaciones permiten finalmente cerrar el periodo con un aumento de las reservas de u\$s 18.000 millones.

Al finalizar el gobierno de M.M. se recrean nuevamente condiciones de cepo y el tembladeral económico y financiero pasa al Gobierno siguiente. Como en una carrera de postas, el “testimonio” al que le sigue es pesado.

### Tercer periodo, el actual desde fines del 2019 a septiembre de 2022 (A.F.).

En esta etapa del Gobierno de A.F., las Reservas Brutas disminuyen en u\$s 6.147 millones en los primeros 34 meses.

El Banco Central puede comprar divisas al final del tiempo analizado. Fuertemente determinado por el dólar soja, ingresan además Fondos de Organismos Internacionales, pero se efectúan importantes pagos. El saldo al cierre de septiembre es positivo y alcanza el neto de compras en u\$s 7.000 millones. Queda pendiente un ingreso en los primeros días de octubre del FMI de u\$s 3.800 millones, recientemente aprobado.

Es así que **“con el objeto de incentivar la comercialización interna y externa de la soja y sus derivados, se estableció mediante el decreto 576/202211 del 5 de septiembre el “Programa de Incremento Exportador”, a través del cual se estableció hasta el 30 de septiembre un tipo de cambio de \$200 por cada dólar para las exportaciones de esos productos”**.

En estos 34 meses, Operaciones del Sector Público y el Efectivo Mínimo aportan a las Reservas u\$s 4.000 millones, pero en el rubro “Otros” las variaciones de las reservas por las tenencias de

monedas impactan duramente y representan u\$s 12.000 millones negativos. Obviamente la situación acumulada hasta el año 2022 era sumamente volátil y peligrosa, como se verá en los números.

En los promedios mensuales aumentan las restricciones y cepos para las importaciones y compra de billetes y otros detalles; se destacan dos cuentas: por un lado, el promedio mensual de compras de divisas y la diferencia con el periodo de MM. Por el otro, la incidencia que tienen las apreciaciones o depreciaciones de las monedas que integran las Reservas, como lo muestra en forma de promedio mensual el rubro “Otros”

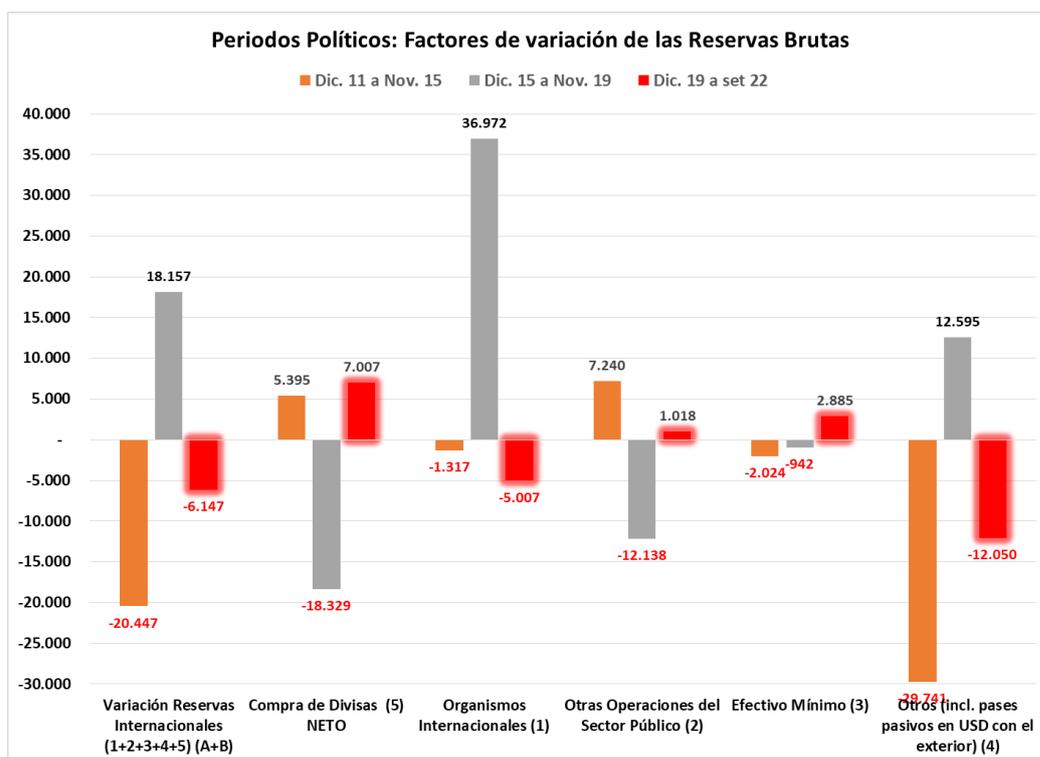
**Otras medidas adoptadas fueron las que “extendieron el sistema de financiación de importaciones a las realizadas bajo Licencia No Automática y a la importación de servicios. Las pequeñas y medianas empresas quedaron exceptuadas”.**

Siempre aparecen nuevos sistemas restrictivos; en los próximos días o semanas se modifica el andamiaje para realizar Importaciones.

TOTALES POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Reservas Inicio Dic. (A)	Reservas Final (B)	Variación Reservas Internacionales (1+2+3+4+5) (A+B)	Factores de explicación de las Reservas Internacionales					
				Compra de Divisas (5) NETO	Suma Varios (1+2+3+4)	Organismos Internacionales (1)	Otras Operaciones del Sector Público (2)	Efectivo Mínimo (3)	Otros (incl. pasivos en USD con el exterior) (4)
Dic. 11 a Nov. 15	46.062	25.615	-20.447	5.395	-25.842	-1.317	7.240	-2.024	-29.741
Dic. 15 a Nov. 19	25.615	43.772	18.157	-18.329	36.487	36.972	-12.138	-942	12.595
Dic. 19 a set 22	43.772	37.625	-6.147	7.007	-13.154	-5.007	1.018	2.885	-12.050

MENSUALES POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Reservas Inicio Dic. (A)	Reservas Final (set 22) (B)	Variación Reservas Internacionales (1+2+3+4+5) (A+B)	Factores de explicación de las Reservas Internacionales					
				Compra de Divisas (5)	Suma Varios (1+2+3+4)	Organismos Internacionales (1)	Otras Operaciones del Sector Público (2)	Efectivo Mínimo (3)	Otros (incl. pasivos en USD con el exterior) (4)
Dic. 11 a Nov. 15 48 M			-426	112	-538	-27	151	-42	-620
Dic. 15 a Nov. 19 48 M			378	-382	760	770	-253	-20	262
Dic. 19 a set 22 34			-181	206	-387	-147	30	85	-354



## CUENTAS DE COMERCIO EXTERIOR (ICA), CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE CAMBIARIO Y DEL BALANCE DE PAGOS.

### Primer periodo entre 2011 y 2015 (CFK)

Todas estas cuentas están estrictamente asociadas a los comentarios sobre las Reservas. Tanto la Cuenta Corriente del Balance Cambiario como el Balance de Pagos cierran con altos valores negativos, u\$s 23.000 millones y u\$s 41.000 millones respectivamente. Imposible imaginar crecimiento de las Reservas con estos valores.

Las liquidaciones de Oleaginosos y Cereales dan cuenta de un acumulado significativo, u\$s 102.000 millones; en tanto el saldo de las Exportaciones e Importaciones (ICA) exhibe u\$s 14.000 millones como saldo positivo. No resulta una cifra importante para un acumulado de cuatro años.

### Segundo periodo de finales del 2015 a finales del 2019 (MM)

La Cuenta Corriente del Balance de Pagos alcanza la enorme cifra negativa de casi u\$s 80.000 millones y el saldo de la Cuenta Corriente del Balance Cambiario no se queda atrás, alcanzando casi u\$s 40.000 millones; dos cuentas que resultan calamitosas para la actividad económica y tienen que ver y detonan con lo ocurrido a partir de mayo del 2018.

Lo anterior se agudiza por cuanto el saldo entre Exportaciones e Importaciones (ICA) es totalmente exiguo y alcanza a solo u\$s 2.600 millones o sea casi nada en 4 años. Recordemos que en este periodo jugaron problemas climáticos que afectaron la producción agropecuaria.

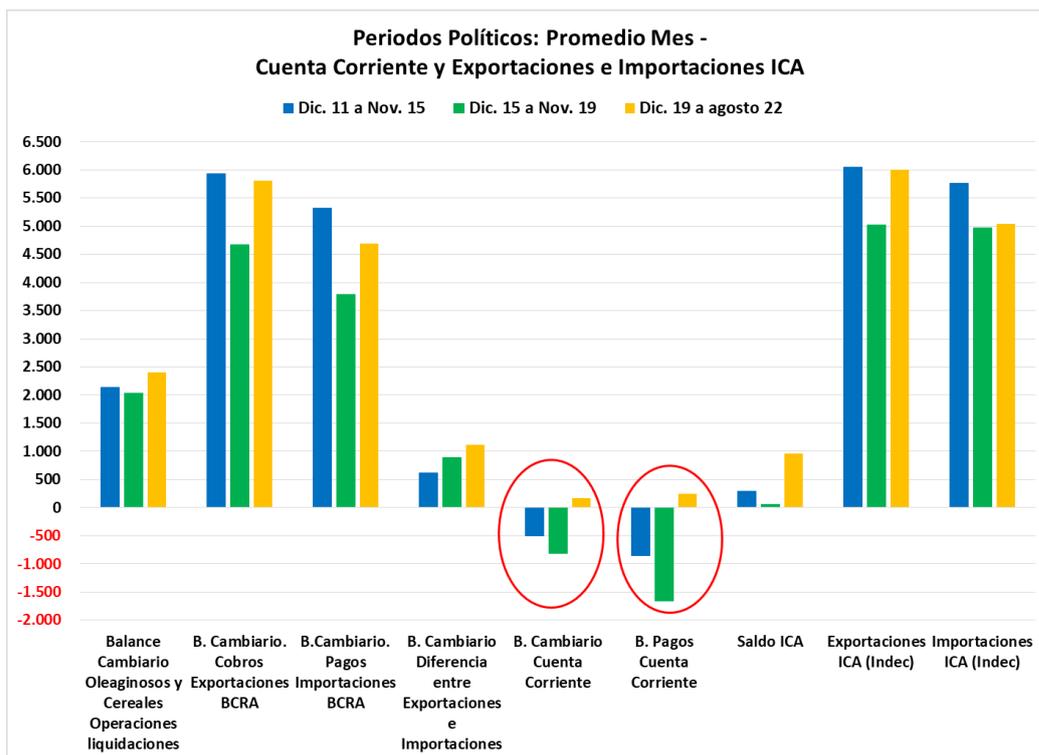
### Tercer periodo, el actual desde fines del 2019 a septiembre de 2022 (AF)

Con cierre en agosto de 2022, último mes publicado, se recomponen los saldos de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos en u\$s 8.000 millones (positivo) y del Balance Cambiario en u\$s 5.400 millones (positivo), productos de fuertes controles y además la imposibilidad material de financiar saldos negativos.

El Intercambio entre Exportaciones e Importaciones (ICA) genera un fuerte volumen positivo, donde jugaron mejores precios de los productos agropecuarios.

Los promedios mensuales acercan una mirada dando cuenta de las siguientes características. Para observar especialmente el saldo de Exportaciones e Importaciones (ICA), el ciclo de MM queda alejado de los otros dos. El mayor saldo de las cuentas mencionadas anteriormente se obtiene en el periodo actual. Esto no implica un salto en calidad, como se verá en los detalles del punto siguiente.

Balance Cambiario - Balance de Pagos - Intercambio Comercial									
TOTALES POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Balance Cambiario Oleaginosos y Cereales Operaciones liquidaciones	B. Cambiario. Cobros Exportaciones BCRA	B. Cambiario. Pagos Importaciones BCRA	B. Cambiario Diferencia entre Exportaciones e Importaciones	B. Cambiario Cuenta Corriente	B. Pagos Cuenta Corriente	Saldo ICA	Exportaciones ICA (Indec)	Importaciones ICA (Indec)
Dic. 11 a Nov. 15	102.527	284.910	255.385	29.524	-23.902	-41.060	14.162	290.504	276.341
Dic. 15 a Nov. 19	97.250	224.160	181.625	42.534	-39.209	-79.602	2.614	241.294	238.680
Dic. 19 a agosto 22	79.213	191.613	154.856	36.757	5.415	7.957	31.704	197.910	166.206
MENSUALES POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Balance Cambiario Oleaginosos y Cereales Operaciones liquidaciones	B. Cambiario. Cobros Exportaciones BCRA	B. Cambiario. Pagos Importaciones BCRA	B. Cambiario Diferencia entre Exportaciones e Importaciones	B. Cambiario Cuenta Corriente	B. Pagos Cuenta Corriente	Saldo ICA	Exportaciones ICA (Indec)	Importaciones ICA (Indec)
Dic. 11 a Nov. 15	2.136	5.936	5.321	615	-498	-855	295	6.052	5.757
Dic. 15 a Nov. 19	2.026	4.670	3.784	886	-817	-1.658	54	5.027	4.972
Dic. 19 a agosto 22	2.400	5.806	4.693	1.114	164	241	961	5.997	5.037



## RESERVAS Y CUENTAS DE INTERCAMBIO: PERIODO DE A.F.

### Año 2020

El primer año de A.F. fue muy duro, el Covid impacto fuertemente en la economía, la actividad cayó (casi un 10 %) y las Reservas disminuyeron en u\$s 5.400 millones.

¿Por dónde se fueron los u\$s 12.000 millones del saldo del Intercambio Comercial Argentino (ICA)? Compras de divisas por los particulares, u\$s 4.100 millones, y pagos a Organismos Internacionales (u\$s 2.500 millones), la suma alcanza los u\$s 6.600 millones.

Salvo la ropa en el primer año, el crecimiento del Efectivo Mínimo de los depósitos en dólares que aumentan en casi u\$s 2.000 millones y compensan parcialmente la baja por depreciaciones (siempre en relación al dólar) de monedas de reservas definido en "Otros".

### Año 2021

El segundo año tampoco fue promisorio. Las Reservas Brutas que al inicio del año 2021 estaban en u\$s 39.000 millones aumentaron en solo u\$s 275 millones o sea casi nada. El elevado saldo de u\$s 14.700 millones del ICA (Exportaciones menos Importaciones) fue relevante para que la situación no empeorara. Si bien compró el BCRA a particulares la importante suma de u\$s 5.000 millones, la misma se fue en pagos a Organismos Internacionales (u\$s 2.000 millones) y Otros que corresponden a operaciones con el exterior, y que incluyen ajustes de monedas (u\$s 7.130 millones). Estos dos conceptos podaron las reservas en más de u\$s 9.000 millones.

Cerró el 2021 generando severas preocupaciones que luego (con el diario del lunes) aparecen en toda su dimensión.

### 2022, primeros 9 meses.

En los primeros nueve meses del año 2022 disminuyeron las Reservas Brutas, pero fueron sostenidas por el dólar soja del decreto 576 / 2022. Los Organismos Internacionales (FMI y otros) tuvieron importantes ingresos, pero también pagos. Pendientes para los próximos días un

ingreso del FMI de u\$s 3.800 millones que servirá para acomodar mejor las Reservas, por lo menos durante este año.

Con información hasta agosto: El saldo del ICA (Exportaciones menos Importaciones) fue raquítico solo de u\$s 2.200 millones y saldos negativos en las Cuentas Corrientes del B. Cambiario y del B. de Pagos. Ni aun con controles y otras yerbas se logró modificarlos. Pero recordar el fuerte costo en divisas de la escasez energética. Gran parte de los dólares fueron absorbidos y transformados en gas e hidrocarburos y electricidad importados.

En síntesis, en todo este periodo de 9 meses los dólares se escurrieron por Operaciones del Tesoro, pagos a Organismos Internacionales, caída del Efectivo Mínimo y valuación de Monedas. La suma de los conceptos anteriores es de casi u\$s 7.000 millones (negativos). Por suerte el dólar soja permitió las compras y respirar momentáneamente.

### Julio 2022

La preocupación cunde, julio fue un pésimo mes, el total de reducción de las Reservas fue de nada menos que u\$s 4.500 millones. Todas las cuentas que explican las variaciones de las Reservas se alinearon en rojo y unificaron el colapso. A esto se puede agregar que la única fuente genuina de dólares, o sea el saldo de ICA (Exportaciones e Importaciones), fue negativo en u\$s 486 millones. Esto significa la caída de la última trinchera.

Lo anterior no podía ser de otra manera. La Cuenta Corriente del Balance Cambiario fue negativa en casi u\$s 1.300 millones, y podemos estimar que también será negativa la Cuenta Corriente del Balance de Pagos. La fuente genuina ICA de divisas también negativa en u\$s 486 millones. Peor imposible, a diferencia de *Mejor... imposible*, la película con Jack Nicholson.

Todo lo anterior pero con aumento de Exportaciones e Importaciones.

### Agosto 2022

Algo similar ocurre en agosto, nuevamente las Reservas disminuyen en u\$s 1.500 millones y enloquece a funcionarios del gobierno del Ministerio de Economía y del BCRA. Para tener muy en cuenta una parte de la disminución fue explicada por la caída de la cotización en dólares estadounidenses de los activos que componen las reservas por UDS 591 millones, entre otros, la moneda China. La situación se tornaba insostenible y nuevamente la fuente genuina ICA de dólares, Exportaciones menos Importaciones da un rojo de u\$s 300 millones.

Un nuevo equipo económico asume y se generan expectativas para enfrentar la situación anterior que pintaba muy mal.

### Septiembre de 2022

Las nuevas autoridades económicas apelan a los generadores de dólares genuinos creando el dólar soja (decreto 576 del 5 de septiembre) y la respuesta fue positiva. El BCRA compra una importante suma día tras día hasta la finalización de septiembre, o sea durante todos los días de vigencia del decreto.

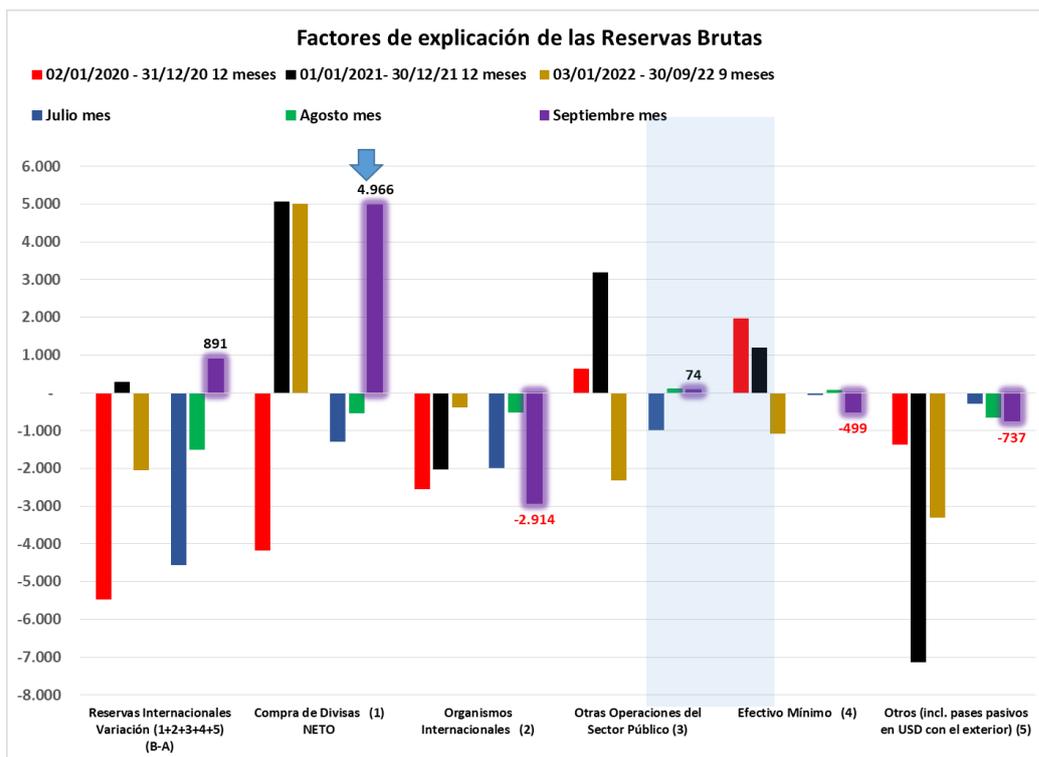
El BCRA realiza compras netas de dólares por casi u\$s 5.000 millones en el mes. En el mismo tiempo paga a Organismos Internacionales (Incluye FMI) u\$s 3.000 millones, y nuevamente la apreciación del dólar impacta negativamente en las Reservas en otras monedas por u\$s 700 millones.

Pero las Reservas Brutas cierran el mes con un incremento de casi u\$s 900, impensables bajo las condiciones de los meses previos.

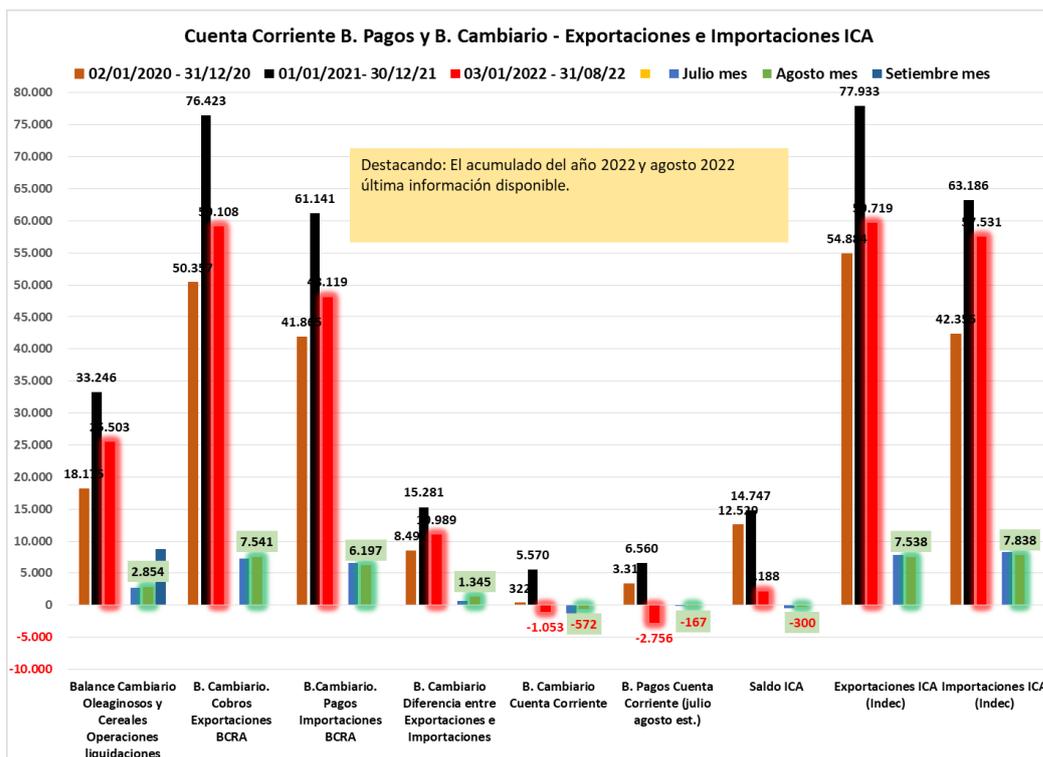
Pero a la vez lo anterior genera contradicciones; para algunos, daños colaterales; para otros, costos necesarios, y seguramente para las autoridades económicas y del BCRA el afán de privilegiar Reservas y acercarse a lo firmado con el FMI. El BCRA debe pagar los dólares soja a \$ 200 a los exportadores por aproximadamente u\$s 7.600 millones y los que vende a los importadores no superan los \$ 150. Estos valores se muestran en los números de la Base Monetaria como punto siguiente. Un elemento adicional positivo para el Tesoro se concreta en la Recaudación Fiscal por medio de las Retenciones. En la información de septiembre los Derechos de Exportaciones alcanzan \$ 434.000 millones, o sea más de un tercio del total de 9 meses del 2022 que suman \$ 1.271.660 millones. Por otro lado el adelanto de las ventas significa que en los próximos meses se reducen. El Tesoro sin mayores problemas para compensar al BCRA por la diferencia anterior; aumenta el endeudamiento y genera una Letra en dólares que ingresa al activo “Títulos Públicos. Cartera Propia del BCRA”.

Ahora quedan dos preguntas flotando en el aire: cuál es el dólar que miran los exportadores y obviamente también los importadores, y a cuánto debe ascender la tasa de interés mientras se espera el Mundial.

TOTALES POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Factores de explicación de las Reservas Internacionales							
	Reservas inicio año (A)	Reservas fin año (2022 hasta mayo) (B)	Reservas Internacionales Variación (1+2+3+4+5) (B-A)	Compra de Divisas NETO (1)	Organismos Internacionales (2)	Otras Operaciones del Sector Público (3)	Efectivo Mínimo (4)	Otros (incl. pasivos en USD con el exterior) (5)
02/01/2020 - 31/12/20 12 meses	44.848	39.387	-5.462	-4.169	-2.547	633	1.974	-1.353
01/01/2021- 30/12/21 12 meses	39.387	39.662	275	5.049	-2.028	3.184	1.199	-7.130
03/01/2022 - 30/09/22 9 meses	39.662	37.625	-2.037	5.006	-367	-2.312	-1.066	-3.297
Julio mes	42.787	38.232	-4.555	-1.284	-1.979	-979	-41	-272
Agosto mes	38.232	36.734	-1.497	-522	-507	111	62	-641
Septiembre mes	36.734	37.625	891	4.966	-2.914	74	-499	-737
MENSUAL POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Factores de explicación de las Reservas Internacionales							
	Reservas inicio año (A)	Reservas fin año (2022 hasta mayo) (B)	Reservas Internacionales Variación (1+2+3+4+5) (B-A)	Compra de Divisas (1)	Organismos Internacionales (2)	Otras Operaciones del Sector Público (3)	Efectivo Mínimo (4)	Otros (incl. pasivos en USD con el exterior) (5)
02/01/2020 - 31/12/20			-455	-347	-212	53	165	-113
01/01/2021- 30/12/21			23	421	-169	265	100	-594
03/01/2022 - 31/09/22			-226	556	-41	-257	-118	-366
Julio mes			-4.555	-1.284	-1.979	-979	-41	-272
Agosto mes			-1.497	-522	-507	111	62	-641
Setiembre mes			891	4.966	-2.914	74	-499	-737



TOTALES POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Balance Cambiario Oleaginosos y Cereales Operaciones liquidaciones	B. Cambiario. Cobros Exportaciones BCRA	B. Cambiario. Pagos Importaciones BCRA	B. Cambiario Diferencia entre Exportaciones e Importaciones	B. Cambiario Cuenta Corriente	B. Pagos Cuenta Corriente (julio agosto est.)	Saldo ICA	Exportaciones ICA (Indec)	Importaciones ICA (Indec)
02/01/2020 - 31/12/20	18.175	50.357	41.865	8.492	322	3.313	12.529	54.884	42.355
01/01/2021 - 30/12/21	33.246	76.423	61.141	15.281	5.570	6.560	14.747	77.933	63.186
03/01/2022 - 31/08/22	25.503	59.108	48.119	10.989	-1.053	-2.756	2.188	59.719	57.531
Julio mes	2.675	7.240	6.550	689	-1.302	-167	-486	7.804	8.290
Agosto mes	2.854	7.541	6.197	1.345	-572	-167	-300	7.538	7.838
Setiembre mes	8.700								
MENSUAL TOTALES POR PERIODOS MILLONES DE DÓLARES	Oleaginosos y Cereales B. Cambiario Operaciones liquidaciones	B. Cambiario. Cobros Exportaciones BCRA	B. Cambiario. Pagos Importaciones BCRA	B. Cambiario Diferencia entre Exportaciones e Importaciones	B. Cambiario Cuenta Corriente	B. Pagos Cuenta Corriente	Saldo ICA	Exportaciones ICA (Indec)	Importaciones ICA (Indec)
02/01/2020 - 31/12/20	1.515	4.196	3.489	708	27	276	1.044	4.574	3.530
01/01/2021 - 30/12/21	2.770	6.369	5.095	1.273	464	547	1.229	6.494	5.266
03/01/2022 - 31/08/22	3.188	7.389	6.015	1.374	-132	-344	274	7.465	7.191
Julio mes	2.675	7.240	6.550	689	-1.302	-167	-486	7.804	8.290
Agosto mes	2.854	7.541	6.197	1.345	-572	-167	-300	7.538	7.838
Septiembre	8.700								



## BASE MONETARIA

### Periodos completos políticos 2011 a 2022

Las variaciones de la Base Monetaria en valores corrientes siempre se fueron incrementando, cuando consideramos periodos de gobiernos (CFK, MM y AF). Este último entre diciembre de 2019 y septiembre de 2022.

En todo el periodo desde el 2011 a la actualidad, las mayores ventas de divisas al sector privado fueron en el gobierno de MM. En los otros dos periodos el neto es de compras. Se puede observar tanto en el cuadro de Reservas como en la Base Monetaria.

Un efecto asociado a lo anterior es que el total de Pases y Leliqs se incrementa fuertemente a lo largo de los años, alcanzando finalmente en septiembre de 2022 los \$ 8,6 billones. Esto además de sacar pesos del mercado implica un alto costo cuasi fiscal. Seguramente rondará los \$ 500.000 millones mensuales a la tasa actual del 6 % mensual. O sea un problema complicado y sin solución a la vista. Algunos memoriosos recuerdan situaciones anteriores en la acumulación de este tipo de deuda.

En el periodo de AF, desde diciembre de 2019 a septiembre de 2022, fueron realmente importantes las transferencias al Tesoro vía Adelantos y Utilidades. Lo anterior obligó al fuerte crecimiento de Pases y Leliqs para esterilizar los muchos pesos en circulación, a los se debe agregar el pago de intereses por estos mismos papeles.

Es así como el total de Pases y Leliqs toma vuelo entre enero de 2022 y septiembre de 2022. Se esterilizan \$ 4,1 billones, con la aclaración que solo en septiembre de 2022 alcanza la esterilización a \$ 1.4 billones, producto directo de los efectos del dólar soja. Cierra el mes de septiembre y se alcanza un total de Pases y Leliqs de \$ 8,6 billones, mencionado anteriormente. Ese número duplica la base monetaria del mes. Hay que verlo en el cuadro.

La conclusión es que los intereses que generan estos Títulos se han convertido en una tremenda carga cuasi fiscal. Una compleja tarea de las autoridades económicas es achicar estos valores.

En el año 2022, luego del mes de agosto y de acuerdo con lo definido por el ministro Massa, no se solicitarán Adelantos Transitorios al BCRA, que alcanzan a la fecha mencionada la suma de \$ 620.000 millones. En septiembre el crecimiento da cero.

## Julio 2022

Cuando consideramos los meses más recientes, el análisis se hace más específico y muestra detalles que en los agregados anteriores no pueden observarse con claridad.

En julio se incrementa fuertemente la Base Monetaria especialmente por los Adelantos Transitorios, Operaciones de Pases, Intereses y "Otras" operaciones compras/ventas de Letras en cartera del BCRA y también operaciones de futuros del dólar.

¿Por qué el crecimiento de la Base Monetaria? En julio el BCRA, a pesar de vender divisas a particulares y al Tesoro por casi \$ 300.000 millones, por lo tanto absorbiendo parte de los muchos pesos del mercado, el resultado final del mes como dijimos es del crecimiento de la Base.

Si bien en julio el BCRA transfirió al Tesoro por Adelantos Transitorios casi \$ 200.000 millones, esta cifra se neutralizó con otras operaciones del Tesoro y resultará el último Adelanto que haga el BCRA de acuerdo con lo dispuesto por las autoridades, tal como se comenta anteriormente.

Pero ocurrieron muchas cuestiones. En julio una parte importante de Leliqs no se renovaron, sacando pesos de circulación por \$ 326.000 millones. Casi una necesidad del BCRA.

Existieron en julio importantes compras del BCRA de Letras del Tesoro. Era necesario tranquilizar la volatilidad de las Letras del Tesoro en manos de particulares (bancos) y atenuar la violenta suba del CCL.

El BCRA a partir de julio ofrece a los bancos la opción de ventas al precio establecido en el contrato para títulos emitidos por el Tesoro (Boncer, Lecer, Lede u otros). Esto asegura que quienes quieran desprenderse de los papeles lo hagan con menor volatilidad.

Lo anterior funciona como una especie de garantía según el mismo BCRA, y "avanzar gradualmente en el uso de instrumentos del Tesoro como instrumentos de política monetaria".

Pero queda claro que julio agregó incertidumbre y pulverizó el equipo económico de Batakis, que no alcanzó a terminar un mes de gestión.

## Agosto 2022

Se inicia agosto con nuevo equipo económico, con Massa a la cabeza y con mayor manejo de áreas del Gobierno.

Seguramente preocupados por los pesos que abundaron en julio, agosto finalizó con una contracción de la Base Monetaria que alcanzó los \$ 125.000 millones, suceso de alguna manera raro.

En agosto se renuevan (Leliqs y Pases) y absorben el fuerte aumento de los intereses (de los Títulos anteriores). El saldo final aún con lo anterior es expansivo en \$ 52.000 millones de pesos, pero todas las restantes cuentas cierran en rojo; es decir, contraen la Base Monetaria en el número mencionado en el párrafo anterior.

En agosto no se pudo frenar y continúan las ventas de dólares tanto al sector privado como al sector público, pero en menor magnitud que en el mes anterior. La suma de ambos fue de \$ 98.000 millones, lo cual colaboró al achique de la Base Monetaria.

El dato importante es que la Base Monetaria en agosto se reduce, dato poco usual como el de julio. Lo observamos en tres oportunidades durante los últimos 12 meses. ¿Por qué?

En síntesis en el mes, por la venta de dólares al sector privado y público, más las operaciones con el Tesoro que resultan negativas (no se crea moneda), gran parte del pago de intereses volcados al mercado (pagos de pasivos del BCRA) se absorbe vía Pases y Leliqs, y no se observan compras de Letras o Títulos en cartera (del BCRA), sí algo de ventas.

Pero agosto cierra con un elevado nivel de precios superior al 7 % y apura subas en las tasas de intereses por parte del BCRA.

## Septiembre 2022

En Septiembre el BCRA compró hasta el último día dólar soja, y eso significó una emisión neta de \$ 1.1 billón. No se observan Adelantos al Tesoro, pero sí otros mecanismos de aportes al Tesoro.

Los conceptos anteriores, tales como Compras Netas a particulares del dólar soja y Pago de Intereses, significan una expansión de pesos. Todas las restantes cuentas que explican las variaciones de la Base Monetaria fueron en rojo o sea contractivas.

¿Qué ocurrió? En septiembre se aumentaron hasta el día 30 las operaciones de Pase y Leliqs. Alcanzaron los \$ 1.4 billones para absorber los pesos emitidos para compras de divisas y el pago de intereses de estos mismos papeles.

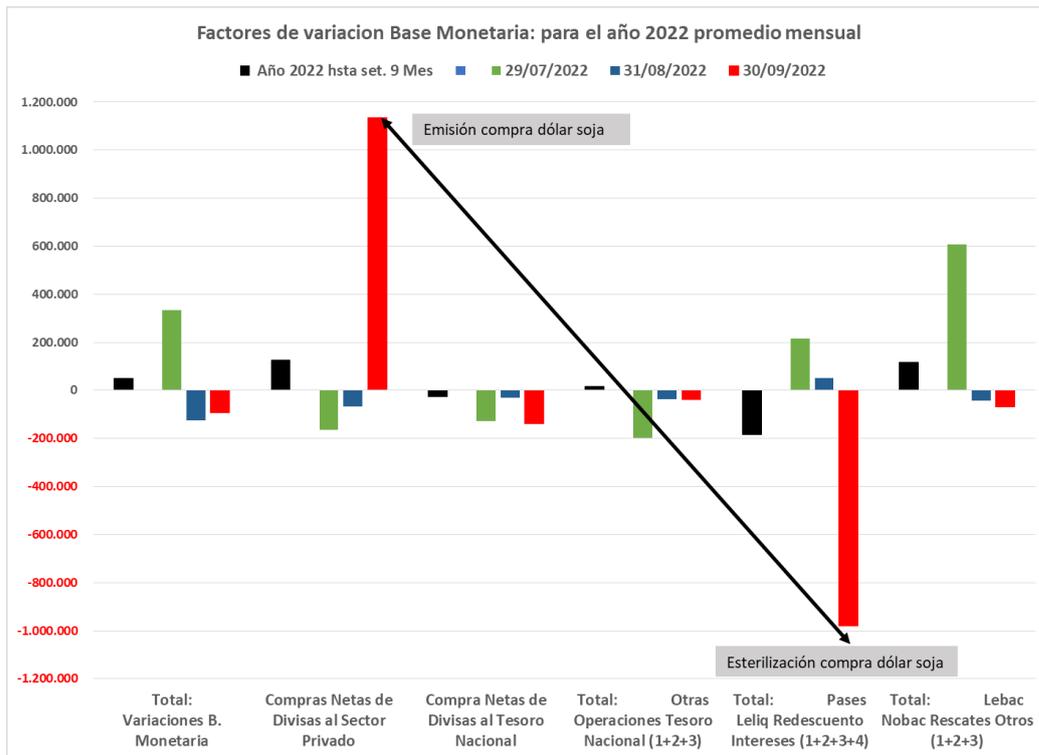
El dólar soja trae además del crecimiento en las Reservas, restricciones para un importante grupo de vendedores a \$ 200 (el tipo de cambio) con marchas y contramarchas. Hay aumentos en la tasa de financiación para aquellos que se resisten al dólar soja.

Economía dispuso la emisión de una Letra del Tesoro en dólares, a diez años de plazo, para compensar al Banco Central por la diferencia entre la cotización oficial de la divisa y la del "dólar soja" al finalizar la operatoria.

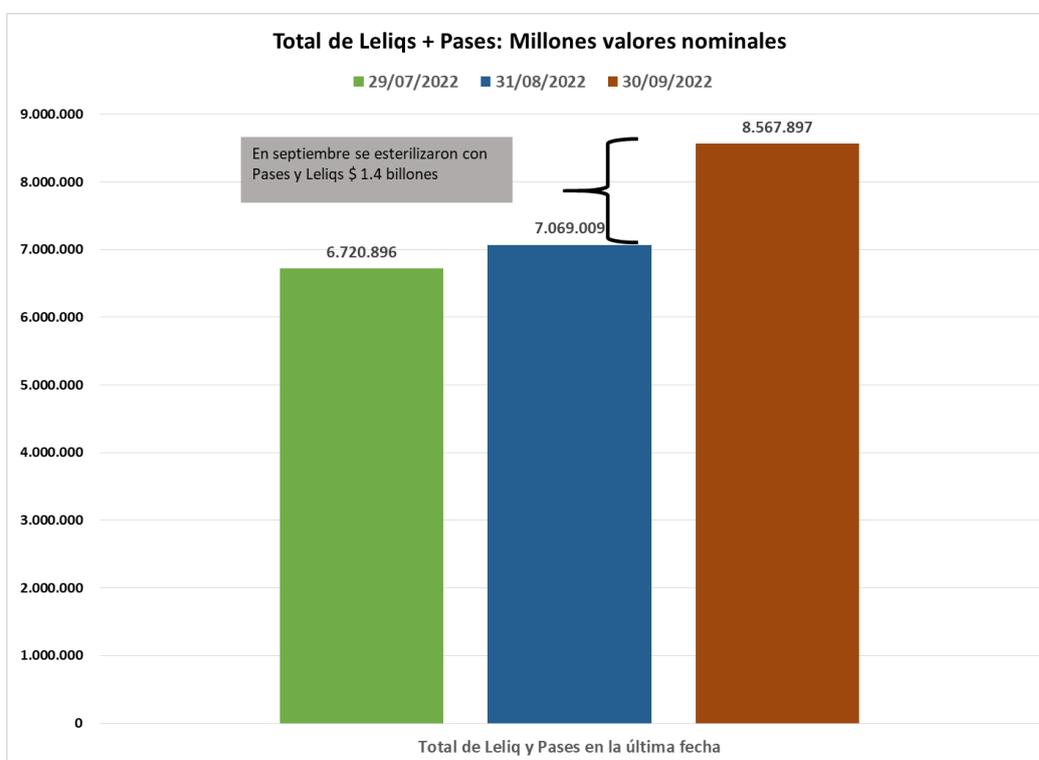
Queda claro que no alcanza un GPS para tener localizadas todas las medidas que se van adoptando durante estas turbulencias.

Claro que, a partir de estas operaciones, la Base Monetaria se achica por segundo mes consecutivo. Obviamente, el BCRA trata de poner todos los frenos posibles mientras la inflación flamea en lo alto.

Factores de explicación de Base Monetaria. Millones de pesos valores corrientes									
	Base Monetaria Total Inicio	Base Monetaria Total Final	Total: Variaciones B. Monetaria	Compras Netas de Divisas al Sector Privado	Compra Netas de Divisas al Tesoro Nacional	Total: Otras Operaciones Tesoro Nacional (1+2+3)	Total: Pases Leliq Redescuento Intereses (1+2+3+4)	Total: Lebac Nobac Rescates Otros (1+2+3)	
Dic. 11 a Nov. 15 (48 Meses)	198.014	536.761	338.747	2.948	42.395	430.273	-54.710	-82.158	
Dic. 15 a Nov. 19 (48 Meses)	536.761	1.671.621	1.134.860	-648.359	361.193	580.702	-163.477	1.004.800	
Dic. 19 a Set. 22 (34 Meses)	1.671.621	4.099.049	2.427.428	1.333.664	-326.439	4.102.761	-3.186.365	503.808	
2022 Enero a Set. (9 Meses)	3.654.036	4.099.049	445.013	1.127.049	-221.351	145.358	-1.666.191	1.060.149	
29/07/2022	3.981.921	4.316.999	335.078	-164.095	-128.600	-196.938	216.012	608.698	
31/08/2022	4.316.999	4.191.384	-125.615	-67.934	-30.500	-35.745	52.675	-44.111	
30/09/2022	4.191.384	4.168.042	-92.335	1.135.338	-139.200	-39.622	-980.708	-68.143	
<b>Por mes</b>									
Dic. 11 a Nov. 15 48 Mes			7.057	61	883	8.964	-1.140	-1.712	
Dic. 15 a Nov. 19 48 MES			23.643	-13.507	7.525	12.098	-3.406	20.933	
Dic. 19 a Agosto 22 34 Mes			71.395	39.225	-9.601	120.669	-93.717	14.818	
Año 2022 hsta set. 9 Mes			49.446	125.228	-24.595	16.151	-185.132	117.794	
29/07/2022			335.078	-164.095	-128.600	-196.938	216.012	608.698	
31/08/2022			-125.615	-67.934	-30.500	-35.745	52.675	-44.111	
30/09/2022			-92.335	1.135.338	-139.200	-39.622	-980.708	-68.143	



	Total de Leliq y Pases en la inicio fecha	Total de Leliq y Pases en la última fecha	Diferencia	Relación con la base monetaria
Dic. 11 a Nov. 15	75.833	398.823	322.990	0,74
Dic. 15 a Nov. 19	18.566	1.046.618	1.028.052	0,62
Dic. 19 a Set. 22	1.101.846	8.567.897	7.466.052	1,82
<b>Año 2022 Enero-set.</b>	<b>4.421.458</b>	<b>8.567.897</b>	<b>4.146.439</b>	<b>1,01</b>
<b>29/07/2022</b>				
	6.720.111	6.720.896	785	1,56
<b>31/08/2022</b>				
	6.720.896	7.069.009	348.112	1,69
<b>30/09/2022</b>				
	7.111.036	8.567.897	1.456.861	2,06



Saludos

Lic. Jorge A Moore

Octubre 2022

Corrección: Manuel López de Tejada