

**Objetivos y planes
respecto del desarrollo
de las políticas monetaria,
cambiaria, financiera
y crediticia para el año 2024**



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2024

De acuerdo con el artículo 42 de la Carta Orgánica "El banco deberá publicar antes del inicio de cada ejercicio anual sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria."

Contenidos

Pág. 3 | 1. La raíz de los problemas macroeconómicos argentinos: el déficit fiscal

Pág. 3 | 2. La situación a fines de 2023

Pág. 9 | 3. Objetivos y Planes 2024

1. La raíz de los problemas macroeconómicos argentinos: el déficit fiscal

Argentina mantiene un déficit fiscal crónico¹. Cuando el país ha tenido acceso al mercado financiero internacional, lo ha financiado endeudándose. Cuando han aparecido dudas sobre su capacidad de repagar las deudas contraídas o se han endurecido las condiciones financieras internacionales y ha perdido acceso al mercado, ha desconocido sus deudas o recurrido a la emisión monetaria para financiar al Tesoro. Así se han ido generando reiterados episodios de default soberano y de alta inflación.

Los gobiernos, en general, se han ocupado más de postergar los efectos inflacionarios de la emisión monetaria que de corregir sus causas. Como muestras de estos intentos de dilatar sus efectos en el tiempo se han experimentado recurrentes atrasos de tarifas de servicios públicos y de otros precios regulados, la esterilización de la emisión monetaria con la colocación de pasivos remunerados a un ritmo incompatible con la estabilidad nominal y, fundamentalmente, el intento de evitar el ajuste del tipo de cambio a niveles de equilibrio.

Estas medidas paliativas no solo no resuelven el problema fundamental, sino que la mayoría de las veces contribuyen a agravarlo. El Tesoro, al subsidiar las tarifas, aumenta el déficit fiscal. La esterilización con pasivos remunerados reduce la intermediación financiera y el crédito, y los intereses que genera incrementan la emisión monetaria futura. Por su parte, al pretender defender un tipo de cambio insostenible se dilapidan reservas internacionales y, en un intento de reducir la merma, se termina introduciendo un complejo entramado de regulaciones y trabas burocráticas para limitar el acceso al mercado cambiario que imposibilitan el normal funcionamiento de la economía, dificultan la compra de insumos, generan escasez y encarecimiento de muchos bienes. Esta situación desalienta la inversión, perjudicando las exportaciones y reduciendo el crédito, lo que deteriora la actividad económica y agrava aún más el punto de partida.

Esto no es algo novedoso. Paradójicamente, en lugar de aprender las lecciones del pasado, este es un proceso que se ha venido repitiendo, con sus matices y particularidades, en numerosas etapas a lo largo de nuestra historia y, en esta oportunidad, presenta una gravedad sin precedentes.

2. La situación a fines de 2023

A fines de 2023 la economía argentina exhibe un cuadro crónico de inestabilidad macroeconómica y estanflación, desbalances fiscal y externo, reservas internacionales netas negativas, baja intermediación financiera, grandes distorsiones en los precios relativos, y un complejo entramado de regulaciones y trabas burocráticas diseñadas para reprimir y demorar, mas no erradicar, las consecuencias inflacionarias del financiamiento monetario del déficit fiscal. Durante el período de campaña electoral, estos problemas no hicieron más que agravarse hasta llevar a la economía a una situación crítica, más allá del registro de una fuerte sequía este año.

El déficit primario del Sector Público No Financiero, que había llegado el 6% del PIB durante la pandemia, continuó oscilando entre 2% y 3% del PIB en los años siguientes (ver Gráfico 1.a.). En los meses previos al proceso electoral se tomaron una serie de medidas con la intención de mejorar transitoriamente el nivel de actividad y las perspectivas electorales del oficialismo. Se dispuso el otorgamiento de bonos y refuerzos de ingresos para los empleados públicos, trabajadores de menores ingresos e informales, jubilados y beneficiarios de planes sociales, entre otros. También se subió fuertemente el mínimo no imponible del impuesto a

¹ En los últimos 123 años el país tuvo déficit fiscal en 113 de ellos, es decir 92% del tiempo.

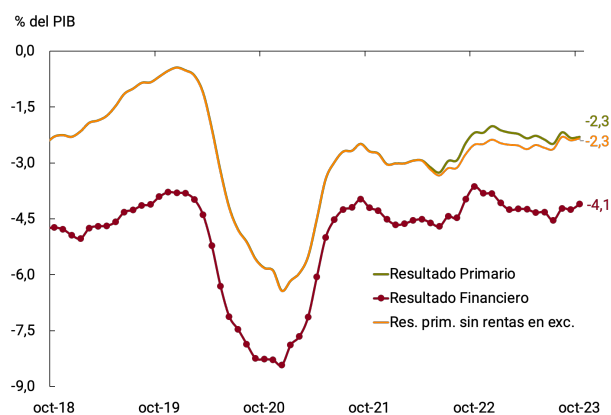
las ganancias, se dispuso la devolución del IVA para las personas con menores ingresos, y se prorrogaron los aportes y actualizaron las escalas de retención para trabajadores autónomos, entre otros beneficios impositivos. Se estima que, en conjunto, esas medidas con fines electoralistas elevaron el déficit fiscal en más de 1 p.p. del PIB, lo que se agregó a la situación deficitaria previa.

En un contexto en el que el acceso al financiamiento soberano se encontraba limitado, en los últimos años se recurrió de manera creciente al financiamiento monetario directo e indirecto del Banco Central. En el caso del financiamiento directo, a través del otorgamiento de Adelantos Transitorios y del giro de Utilidades. En el caso del financiamiento indirecto, mediante la compra de títulos públicos en el mercado secundario (ver Gráfico 1.b.).

Gráfico 1 | Déficit fiscal y financiamiento monetario al Tesoro Nacional

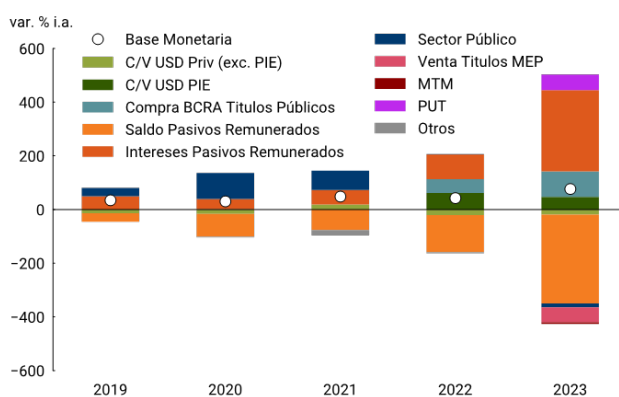
a. Resultado del SPNF

Acumulado 12 meses



b. Contribución al crecimiento anual de Base Monetaria

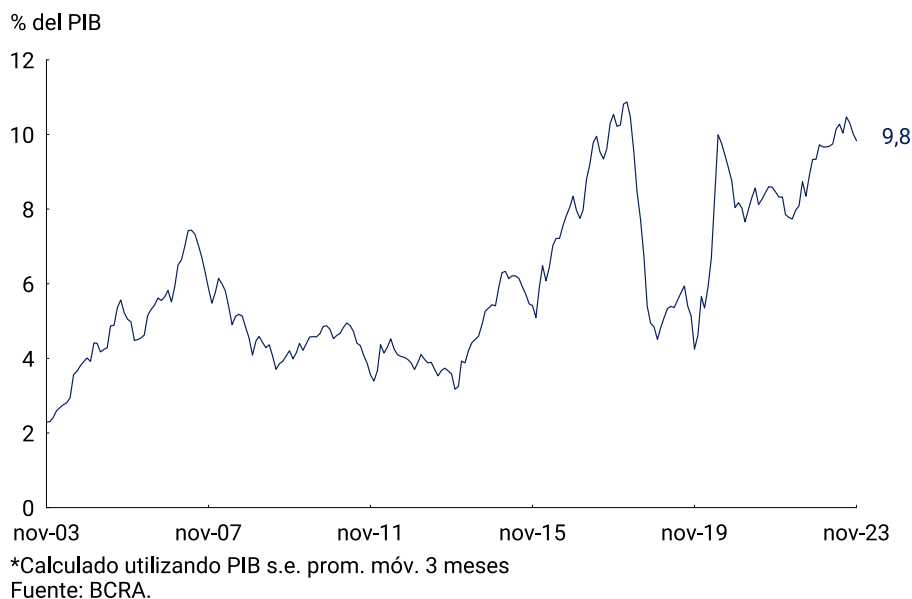
Precios corrientes, var. fin de período



Fuente: BCRA en base a datos de Ministerio de Economía e INDEC.

Gran parte de la expansión monetaria para financiar al Tesoro Nacional fue esterilizada mediante la emisión de pasivos remunerados del BCRA. Adicionalmente, los pasivos remunerados también continuaron creciendo endógenamente por efecto de la tasa de interés. Todo esto llevó a que los pasivos monetarios remunerados alcanzaran un saldo de \$24,8 billones a noviembre, representando un 9,8% del PIB y casi tres veces la base monetaria (ver Gráfico 2). En consecuencia, a fines de 2023 el déficit cuasifiscal alcanzó un nivel anualizado cercano al 10% del PIB.

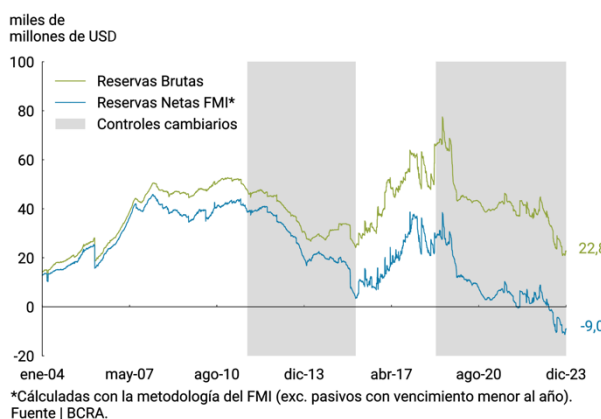
Gráfico 2 | Evolución de los Pasivos Remunerados



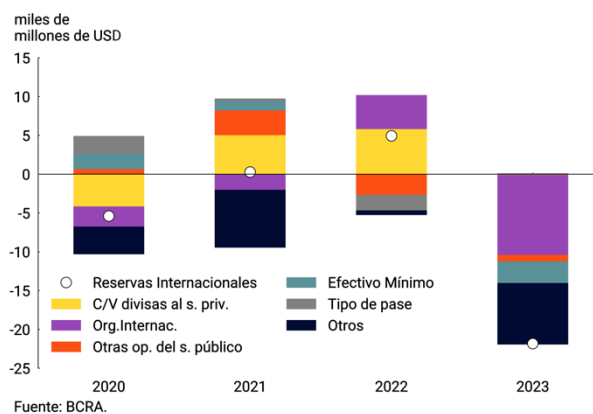
Las necesidades de financiamiento al Tesoro Nacional y la política de tasas de interés no sólo aumentaron fuertemente los pasivos del BCRA y deterioraron su composición, sino que también afectaron al activo de su hoja de balance. El uso de las Reservas Internacionales para pagos de deuda, y las ventas de divisas en el mercado oficial y en los mercados financieros redujeron las Reservas internacionales (ver Gráficos 3.a y 3.b). Tras registrar una caída de más de USD56.000 millones desde el máximo registrado en abril de 2019, las Reservas Internacionales Brutas se ubicaron en USD21.000 millones al 11 de diciembre de 2023, mientras que las reservas internaciones netas (una vez deducidos el swap con China, los pasivos con SEDESA, ALADI, BIS y los encajes en moneda extranjera de los bancos comerciales) se ubicaron en terreno negativo desde mayo de 2023, con un registro de -USD10.800 al 11 de diciembre de 2023.

Gráfico 3 | Reservas internacionales y sus factores de variación

a. Reservas internacionales del BCRA



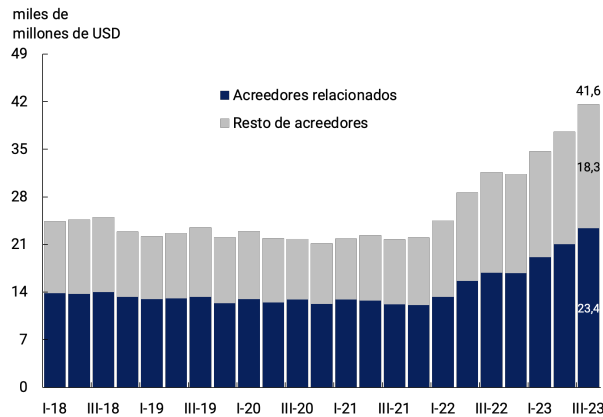
b. Contribución al cambio anual de las Reservas internacionales



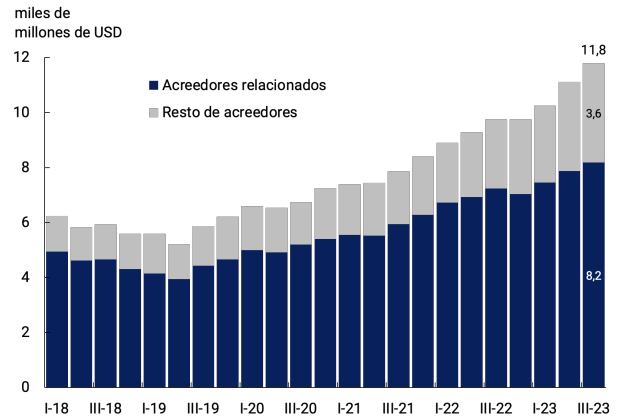
La trayectoria de las reservas internacionales es aún más delicada de lo que allí se puede apreciar. En efecto, en los últimos meses los importadores han visto que una vez que conseguían autorizar las importaciones, se dificultaba su acceso al mercado de cambios para realizar los pagos, lo que generó un aumento de las deudas comerciales con sus proveedores del exterior. La deuda comercial por importaciones impagas se duplicó en pocos meses alcanzando el tercer trimestre de 2023 unos USD41.600 millones (ver Gráfico 4).

Gráfico 3 | Deuda externa del sector privado por tipo de relación con el acreedor*

a. Por importación de bienes



b. Por importación de servicios



*Información sujeta a revisión.

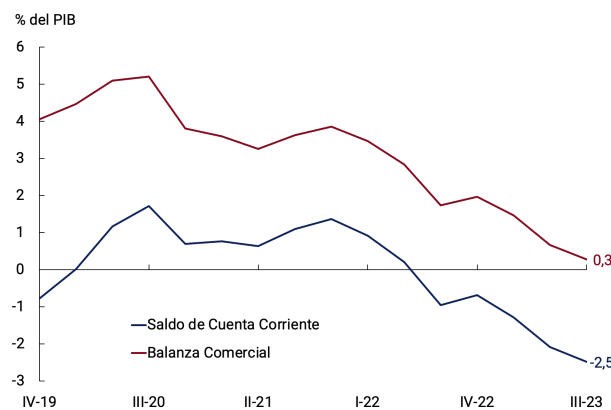
Fuente: BCRA.

El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo desde mediados de 2021, alcanzando un déficit de 2,5% del PIB en el cuarto trimestre de 2023 (ver Gráfico 5.a). Más allá de los efectos negativos coyunturales de la sequía sobre el sector agropecuario, el desequilibrio externo estuvo asociado a los crecientes desbalances macroeconómicos, originados en el déficit fiscal y su financiamiento por parte del BCRA. Los controles cambiarios no hicieron más que desincentivar la producción, al tiempo que la creciente brecha entre el tipo de cambio oficial y las cotizaciones financieras, que alcanzó niveles cercanos al 200%, desalentó las exportaciones e incrementó artificialmente las importaciones (ver Gráfico 5.b).

Gráfico 5 | Balanza comercial y brecha del tipo de cambio

a. Saldo de la Cuenta Corriente y la Balanza Comercial

Acumulado móvil 4 trimestres



b. Brecha cambiaria

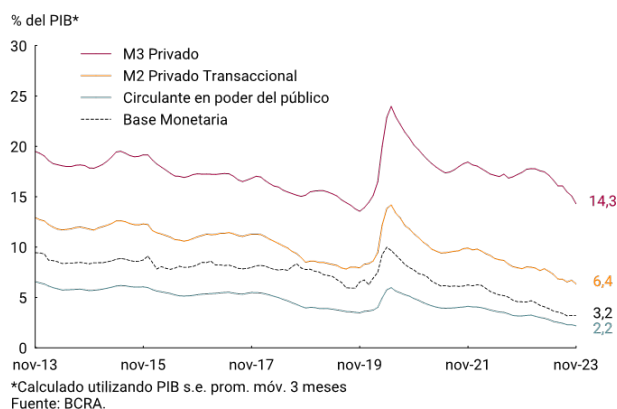


Fuente: BCRA.

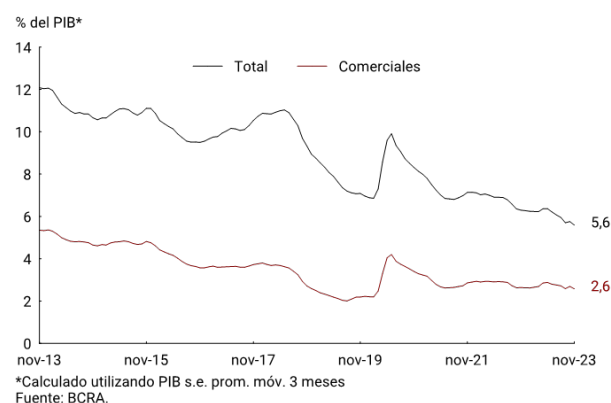
Las políticas llevadas adelante por el BCRA también se reflejaron en la composición de los agregados monetarios y del crédito. Como consecuencia de la aceleración inflacionaria, la demanda de saldos reales cayó a niveles históricamente bajos, rebalanceándose fundamentalmente hacia los componentes que brindan al menos una cobertura parcial contra la inflación. En efecto, el M2 privado transaccional, que incluye el circulante en poder del público y los saldos de los depósitos a la vista del sector privado no remunerados, alcanzó un nuevo mínimo de 6,4% del PIB, mientras que el M3 privado, que incluye también los depósitos a plazo fijo y otros depósitos remunerados, continuó descendiendo hasta un nivel cercano al 14% del PIB (ver Gráfico 6.a). En un contexto donde la demanda de préstamos -debilitada por la situación de la economía- debe competir con las colocaciones de pasivos remunerados que hace el BCRA, el crédito privado encuentra poco margen para desarrollarse. Los bancos comerciales actúan así cada vez menos como intermediarios financieros, perdiendo su rol como agentes que toman depósitos y dan créditos al sector privado. El financiamiento monetario de los déficits fiscales, y su posterior esterilización, producen un *crowding out* del crédito, que alcanzó un nuevo mínimo histórico de 5,6% del PIB (ver Gráfico 6.b).

Gráfico 6 | Agregados monetarios y crédito

a. Agregados monetarios en pesos

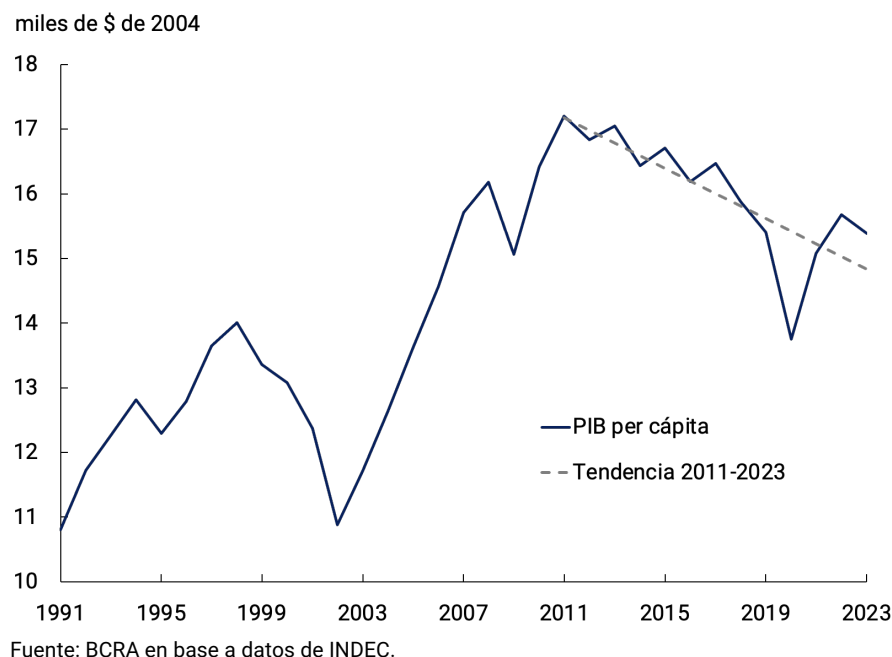


b. Préstamos al sector privado



Desde 2011, la actividad económica se mantuvo estancada, más allá de variaciones cíclicas. Si se considera el nivel de PIB per cápita, la situación es aún peor, con una tendencia decreciente (-1,3% promedio anual desde 2011, ver Gráfico 7). En cuanto a los factores de demanda, en los últimos años se observó, como era de esperar en un contexto de aceleración inflacionaria, una creciente participación relativa del Consumo (público y privado) en detrimento de la Inversión, componente clave para dinamizar el crecimiento en el largo plazo.

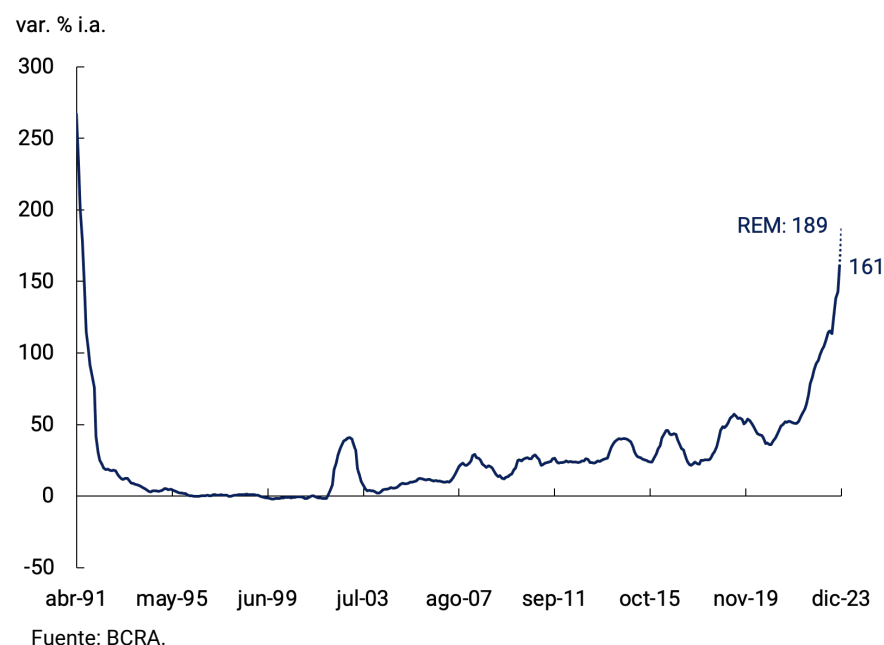
Gráfico 7 | Evolución del PIB per cápita



La inflación, resurgida con fuerza desde 2007, se había mantenido desde entonces en niveles elevados, con un registro promedio anual cercano al 40%. En el último año, el ritmo de aumento del nivel general de precios se aceleró de manera significativa y se estima que alcanzaría un registro cercano al 200% i.a. a fines de 2023 (ver Gráfico 8). Si se analiza la dinámica de los datos de alta frecuencia de diciembre, la tasa de inflación mensual alcanzaría un registro cercano al 30%. Estos son niveles de inflación que no se registraban en la economía argentina desde comienzos de la década de 1990, en el período previo al inicio de la Convertibilidad. Esta es la evidencia más contundente de lo crítica que es la situación y que, de no corregirse prontamente, nos hubiera llevado más temprano que tarde a un nuevo episodio de hiperinflación.

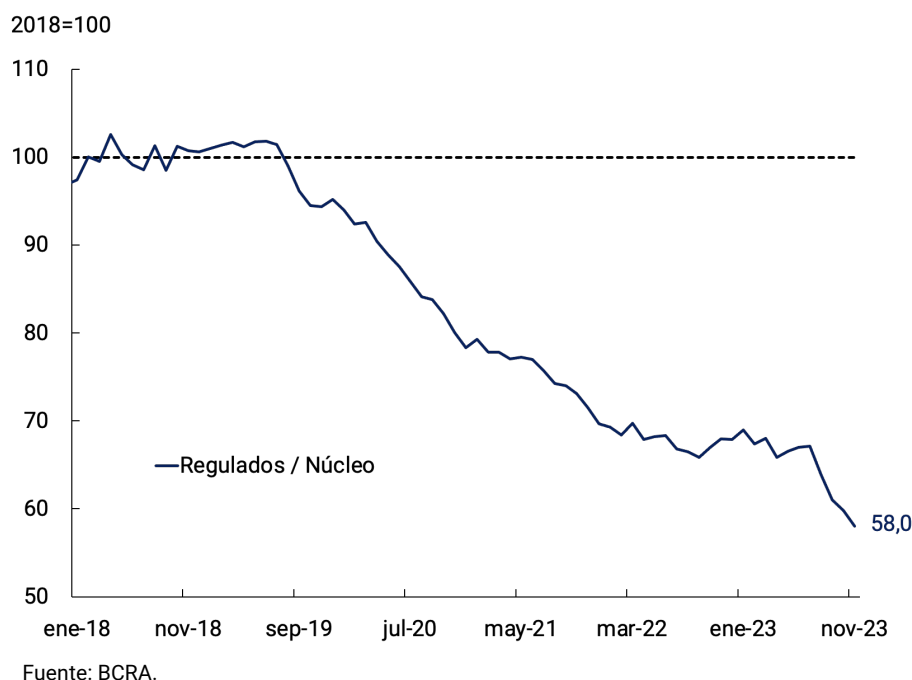
Gráfico 8 | Inflación. Nivel General

Datos hasta nov-23 y proyección de dic-23 con REM de nov-23



La delicada situación de la dinámica de la tasa de inflación reciente y proyectada para el corto plazo se agrava si se tienen en cuenta las distorsiones que se esconden detrás del comportamiento promedio de los precios, fruto de los mencionados retrasos decididos para dilatar las consecuencias de los desequilibrios macroeconómicos. Ya se ha mencionado la enorme brecha que se registraba entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio financiero, cuya corrección genera una inevitable aceleración de la inflación. Algo similar ocurre con la diferencia que se ha ido acumulando entre la evolución de los precios regulados y el componente núcleo (ver Gráfico 9).

Gráfico 9 | Evolución de la categoría Regulados del IPC con relación a la Núcleo



Ante la corrección de estas distorsiones, necesarias para ordenar la economía y que ésta pueda volver a funcionar adecuadamente, el Banco Central acompañará estos esfuerzos de sinceramiento con un monitoreo atento de las condiciones monetarias y crediticias con el objetivo de moderar las presiones inflacionarias que se puedan generar.

3. Objetivos y Planes para 2024

El Ministerio de Economía presentó, el 12 de diciembre, el programa económico de la nueva administración, que pone el énfasis en las modificaciones estructurales al régimen económico que resultan necesarias para revertir la espiral de inestabilidad y estancamiento que afecta a la economía argentina.

El programa tiene como piedra angular eliminar el déficit fiscal y su financiamiento mediante la emisión monetaria del BCRA. El objetivo anunciado es alcanzar un equilibrio fiscal financiero en el 2024. Otros de los elementos centrales son la eliminación de regulaciones, restricciones y trabas burocráticas, y la corrección de precios relativos, en especial, el tipo de cambio. Sólo así se podrá conseguir el restablecimiento del equilibrio externo. Y un elemento adicional lo constituye el saneamiento de la hoja de balance del BCRA, mediante

la recuperación del nivel de reservas internaciones y una solución para la dinámica de sus pasivos remunerados. El logro de equilibrios básicos en los frentes fiscal y externo, junto con el saneamiento del balance del BCRA constituirán los cimientos de la estabilidad macroeconómica futura.

Normalización del mercado cambiario

En el marco de la transición hacia un régimen que asegure la estabilidad macroeconómica, se anunció el establecimiento de un nuevo tipo de cambio de 800 pesos por dólar en el Mercado Libre de Cambios (MLC). Temporariamente, y hasta tanto el compromiso y la visibilidad del esfuerzo fiscal sean apreciados en su total dimensión, el ajuste del tipo de cambio cumplirá el rol de un ancla complementaria en las expectativas de inflación. Como refuerzo del ancla fiscal, el BCRA estableció un sendero de deslizamiento para el tipo de cambio de 2% por mes, de manera de proveer un ancla nominal que se extienda más allá del periodo de sinceramiento de precios relativos.

El BCRA definió nuevas condiciones para el acceso al MLC para el pago de las importaciones de bienes y servicios, con el objetivo de normalizar progresivamente un mercado que estaba funcionando de manera disfuncional por los niveles de endeudamiento comercial acumulados.

El BCRA simplificó también el sistema de pagos de importaciones de bienes y servicios, eliminando todo requisito vinculado a la obtención de autorizaciones a través de Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA), y también dejando sin efecto el requisito del Certificado de la Cuenta Única de Comercio Exterior de la AFIP². A su vez, establecieron plazos de pago diferenciados según la posición arancelaria de los distintos bienes y servicios importados lo cual permitirá administrar las divisas durante los meses próximos, caracterizados por la baja estacionalidad de exportaciones.

Con el objetivo de dar previsibilidad a los pagos asociados con el stock de deuda comercial de importadores acumulada, el BCRA dio a conocer las condiciones de nuevos instrumentos conformados por tres series de Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL)³. Estos bonos ya están siendo ofrecidos como vehículos para canalizar la demanda de divisas de los importadores de bienes y servicios con deudas comerciales por operaciones con registro aduanero o servicio efectivamente prestado hasta el 12 de diciembre de 2023⁴.

A través de la licitación de estos nuevos instrumentos, el BCRA ofrece una solución ordenada para resolver la crisis generada por la acumulación de deudas comerciales de importadores a niveles difíciles de manejar en el corto plazo con el stock de reservas disponible, funcionando como puente hasta la acumulación de reservas asociadas al superávit de balanza comercial proyectado para los próximos años. En esta línea, los importadores tienen la posibilidad de adquirir estos instrumentos con la liquidez en pesos que tienen a disposición para hacer frente a sus compromisos con el exterior y recibirán a cambio un flujo de divisas cierto por parte del BCRA.

El sinceramiento en el valor del tipo de cambio y la eliminación de buena parte de las regulaciones y las trabas burocráticas para el acceso al mercado de cambios constituyen elementos clave: generan el incentivo

² Ver la Comunicación A7917.

³ Ver la Comunicación A7918 y la Comunicación B12695.

⁴ Ver la Comunicación A7925.

a la producción y a la exportación, y un desincentivo a continuar incrementando artificialmente las importaciones. Una mejora genuina de la balanza comercial será un motor imprescindible en el proceso de recuperación del nivel de reservas internacionales líquidas del BCRA.

La recuperación de la credibilidad no será completa hasta que la corrección de los desbalances monetarios heredados, la solución a las deudas comerciales por pagos de importaciones y la recomposición de reservas internacionales permitan avanzar en la eliminación de los controles cambiarios y de capitales aún vigentes y, luego de un proceso de normalización ordenado, en la unificación definitiva del mercado de cambios.

Normalización del mercado monetario

En el corto plazo, como consecuencia de los desbalances heredados y mientras la economía transite un periodo de “estanflación”, se prevé que la demanda de dinero demorará en recuperarse. En este contexto, el equilibrio monetario requiere atender simultáneamente las dos fuentes principales de emisión monetaria: el financiamiento (directo e indirecto) del déficit fiscal y el déficit cuasifiscal del propio BCRA.

El BCRA decidió dejar de realizar licitaciones de LELIQ a futuro, pasando a ser las operaciones de pases pasivos su principal instrumento de absorción de excedentes monetarios. La tasa de interés de política monetaria pasó a ser la tasa de los pases pasivos a un día de plazo, que desde el 13 de diciembre fue establecida en 100% nominal anual.

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

En cuanto a las operaciones de inyección de liquidez, el BCRA seguirá ejerciendo la posibilidad de realizar pases activos y ofrecer *puts* sobre instrumentos del Tesoro que la autoridad monetaria considere adecuados. El Banco Central dispuso que aquellos títulos susceptibles de ser vendidos al BCRA por el mecanismo de *put* que sean licitados a partir del 18 de diciembre de 2023 no computarán a efectos del límite de fraccionamiento crediticio al sector, ya que cuentan con el BCRA como comprador a opción de los bancos.

El BCRA continuará orientando todas las herramientas de la política monetaria a alcanzar la estabilidad monetaria y reducir la inflación. Y seguirá realizando un monitoreo continuo de la evolución del nivel general de precios, la dinámica del mercado de cambios y de los agregados monetarios a los efectos de calibrar su tasa de interés de política y administrar las condiciones de liquidez.

Primeros resultados y perspectivas futuras

El sinceramiento del tipo de cambio y la eliminación de trabas burocráticas para el acceso al mercado cambiario han dado comienzo a un proceso para destrabar los flujos del comercio exterior de manera de restablecer el pleno funcionamiento de la cadena productiva. Esto le ha permitido al BCRA en las primeras 12 jornadas acumular compras de divisas por unos USD2.900 millones, iniciando de forma auspiciosa su proceso de recomposición de Reservas Internacionales.

Dejar de emitir LELIQ es un paso importante para que los bancos tengan incentivos para volver a actuar como intermediarios financieros que toman depósitos para dar crédito.

Se ha progresado rápidamente en el diálogo formal con los organismos internacionales, incluyendo el Fondo Monetario Internacional. El objetivo central es despejar la incertidumbre en torno a los desembolsos pactados con vistas a atender los futuros vencimientos de capital. Esa incertidumbre responde a la obligación que enfrenta la Argentina de iniciar el proceso formal de solicitud de una dispensa (*waiver*) por el incumplimiento de las metas acordadas en agosto de este mismo año. El gobierno hará los esfuerzos necesarios para restablecer la vigencia del acuerdo firmado con el FMI y llevará a cabo negociaciones adicionales que -considere- contribuyan a mejorar las condiciones de financiamiento vigentes.

Los equilibrios macroeconómicos básicos, junto con el saneamiento del balance del BCRA, son una precondition para cualquier estabilidad duradera, que constituya el entorno propicio para producir, para innovar, para comerciar con el resto del mundo, y para crear más y mejores empleos en la Argentina.

La estabilización macroeconómica permitirá que vuelva a haber oferta de crédito genuina al sector privado, insumo indispensable para el financiamiento de la inversión y el crecimiento. El BCRA mantendrá actualizada la regulación micro y macroprudencial, en función de las mejores recomendaciones internacionales en la materia, sin descuidar las características propias del mercado financiero argentino. Además, continuará monitoreando el desempeño de las entidades en función de prever y abordar eventuales situaciones de vulnerabilidad, apuntando a sostener adecuados niveles de liquidez y solvencia para el conjunto y cada una de las entidades financieras.

Por último, el BCRA continuará redoblando sus esfuerzos en fomentar la inclusión financiera y la modernización de los medios de pago: el acceso y uso de servicios financieros (transacciones, pagos, ahorro y crédito) a un costo razonable, de manera segura para el consumidor y sostenible para los proveedores.