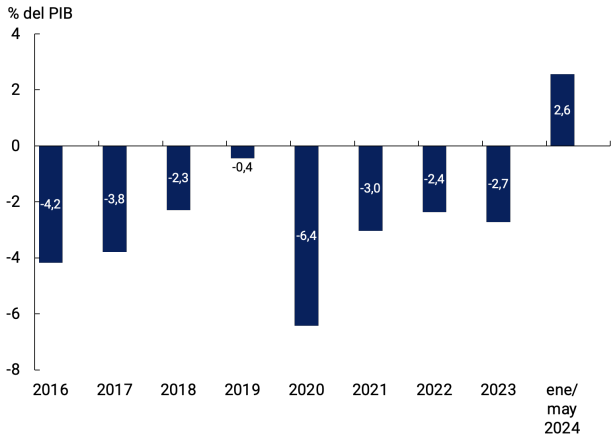
Comunicado

El BCRA inauguró un marco monetario orientado a consolidar la estabilidad de precios

I. FASE 1: Primera etapa del programa de estabilización:

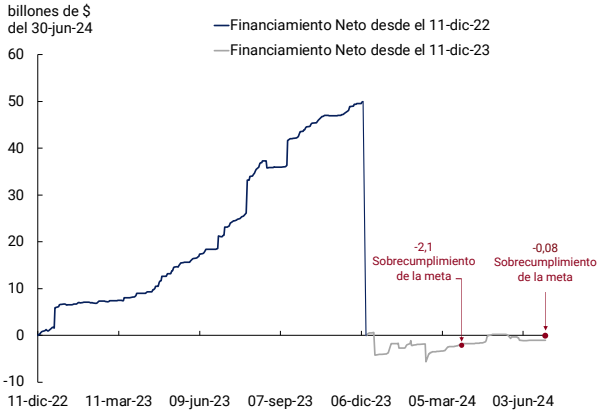
La eliminación del déficit fiscal y su monetización: Con el fin de frenar la espiral inflacionaria en curso, en diciembre 2023 se lanzó un programa de estabilización macroeconómica basado en la eliminación inmediata del déficit fiscal y del déficit de la balanza de pagos, las principales fuentes de emisión monetaria y de pérdida de reservas. Durante 2023 y hasta el 10 de diciembre el financiamiento neto total del Tesoro provisto por el BCRA (bajo la definición de la 7ma revisión del FMI) llegó a acumular $50 billones a pesos constantes de junio 2024. A partir del lanzamiento del programa de estabilización el Tesoro asumió el compromiso de llevar a cero el déficit fiscal y el BCRA asumió el compromiso de eliminar el financiamiento neto al Tesoro, tanto por emisión monetaria como a través de operaciones en dólares.

Gráfico 1 | Resultado primario del sector público no financiero



Nota | Enero/mayo de 2024: resultado primario anualizado ajustado por estacionalidad.
Fuente | BCRA y Ministerio de Economía.

Gráfico 2 | Financiamiento neto acumulado al Tesoro (definición del FMI)

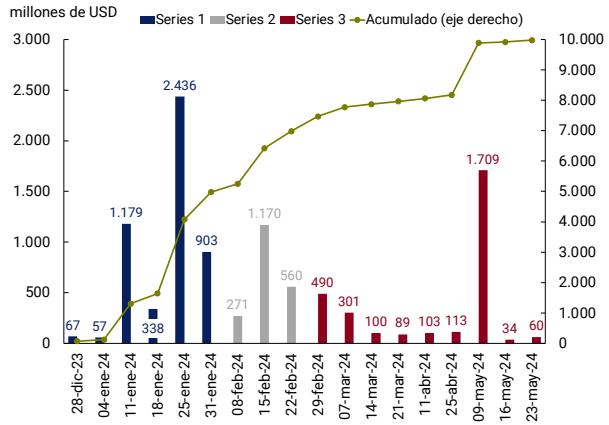


Fuente | BCRA.

La ampliación del acceso al mercado libre de cambios (MLC) para importadores: Al inicio del programa de estabilización el acceso de los importadores al mercado libre de cambios (MLC) apenas cubría menos del 20% de las importaciones. A efectos de normalizar la cadena de pagos de comercio exterior y el financiamiento privado, el BCRA definió un cronograma transparente de acceso incremental para el pago de importaciones y ofreció al sector privado

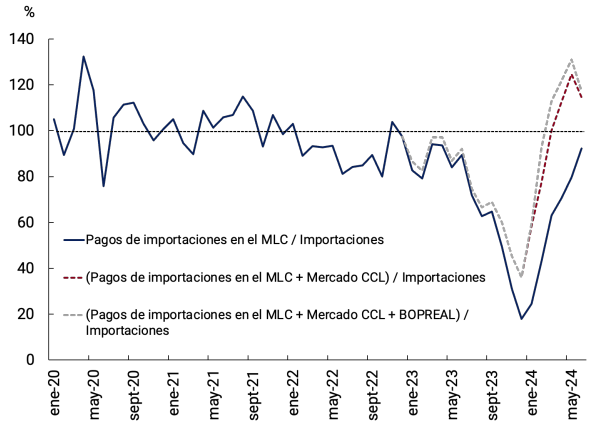
la suscripción voluntaria de BOPREAL para poder cancelar las deudas comerciales acumuladas.[1] En el trascurso del primer semestre de 2024 los pagos de importaciones cursados por el MLC volvieron al entorno del 100% del monto mensual promedio de importaciones.[2] Considerando que la suma de pagos de importaciones a través del acceso al MLC y del mercado de contado con liquidación (CCL) supera el 100% a partir de marzo se corrobora una temprana reducción del saldo de esa deuda. El BCRA considera prioritario seguir avanzando en flexibilizar el acceso del sector privado productivo al MLC como uno de los pasos previos a la eventual unificación cambiaria, levantamiento de controles de cambios y establecimiento de un régimen de competencia de monedas.

Gráfico 3 | Swap cambiario (BOPREAL)



Fuente | BCRA.

Gráfico 4 | Ratio de pagos de importadores (MLC y CCL) sobre importaciones



Fuente | BCRA.

La reducción de la tasa de interés de política monetaria: En paralelo a las medidas mencionadas, el BCRA comenzó un proceso orientado a eliminar la segunda fuente de oferta monetaria excedente: los intereses sobre sus pasivos remunerados. Durante el segundo semestre de 2023 estos últimos, entre LELIQ y pases pasivos, habían llegado a sumar $58,3 billones, cifra solo superada por el pico de abril 2018 de $72,8 billones (ambos a precios constantes de junio 2024). La flexibilidad monetaria aplicada a lo largo del primer semestre se apoyó en la consistencia del programa macroeconómico y se tradujo en la posibilidad de que BCRA guiara la tasa de política monetaria (sobre pases pasivos) desde 130% a 40% TNA y que disminuyan los registros mensuales de la inflación minorista.

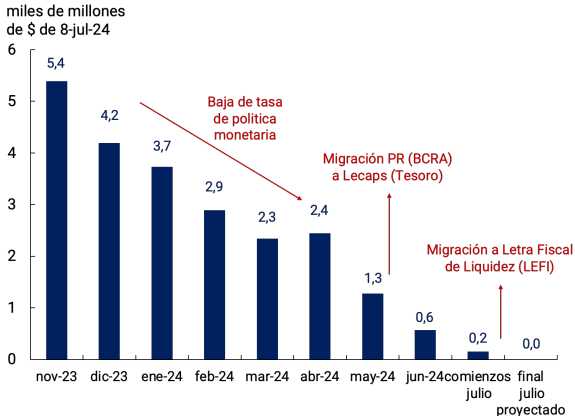
[1] Ante la falta de disponibilidad de dólares, la oferta y colocación del BOPREAL evitó el derrumbe de la actividad económica y del empleo por falta de insumos, permitiéndole al sector privado acceder a un compromiso de entrega de moneda extranjera a futuro por las deudas de comercio exterior preexistentes al 10 de diciembre. A su vez, la colocación del BOPREAL, le permitió al BCRA esterilizar pesos excedentes al tipo de cambio vigente a la fecha de suscripción, por el equivalente a USD10 mil millones entre enero y mayo 2024.
[2] Al mismo tiempo, el BCRA flexibilizó el acceso al MLC para un 80% de las MiPyMEs y, más recientemente, adicionalmente flexibilizó el pago de intereses a entidades vinculadas cuando el financiamiento se asocia a plazos de dos años o más.

Gráfico 5 | Pagos de intereses sobre pasivos remunerados y tasa de política monetaria del BCRA



Nota | Datos al 10 de julio de 2024.
Fuente | BCRA.

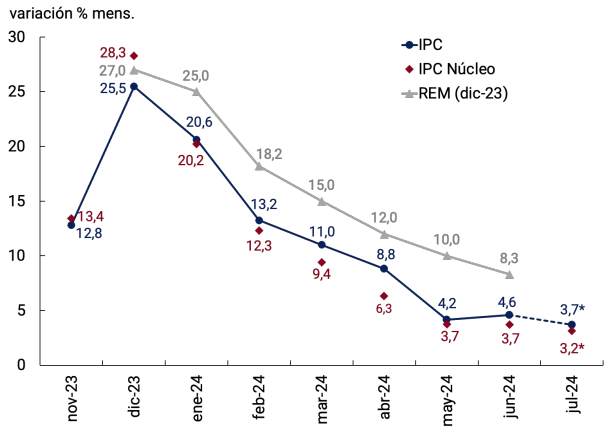
Gráfico 6 | Pagos de intereses sobre los pasivos remunerados del BCRA



Fuente | BCRA.

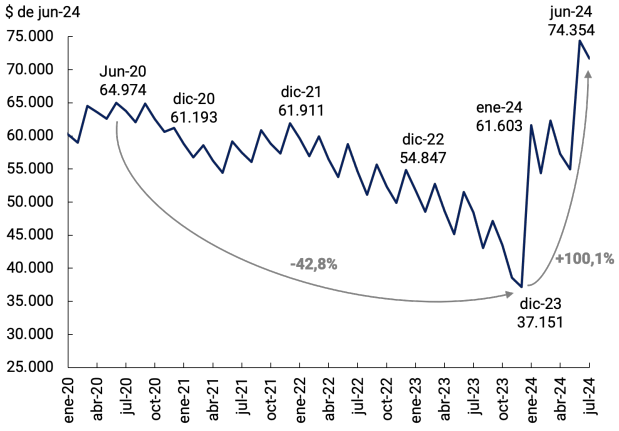
La reducción de pasivos remunerados del BCRA y caída de la inflación: El devengamiento de intereses sobre los pasivos remunerados del BCRA se redujo de $5,4 billones mensuales en noviembre 2023 a precios de junio 2024 (equivalente al 32% de la base monetaria) a apenas $0,6 billones mensuales en junio 2024. A su vez, la base monetaria amplia (BMA) a precios constantes de junio 2024 fue reducida de $56,7 billones (al 10 de diciembre) hasta $36,1 billones a fin de junio 2024; una caída de 36,4% en términos reales. Consistente con esta contracción monetaria, en el trascurso de este periodo la inflación IPC núcleo bajó desde un ritmo de 28,3% mensual en diciembre 2023 a 3,7% en junio 2024. La consolidación de esta senda decreciente de inflación y el reordenamiento de prioridades presupuestarias llevado a cabo por el Poder Ejecutivo han resultado en la recomposición real de las prestaciones sociales, incluyendo las jubilaciones y los programas de asistencia social (como la AUH), en términos reales.

Gráfico 7 | IPC - Inflación minorista: pronósticos del consenso de mercado (REM) vs. datos reales



*Proyecciones del BCRA.
Fuente | BCRA a partir de datos del REM-BCRA e INDEC.

Gráfico 8 | Asignación universal por hijo



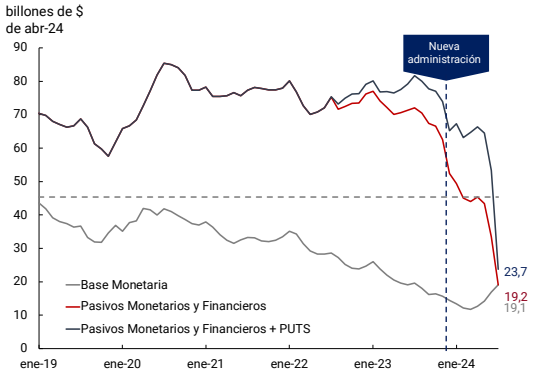
Fuente | BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.

II. FASE 2: Segunda etapa del programa de estabilización

El nuevo marco de política monetaria: fijación de la cantidad de dinero en relación a la base monetaria amplia. A efectos de consolidar el proceso de eliminación de la inflación y sentar las bases del marco normativo para la implementación de la competencia de monedas, el BCRA inauguró la segunda etapa del programa de estabilización bajo control de cambios.[3] En esta etapa se agrega como objetivo el de limitar la cantidad de pesos al monto nominal existente el 30 de abril de la base monetaria amplia (BMA), es decir, $47,7 billones de pesos corrientes (o 9,1% del PIB). Ese valor reciente de la BMA se asemeja en términos reales a la totalidad de la base monetaria (BM) con la cual operaba normalmente la economía argentina previo a la imposición de controles de cambio en agosto 2019. La fijación de este techo a la expansión de la demanda por BM permite anticipar que, a partir de la introducción de competencia de monedas, el peso se transformará en la "moneda escasa."[4]

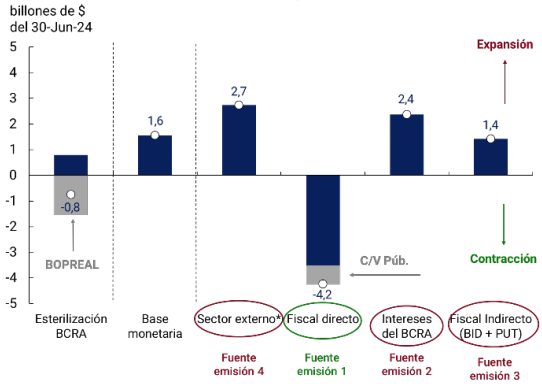
El mismo objetivo de la política monetaria: eliminación de la inflación. Concluye así la fase 1 del programa en la cual la política monetaria se orientó principalmente a guiar la tasa de interés de política monetaria hacia niveles más bajos y negativos en términos reales, reduciendo la emisión endógena por intereses. La fase 2 del programa asume que ese objetivo ha sido cumplido por lo cual BCRA ganará mayor grado de libertad para el manejo de los instrumentos de regulación de liquidez. En particular, esta flexibilidad se refuerza debido a que, a la par de mantener el compromiso firme con el equilibrio fiscal, se avanza en eliminar o esterilizar las demás fuentes de oferta monetaria nueva: (a) los pasivos remunerados del BCRA, (b) el financiamiento indirecto del Tesoro a través de "BIDs" y "PUTs" y, mientras persistan los controles de cambios, (c) la acumulación de reservas internacionales.

Gráfico 9 | Pasivos y contingencias del BCRA (PUTs)



Nota | El dato de julio corresponde a la estimación del día 22-jul.
Fuente | BCRA.

Gráfico 10 | Fuentes de variación de la Base Monetaria
Primer semestre de 2024 (Desde el 10 de diciembre de 2023)



Fuente | BCRA.

[3] El diseño y lanzamiento del nuevo marco de política monetaria permite cumplir con el compromiso cualitativo (*structural benchmark,* en inglés) de fines de junio que fue acordado con el FMI bajo el programa vigente.
[4] El peso continuará siendo demandado como medio de pago exclusivo de impuestos y el BCRA continuará adecuando la normativa a efectos de facilitar la incorporación de moneda extranjera al sistema bancario doméstico. Recientemente, el BCRA equiparó las condiciones para la apertura de cuentas bancarias en moneda extranjera con las del peso y eliminó los límites al número de transferencias permitidas desde y hacia las cuentas en moneda extranjera.

La mejora en la hoja de balance y la definición de los instrumentos monetarios del BCRA: El límite establecido a la cantidad máxima de dinero (tomando como referido la BMA nominal del 30 de abril) contribuirá a la resolución de dos desafíos importantes que enfrenta el BCRA: (1) el saneamiento de su balance por medio de la eliminación de toda forma de "dominancia" (sea esta fiscal, bancaria o cambiaria) sobre el ejercicio de la política monetaria y (2) la definición de los instrumentos necesarios para perseguir de manera eficiente sus objetivos, en particular en lo que hace a guiar las expectativas de inflación del sector privado hacia abajo.

1. **El saneamiento de la hoja de balance del BCRA:** Medidas como el traspaso de la totalidad de los pasivos remunerados al Tesoro y de la rescisión de la mayoría de los "PUTs" americanos por parte de los bancos participantes, les permitirán a las autoridades del BCRA asegurar un mayor control en el manejo de la liquidez del sistema bancario. Efectivamente, este conjunto de medidas reduce las fuentes de oferta de pesos indeseadas que en los últimos años limitaban la capacidad del BCRA para cumplir con su mandato de resguardar la estabilidad de precios.

    - **El inicio del traspaso de pasivos remunerados del BCRA (colocación de LECAPs por parte del Tesoro).** El último recorte de tasa de pases pasivos del BCRA se implementó el 14 de mayo y se orientó exclusivamente a incentivar un proceso monetario nuevo: la migración de pasivos monetarios remanentes desde el balance del BCRA al balance del Tesoro. Ese traslado de liquidez bancaria comenzó a ser implementado a través de la emisión de letras de capitalización del Tesoro (LECAPs), observándose el 20 de mayo un traspaso inicial de $8,6 billones de pases pasivos del BCRA hacia LECAPs del Tesoro. Gracias al traspaso de pasivos remunerados a LECAPs el costo financiero mensual para el BCRA de mantener esterilizados los déficits fiscales acumulados durante años anteriores disminuyó a $1,3 billones en mayo y $0,6 billones en junio (a precios de junio de 2024).

    - **La eliminación de la totalidad de los pasivos remunerados del BCRA (colocación de LEFIs por parte del Tesoro**): Con el fin de establecer un mecanismo de regulación de liquidez (sin incurrir en el costo de esterilización) que complemente al de los pases activos sobre LECAPs (y otros instrumentos del Tesoro) y, a la vez, cumpla la función de absorción de excedentes de liquidez, el 17 de julio el Tesoro emitió letras fiscales de liquidez (LEFI) a 1 año de plazo por $20 billones. El primer día en el que las LEFIs estuvieron disponibles los bancos suscribieron, a través de BCRA, un total de $10,85 billones.[5] El BCRA dispuso eliminar la ventana de pases pasivos a partir del 22 de julio, completando así un proceso de reducción de sus

[5] Las LEFIs se incorporaron al activo del BCRA a través de un canje con el Tesoro. Es decir, contra la entrega de títulos CER del Tesoro en el portafolio BCRA, sin aumentar la deuda bruta del Tesoro. Por el contrario, en la medida que los bancos vayan desarmando sus posiciones de LEFIs para prestar esos fondos al sector privado la deuda bruta del Tesoro podrá disminuir. La tasa de interés sobre las LEFIs es flotante, reflejando la tasa de política monetaria. En lo inmediato, el traspaso de pasivos remunerados del BCRA al Tesoro no implica un aumento de su costo financiero en términos reales para el Tesoro ya que la tasa de política monetaria es de 3,3% TEM, levemente inferior a la inflación mensual de junio de 4,6%. A futuro y ante la posibilidad de que la tasa de política monetaria se torne positiva en términos reales, el costo financiero de las LEFIs podrá impactar en las cuentas del Tesoro.

pasivos remunerados desde $52 billones en noviembre de 2023 (a precios constantes de junio de 2024) hasta eliminarlos por completo en julio 2024.

- **La eliminación de la normativa que daba lugar a la monetización fiscal indirecta (BIDs):** El 15 de mayo, el BCRA comenzó un proceso de reducción de pasivos monetarios contingentes, eliminando los "BIDs automáticos" sobre títulos del Tesoro. Los "BIDs" fueron instaurados en 2022 con el fin de sostener la demanda de los bancos por títulos del Tesoro en licitaciones primarias mediante el compromiso de que el BCRA adoptaría el rol de comprador de títulos bajo parámetros predeterminados. Junto con normativas similares ("compra automática" del BCRA de títulos integrables para "encaje") y la venta de instrumentos derivados a bancos (opciones de venta o "PUTs") el BCRA habilitó múltiples mecanismos de monetización indirecta del déficit fiscal. Estos mecanismos indirectos le permitieron al Tesoro exceder los límites a la monetización fiscal (basado en sus fuentes directas, adelantos transitorios y giro de dividendos del BCRA) acordados en el programa del FMI firmado en marzo 2022. En su totalidad, estas contingencias monetarias del BCRA representaron un stock de 3% del PIB en diciembre 2023 (0,93 veces la base monetaria de ese momento).

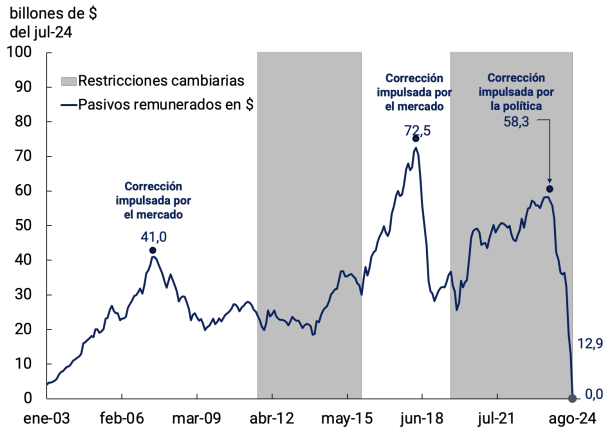
- **La rescisión de opciones sobre títulos del Tesoro en cartera de los bancos (PUTs):** A través de un dialogo cooperativo con la mayoría de las entidades bancarias, el BCRA lanzó el 16 de julio una propuesta de carácter integral y voluntaria para la rescisión de opciones "PUTs" americanas y europeas sobre la cartera de títulos del Tesoro de los bancos por un valor máximo de $17,7 billones. Las primas pagadas por el BCRA se establecieron sobre la base del precio original de adquisición (ajustado por vencimiento residual y por CER) y representaron apenas el 0,6% (equivalente a aproximadamente $90 mil millones) de la potencial monetización que el ejercicio de los "PUTs" podría implicar. Los bancos que, a través de su participación, contribuyeron a reducir el riesgo macroeconómico contarán con un plazo de 12 meses (contado desde la amortización original de los títulos públicos correspondientes) para converger al cumplimiento de las normas de fraccionamiento crediticio.[6]

- **La esterilización de pesos emitidos por la compra de reservas internacionales en el MLC desde el 30 de abril:** Con el fin asegurar la reducción de la inflación, el BCRA procederá a esterilizar los pesos emitidos por la compra del saldo de la balanza de pagos posterior al 30 de abril, fecha en la cual se limitó la cantidad de dinero en relación al nivel de la BMA. La contracción monetaria máxima prevista por esta vía sería del orden de $2,4 billones y se inicia eligiendo como mecanismo operativo la venta de dólares en los mercados paralelos de cambios, incluyendo el

[6] El remanente de "PUTs" americanos (representando el 22% sobre la totalidad de "PUTs" originales) podrá ser adquirido por el BCRA en el futuro para reducir ese riesgo completamente o, por el contrario, podrá ser ejercidos pero las instituciones ejecutoras no se beneficiarán del diferimiento en relación al cumplimiento de la normativa de fraccionamiento crediticio.

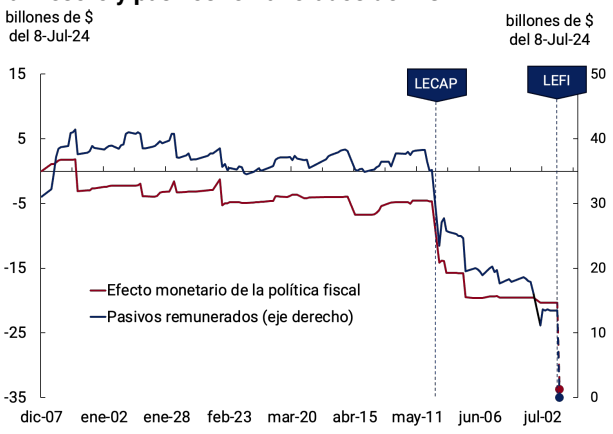
MEP y CCL. Tanto el ritmo como el monto total de esterilización y el mercado a través del cual se implementará la misma serán administrados por el BCRA en función de la evolución trimestral de liquidez y las consecuencias para la estabilidad de precios que pueda traer el desvío de su evolución con respecto a la trayectoria determinada en la programación monetaria.

Gráfico 11 | Pasivos remunerados del BCRA en pesos



Fuente | BCRA.

Gráfico 12 | Financiamiento acumulado del BCRA al Tesoro y pasivos remunerados del BCRA



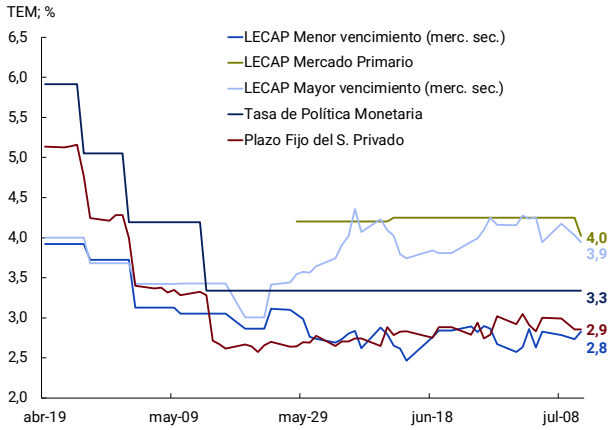
Fuente | BCRA.

2. **La definición de instrumentos de regulación de liquidez dentro del nuevo marco monetario:** A partir del límite impuesto a la cantidad de pesos en relación a la BMA del 30 de abril, en la fase 2 del programa de estabilización el BCRA llevará a cabo un manejo de la liquidez doméstica convencional y con sesgo ortodoxo. Esta orientación se respaldará en los modelos cuantitativos de programación monetaria del BCRA y se beneficiará de la plena recuperación de los instrumentos de política monetaria requeridos para perseguir los objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera incluidos en la Carta Orgánica del BCRA. La implementación de este nuevo marco se apoya en los instrumentos de regulación de liquidez bancaria que se detallan a continuación.

   - **Provisión de liquidez a los bancos mediante la ventana de pases activos:** Las LECAPs le permiten a los bancos y fondos comunes de inversión activar sus saldos de pesos a una tasa fija que paga el Tesoro y pueden ser negociadas en el mercado secundario. Las LECAPs también cumplen el rol de instrumento de regulación de liquidez bancaria del BCRA. Los bancos exclusivamente podrán utilizar sus tenencias de LECAPs (y otros títulos del Tesoro) como colateral para solicitar al BCRA liquidez temporaria, en plazos de 1 o 7 días, cuando ellos lo determinen. Esta provisión de liquidez por parte del BCRA se instrumenta a través de la ventana de pases activos a un costo para los bancos hoy establecido en 48% TNA.

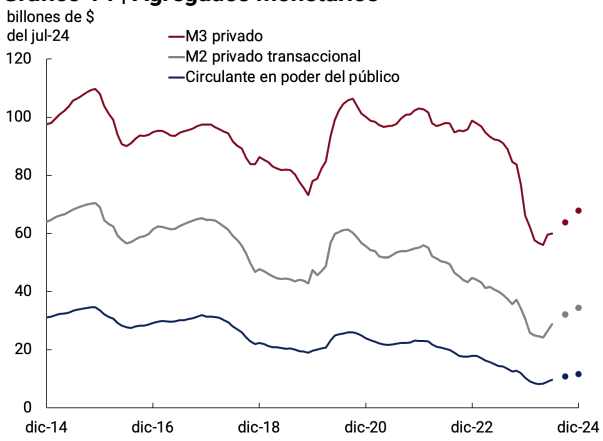
- **Absorción de liquidez de los bancos mediante compras y ventas de LEFI:** Las LEFIs son un instrumento cuya adquisición es exclusiva de los bancos y capitalizan diariamente la tasa de política monetaria, hoy de 40% TNA. Las LEFIs no se negocian en el mercado secundario, sino que son operadas exclusivamente entre los bancos y el BCRA. Debido al tratamiento impositivo de las LEFIs (no están sujetas al impuesto a los ingresos brutos) en el inicio de operaciones la tasa neta de política monetaria percibida por los bancos se verá elevada automáticamente de 3,00% a 3,34% TEM. El directorio del BCRA regulará la liquidez del sistema bancario estableciendo el nivel de la tasa de interés de las LEFIs y la tasa de pases activos, basándose en la programación monetaria del BCRA.

Gráfico 13 | Tasas de interés



Fuente | BCRA.

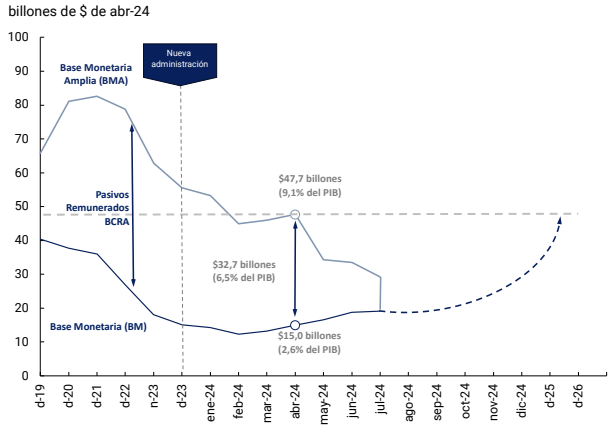
Gráfico 14 | Agregados monetarios



Fuente | BCRA.

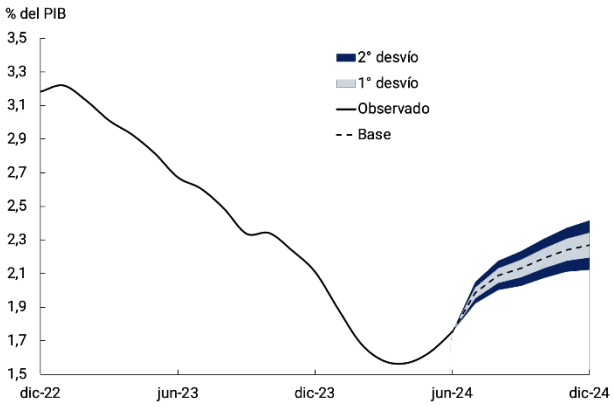
3. **La programación monetaria del BCRA anticipa la continuidad del crecimiento de la demanda real de dinero durante el 2S2024:** Entre abril y junio se ha observado un incremento real y sin estacionalidad en el circulante en manos del público y en la base monetaria (incluyendo los encajes) de $2,1 billones y $6,2 billones, respectivamente. De esta manera la BM habría mostrado un punto de inflexión desde su mínimo de 2,5% del PIB marcado en marzo 2024. Los modelos de programación monetaria del BCRA anticipan la continuidad de un proceso de remonetización de la economía a lo largo del 2do semestre de 2024. En el escenario base del BCRA el grado de monetización esperada podría absorber el 21% de la liquidez ociosa determinada al momento de fijar la cantidad máxima de dinero (el nivel de la BMA del 30 de abril).

Gráfico 15 | Base Monetaria y Base Monetaria Amplia (incluye pasivos remunerados del BCRA)



Fuente | BCRA.

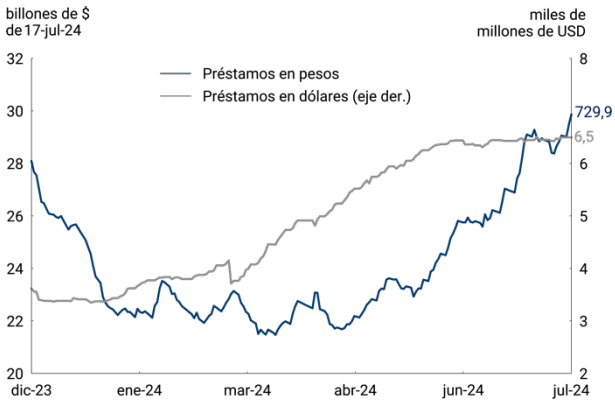
Gráfico 16 | Circulante en poder del público



Fuente | BCRA.

4. **Un incremento del multiplicador monetario sería consistente con la expansión real de la demanda de dinero esperada.** Se espera que el proceso de remonetización también se traduzca en el crecimiento de los agregados monetarios más amplios, luego de varios años de contracción en términos reales. Los incentivos del nuevo marco monetario han sido definidos por el BCRA con el objetivo de revertir el desplazamiento (*crowding out* en inglés) de crédito al sector privado producido por déficits fiscales acumulados en el pasado. Esos déficits han contribuido al colapso del stock de crédito bancario al sector privado a apenas 4% del PIB. El proceso de *crowding in* que anticipa el BCRA se vería acompañado por un aumento del multiplicador monetario. A la fecha se puede apreciar que el crecimiento observado en el crédito en pesos (en términos reales) y en dólares ha sido de 6,8% y 79,8% con respecto a fines de 2023.

Gráfico 17 | Préstamos bancarios al sector privado



Fuente | BCRA.

Martes 23 de julio de 2024.