

La política monetaria en la mira

Informe de Mister Bonex del 15/09/23

De acuerdo a los datos que se desprenden de los informes del Banco Central BCRA y del Ministerio de Economía, el mes pasado, entre una cosa y otra, el BCRA emitió más de \$3 billones. Sin embargo, la Base Monetaria apenas aumentó en \$298.000 millones en agosto llegando a niveles de \$6,4 billones acumulados (Cuadro 1). A priori, pareciera que la expansión monetaria se contrajo y está bajo control. Sin embargo, los agregados más amplios (M2 y M3), dentro de un marco contractivo en términos reales, muestran una mayor velocidad de crecimiento el mes pasado respecto de la Base Monetaria.

1) Base monetaria

Hasta agosto de 2023, en relación a la base monetaria (BM) (*Dinero en circulación y poder del público sumado a las reservas de los bancos en el Banco Central*), se alcanzó casi los \$6.422 MM, un 50% superior al mismo mes del año pasado, frente a una inflación que en el mismo período superó el 124%. Medida a precios constantes exhibió una disminución de -33%¹ (ver cuadro 1).

Cuadro 1

	Base monetaria Mill\$	Base monetaria Mill\$ 2016
Agosto 22	4.287.666	333.784
Agosto 23	6.422.707	223.067
Variación	49,8%	-33,2%

Fuente: <https://www.economia.gob.ar/datos/>

El indicador de BM a precios constantes sirve para poder medir la demanda real de pesos de los argentinos (el indicador permite identificar los procesos de fuga del peso) y esa demanda de pesos viene cayendo, casi sin pausa, desde hace 36 meses (agosto del 2020)². Lamentablemente, el mayor déficit fiscal actual, y cuasi fiscal, y el esperado para los próximos meses, le pondrán más presión a la emisión monetaria del BCRA para financiar al Tesoro. Cuando se necesitaba una política de emisión austera, el BCRA fue en sentido contrario y mantuvo la emisión para financiar el gasto fiscal.

2) Otros agregados monetarios

Sin embargo, al analizar el comportamiento de los agregados monetarios más amplios, como el M2 (*circulante más depósitos a la vista*) y M3 (*circulante más los depósitos totales*), al contrario de la supuesta contracción de la BM, se aceleró la expansión monetaria. Así el agregado M2 privado creció al 99% y el M3 privado al 111% (Cuadro 2).

Pero observando los números en términos reales es cuando se percibe de nuevo la fortísima huida del peso. De hecho, el M2 privado transaccional siguió cayendo en agosto, mostrando una caída de -11,3% real anual. Con el M3 pasa algo parecido, la caída en términos reales fue de -6,1%.

Cuadro 2

	M2 privado Mill\$	M2 privado Mill\$ 2016	M3 privado Mill\$	M3 privado Mill\$ 2016
Agosto 22	8.340.594	649.355	14.336.610	1.116.558
Agosto 23	16.579.027	575.806	30.192.216	1.048.705
Variación	98,7%	-11,3%	110,6%	-6,1%

Fuente: <https://www.economia.gob.ar/datos/>

Los números muestran así que mientras la Base crece a un ritmo anual del 50%, muy por debajo de la inflación (según datos del BCRA la Base acumula un retroceso del 33% real en los últimos doce meses), los otros agregados monetarios van a una velocidad superior, de casi tres dígitos, pero retrocediendo en valores reales, lo que demuestra la fuga generalizada del peso al caer la demanda de circulante.

Hasta ahora, el balance acumulado de los primeros 8 meses del 2023 muestra una expansión de la Base de \$1,64 billones respecto de diciembre 2022. Uno de los principales factores

¹ Este ritmo de caída no se observaba desde las PASO de 2019, cuando la BM en pesos constantes también cayó 31% interanual

² Este es el proceso de huida del peso más prolongado y agudo desde la salida de la Convertibilidad.

expansivos fue el pago de intereses por \$7,66 billones, las intervenciones del BCRA en el mercado por \$2,19 billones y la asistencia al Tesoro por \$1,7 billones. O sea en lo que va del año 2023, no fue la emisión para financiar al Tesoro la principal fuente de emisión de dinero, sino el pago de intereses por la deuda del BCRA en Leliqs y Pases.

3) Pasivos financieros

Los pasivos financieros del BCRA (que incluye las Leliq) comprenden el 194% de la base monetaria, una suma más que considerable (cuadro 3).

La emisión monetaria para pagar los intereses de esos pasivos del BCRA fue de \$1,613 billones (25.1% de la base monetaria de agosto). El monto que debe abonar por las Leliq que coloca entre las entidades bancarias, **ya alcanzan los 12,5 billones de pesos (cuadro 3), a una tasa de interés de las Leliq en el 118% (para las que son a 28 días) y en 120% (las que son a 180 días)**³ y representan el 11.2% del PBI.

Las Leliq medidas en dólares oficiales se acercan al nivel del 2018 (cuando se denominaban Lebac), antes de que se desencadene la crisis cambiaria. Allí eran de U\$S 62 mil millones, en mayo de 2018, y son actualmente U\$S 35 mil millones. Es interesante hacer notar que, en lo que va del año 2023, no fue la emisión para financiar al Tesoro la principal fuente de emisión de dinero, sino el pago de intereses por la deuda del BCRA en Leliqs y Pases.

En ambos casos, 2018 y 2023, los pasivos remunerados de la entidad superaban con holgura las reservas internacionales (U\$S 27.700 millones en la actualidad).

Cuadro 3

	Letras de Liquidez Mill\$	Letras de Liquidez Mill\$ 2016
Agosto 22	5.825.223	453.522
Agosto 23	12.458.886	432.709
Variación	113,8%	-4,6%

Fuente: <https://www.economia.gob.ar/datos/>

En los 8 meses del año, el BCRA le giró al Tesoro \$1,7 billones en concepto de asistencia financiera ATN (mas \$ 4,7 billones de asistencia indirecta-bonos), lo que representa el 137% de todos los ATN transferidos el año pasado, como fiel reflejo de la apremiante situación fiscal que finalmente termina impactando en los precios y el dólar.

Gran parte de esta emisión de dinero termina en el círculo vicioso de la colocación de deuda remunerada del BCRA. Así como vamos los tiempos para una unificación del mercado de cambios estarán atados a la solución que se encuentre para las Leliqs.

4) Conclusiones

La política monetaria fue el principal combustible de esta evolución. Cuando se necesitaba una política de emisión austera, el BCRA fue en sentido contrario y mantuvo la emisión para financiar el gasto. Gran parte de esta emisión de dinero termina en el círculo vicioso de la colocación de deuda remunerada del BCRA o en el dólar.

Como vimos el BCRA emite \$1,6 billones mensuales para pagar los intereses de las leliqs y 500 mil millones mensual para cubrir el déficit de gobierno. Es decir, de cada 5 pesos que se emiten, 4 son para financiar el déficit cuasi fiscal del BCRA y 1 para financiar el déficit del Gobierno Nacional. Magnitud que deja en evidencia que el déficit hoy es el principal problema de la macroeconomía argentina y uno de los principales responsables de la inflación.

Entre la suma del déficit fiscal del Gobierno Nacional (-2,8% del PBI⁴) más el déficit cuasi fiscal del BCRA (11% del PBI), el total sumará este año casi el 14% del PBI. Un déficit de esta magnitud sólo se observó en 1989 en la previa a la hiperinflación.

Uno de los ejes para que se ordene el espectro macroeconómico pasa actualmente por las elecciones. El oficialismo implementa medidas para posicionarse para el ballottage y cualquier expectativa de mejorar el contexto será tarea del personaje que gane esta contienda.

³ Los que los suscriben las Leliq son los bancos y entidades financieras que captan los ahorros de sus depositantes: saben que, como las Leliq abonar el mismo interés que los depósitos a plazo fijo, las colocaciones de sus clientes les terminan saliendo gratis.

⁴ Eso implica un valor muy superior al -1,9% del PBI, previsto en el acuerdo con el FMI.