

La política monetaria en el 1º cuatrimestre 2025

Informe de Grace Burgess del 30/05/25

Los agregados monetarios

El dinero son los billetes físicos circulando, pero también son los depósitos en cuenta corriente o en caja de ahorros o los depósitos a plazo. Los diferentes “tipos” de dinero se clasifican en agregados con diferente nombre (base monetaria M0, M1, M2 y M3).

La base monetaria M0 es la suma de los billetes en manos de particulares y los depósitos de los bancos en el BCRA (por cuestiones regulatorias o de manejo de liquidez – ver Cuadro 1). El M1 es la suma de todos los medios de pago, no solo comprende el efectivo circulante sino además suma la totalidad de las cuentas corrientes (depósitos a la vista) en pesos. El M2 agrega al M1 las cajas de ahorro. Finalmente, el M3 es la suma del M2 y los depósitos a plazo fijo. A veces se habla de M3 “amplio” que incluye acciones y bonos.

En el cuadro 1, se presentan los valores de estos agregados a marzo del 2025. Nótese que la base monetaria representa solo el 18% del total del M3, y si comparamos el total en billetes y monedas circulantes respecto de M2 (dinero y depósitos en cajas de ahorro) la relación es del 31%. Esto es absolutamente razonable. La mayor parte de las transacciones no se realizan en efectivo sino que se hacen por medios de pago electrónicos. El público en general usa más dinero en formato “electrónico” que en papel moneda.

Cuadro 1 - Agregados Monetarios

MM \$. Saldos promedios	Circulante	Dep c/c ent financ en el BCRA	TOTAL
Base Monetaria M0	20.802.690	9.493.372	30.293.062
M1			44.559.780
M2			98.048.213
M3			160.697.194

Fuente: https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

Los valores de abril no fueron publicados

En general se habla de la variación de la Base Monetaria M0 y se la utiliza como un sinónimo de la cantidad de dinero, a pesar de que solo representa el 18% del M3 (agregado mucho más representativo de la totalidad de dinero en la economía). Esto es un fenómeno particular de argentina, en el resto del mundo el agregado transaccional que se monitorea es el M2 y, desde hace muchos años, los bancos centrales abandonaron la pretensión de controlar la cantidad de dinero mediante el control de la base monetaria¹.

Situación de la base monetaria y otros

En este punto convendría aclarar de qué se trata la “base monetaria amplia” (término del BCRA sacado de la literatura “fantástica”). Es la base monetaria que también incluye los pasivos remunerados. Como los pasivos remunerados ya se eliminaron del BCRA (casi en su totalidad), prácticamente la base monetaria se iguala con la base monetaria amplia.

El BCRA dice que “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”, que es la fijación de un techo máximo a la expansión de la base monetaria, cuyo límite sería de \$47,7 billones de pesos (o 9,1% del PIB), que es precisamente la base monetaria amplia que había en abril 24 antes de que se eliminen todos los pasivos remunerados (julio 24).

Pero la base monetaria estaba en ese momento en \$22,5 billones, o sea debería incrementarse hasta \$47,7 billones para mediados del 2025 (cosa que no va a suceder). De hecho la base monetaria está hoy en \$ 33,3 billones y llegar al techo estimado llevaría varios meses. En 10 meses subió casi \$ 11 billones, o sea \$ 1 billón por mes, o sea le llevaría 14 meses llegar al techo estipulado.

Los bancos centrales más importantes del mundo (FED, Banco Central Europeo, etc.) usan la tasa de interés para influir sobre la actividad y la inflación (en economías donde el crédito tiene una participación relevante). Es cierto que en argentina el crédito es poco relevante y le quita

¹ <https://cenital.com/fin-de-los-pasivos-remunerados-del-bcra-de-la-bola-de-lelig-a-la-bola-de-letras-del-tesoro/>

funcionalidad a la tasa de interés, pero eso no se justifica que la evolución de un agregado monetario poco representativo del total del dinero, como lo es M0, sea el agregado relevante para definir la inflación y la actividad. En tal caso, si se considera importante el total de dinero transaccional debería monitorearse el M2 que incluye el dinero en circulación, los depósitos en Cta Cte y la Caja de Ahorro.

El dinero crece si aumenta la base monetaria, pero también con el pago de intereses en depósitos a plazo fijo y en cuentas remuneradas o si aumenta el crédito bancario. Por ejemplo: cuando un individuo cobra su sueldo en su caja de ahorro y lo deposita en un Fondo Común de Inversión con liquidez inmediata, del cual va retirando dinero a medida que necesita hacer pagos mediante transferencias bancarias, no aumenta la base monetaria, pero sí el M2. Esto se debe a que, gracias al cobro de intereses, el individuo utiliza más pesos en su caja de ahorro durante el mes de los que recibió como sueldo.

En síntesis, controlar la base monetaria no necesariamente significa que deja de crecer la cantidad de dinero.

En relación a la base monetaria (M0), en el 1 cuatrimestre de 2025, la misma alcanzó casi los \$124.154 MM, un 179% superior al mismo cuatrimestre del año pasado, frente a una inflación que en el mismo período fue de 47%.

En abril, la M0 \$33.329 MM experimentó un aumento cuatrimestral i.a. del 163% (+\$20.661 MM) a precios corrientes y medida a precios constantes habría exhibido un aumento de 79% (ver cuadro 2). Como ratio del PBI, la M0 se situaría en 9%, cercano a los valores mínimos desde la salida de la convertibilidad.

El indicador de M0 a precios constantes sirve para poder medir la demanda real de pesos de los argentinos (el indicador permite identificar los procesos de huida del peso) y esa demanda de pesos viene cayendo, casi sin pausa, desde hace 36 meses (abril del 2020)² incluso en el primer cuatrimestre del 2025 se observa una caída de -27% en valores constantes. Lamentablemente, la política monetaria siempre es el principal combustible de esta evolución.

Cuadro 2

	Base Monetaria Mill\$	Base Monetaria Mill\$ 2016
1 Cuatrim 24	44.485.854	1.638.950
1 Cuatrim 25	124.154.850	1.191.021
Variación	179%	-27%
Abril 24	12.667.889	163.307
Abril 25	33.329.655	292.254
Variación	163%	79%

Fuente: https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

Por su parte los medios de pago M2 anotaron en el 1er Cuatrimestre 25 un aumento i.a. del 43% en valores corrientes aunque una contracción a precios constantes (-11%). Una muestra más de que el público huye del efectivo, incluso de los depósitos en efectivo, y por la tanto cae la demanda de dinero (Cuadro 3).

Cuadro 3

	M2 Mill\$	M2 Mill\$ 2016
1 Cuatrim 24	202.637.033	3.035.429
1 Cuatrim 25	290.497.129	2.704.690
Variación	43%	-11%
Marzo 24	50.708.423	711.227
Marzo 25	98.048.213	883.817
Variación	93%	24%
Diciembre 24	101.298.257	1.488.816
Marzo 25	98.048.213	1.448.541
Variación	-30%	-3%

Fuente: https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

En relación a la Circulación Monetaria, que es la cantidad total de efectivo (billetes y monedas) que los individuos y empresas pueden utilizar para hacer compras y pagos, esta gestión se

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

comprometió a contraerla (además del M0), tanto en valores corrientes como constante. Como señala el cuadro 4 las diferencias con respecto al mismo periodo y mes del año pasado en valores constantes no se cumplieron. Solamente a partir de febrero 25 parece que parcialmente se cumple ese objetivo.

Cuadro 4

	<i>Circulación Monetaria Mill\$</i>	<i>Circulación Monetaria Mill\$ 2016</i>
1 Cuatrim 24	31.571.561	471.780
1 Cuatrim 25	82.594.753	757.091
Variación	159%	61%
Marzo 24	8.531.557	109.984
Marzo 25	21.611.710	189.504
Variación	153%	73%

Qué son las LEFI?

Aquí entran en juego la “Letra Fiscal de Liquidez” (LeFi) que se crean en Julio 2024 para reemplazar los Pases del BCRA y terminar con los “famosos” pasivos remunerados. Estas letras son un nuevo título de deuda a un plazo de un año que emite el Tesoro Nacional, solo disponible y negociable para el BCRA y las entidades financieras. La tasa de interés la define el BCRA y se capitaliza, o sea significa que los intereses se suman al capital mensualmente y recién se cobran al vencer el título.

La decisión de modificar “riesgo BCRA” por “riesgo Tesoro” al cambiar los Pases por LECAP y LeFi con tasas más altas, aumentan los ingresos de los bancos. Esto permitiría un aumento de las tasas pasivas (tasas que pagan los bancos por cuentas remuneradas o plazos fijos) y de esta forma incrementa la cantidad de dinero en M2 y M3 a una velocidad superior a la que se venía observando con la tasa de los Pases del BCRA.

Además las LeFi se van a sumar al stock de Lecap por un monto de hasta \$20 billones de pesos pudiendo llegar hasta duplicar el impacto en el interés “devengado”. A medida que el total de deuda en pesos aumente (lo que no se paga este año, se capitaliza y se paga el próximo), si no hay perspectivas de un nuevo aumento en el superávit fiscal en el 2025 la tensión se va a correr desde la “bola de pasivos remunerados del BCRA” a la “bola de pasivos del Tesoro”.

En síntesis, la emisión de dinero puede medirse a partir de la variación de diferentes agregados monetarios, siendo el M3 el más amplio de todos, y controlar la base monetaria M0 no necesariamente significa que deja de crecer la cantidad de dinero.

Gran parte de esta emisión de dinero termina en el círculo vicioso de la colocación de deuda remunerada del BCRA³. La diferencia es que este 1er cuatrimestre 25 ya se emitieron \$45.528.992 MM cuando un año atrás no llegaron a \$24.300.394 MM.

Conclusión

En resumen, si la demanda de dinero de la economía está aumentando, como indican los M0 y M2, teniendo superávit fiscal hacerlo con pesos no sería inflacionario. ¿Entonces por qué quiere el Gobierno cambiar ahora y proponer usar dólares? El motivo es que, si en el futuro la expectativa de devaluación aumenta, esa moneda nacional puede ir a demandar dólares, presionando el tipo de cambio al alza. Por el contrario, si esta demanda de dinero se satisface con dólares, frente a un aumento en la expectativa de devaluación, los tenedores de ese dinero no van a hacer nada.

En cualquier caso, es ilógico que un gobierno desincentive el uso de la moneda nacional. Diferente es legalizar el uso de moneda extranjera en operaciones para las cuales ya se viene usando. Los casos exitosos de competencia de monedas de Perú y Uruguay hicieron esto último: formalizaron los espacios que ya eran ocupados por el dólar.

³ En próximo informe explicaremos el funcionamiento de un nuevo instrumento que se llama BONTE.