

Cuando no sabes hacia dónde navegas, ningún viento es favorable¹ La política monetaria en el 1º cuatrimestre 2025

Informe de Séneca del 3/09/25

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 julio del 2025. Nótese que la base monetaria M0 representa solo el 21% del total del M3, y si comparamos solamente el total de billetes y monedas circulantes respecto de M3 es 13%.

Igualmente el M2 (M1 + depósitos en cajas de ahorro) con respecto al M3 la relación es del 61%. 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	23.700.229	13.905.103	37.605.332
M1			51.546.408
M2			112.349.821
M3			183.352.487

Fuente: https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

Los valores de julio no fueron publicados para M1 a M3

Por eso muchas veces 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 13% 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 monetaria².

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”, igual que la tasa de “interés endógena”). Es la base monetaria que también incluye los pasivos remunerados. Cuando los pasivos remunerados se eliminaron del BCRA (casi en su totalidad), prácticamente la base monetaria se igualaba con la base monetaria amplia. Eso cambio, uno de los tantos cambios introducidos por esta gestión.

Al principio el BCRA decía 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”, ponía en marcha un programa de estabilización bajo control de cambios, que implicaba la fijación de un techo máximo a la expansión de la base monetaria M0, 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 los pasivos remunerados (julio 24).

Pero la base monetaria M0 estaba en julio 24 en \$21,5 billones, o sea debería haberse incrementado hasta \$47,7 billones para mediados del 2025. A pesar de nuestras predicciones

¹ Séneca

² <https://cenital.com/fin-de-los-pasivos-remunerados-del-bcra-de-la-bola-de-leliq-a-la-bola-de-letras-del-tesoro/>

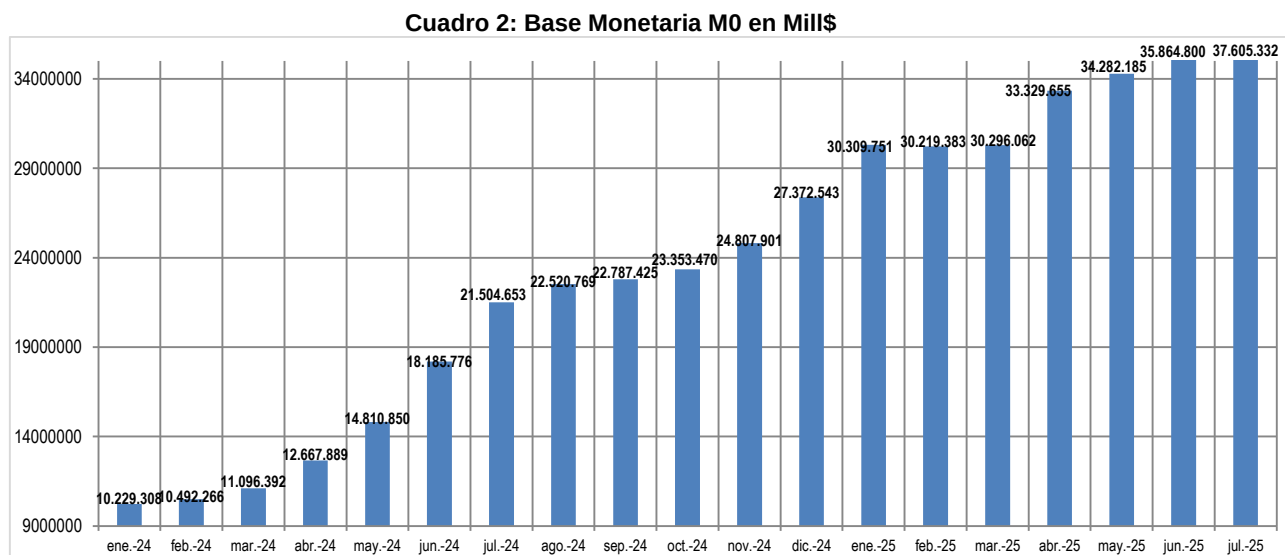
la base monetaria M0 está hoy, julio 2025, en \$ 37,6 billones, y llegar al techo estimado serían \$ 10 billones adicionales, o sea \$ 1 billón por mes, o sea le llevaría 10 meses más llegar al techo estipulado.

Posteriormente en Junio pasado, Caputo explicó que tras una primera etapa de cerrar la emisión para cubrir el déficit fiscal, ahora se inicia una segunda para dejar de emitir para cubrir los intereses de los pasivos remunerados del BCRA. Una vez cumplido ese proceso, fue el turno de los controles cambiarios (el cepo): “La salida del cepo es una tercera etapa, que va a ser una etapa de crecimiento”.

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 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 (como sucede ahora) 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**. De todas maneras eso no ocurrió. Si se toman los promedios mensuales de cómo evolucionó la base monetaria desde que Javier Milei llegó al gobierno se advierte con nitidez un claro aumento (Cuadro 2):



En relación a la base monetaria (M0), en el 1 semestre de 2025 + Julio, la misma alcanzó los \$37.605 bill un 75% superior al mismo periodo del año pasado, frente a una inflación que en el mismo período fue de 37%. (ver cuadro 3).

No hay que ajustar por inflación la base monetaria, porque si a mayor inflación el dinero primario se licúa, quiere decir que cuánto más se emita para generar inflación mejor, porque la base monetaria no crece en términos reales. En otros términos, la inflación pasaría a ser la solución a la expansión monetaria para que no genere inflación.

Milei se la pasó diciendo durante su época de panelista de televisión la frase de Milton Friedman: “**la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario**”, por lo tanto, quienes dicen que hay que ajustar el aumento de la base monetaria por inflación están diciendo que la inflación se combate con más inflación. Una contradicción conceptual monumental.

Sin embargo, el gobierno dice que la suba de la base monetaria M0 es precisamente lo que no debe pasar. Eso no sería emisión monetaria, sino cambio en la composición de pasivos del BCRA, que pasan de remunerados (pases) a no remunerados (BM), producto de la baja de la inflación.

A pesar de eso en su discurso en Bariloche el 19 de abril, el Presidente sostuvo textualmente: “desde que nosotros llegamos la base monetaria prácticamente no ha cambiado y emitimos un montón para comprar US\$ 12.000 millones”. Pero eso no es cierto porque como vimos en el cuadro 2 a mediados de marzo la base monetaria ya estaba creciendo.

Cuadro 3

	Base Monetaria Mill\$
1 semestre 24	21.504.653
1 semestre 25	37.605.332
Variación	75%
Diciembre 24	27.372.543
Julio 25	37.605.332
Variación	37%

Fuente: https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp
Incluye los valores de Julio

Por su parte los medios de pago M2 anotaron en el 1er semestre 25 vs el mismo periodo 24 un aumento i.a. del 71% en valores corrientes (Cuadro 4). Al mismo tiempo entre julio i.a. el incremento fue de 132%, una muestra más de que el público huye del efectivo M0, y por la tanto cae la demanda de dinero.

Cuadro 4

	M2 Mill\$
1 Semestre 24	65.736.392
1 Semestre 25	112.349.821
Variación	71%
Julio 24	2.370.800
Julio 25	5.513.207
Variación	132%

Fuente: https://www.bcra.gob.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 comprometió a contraerla (además del M0). Como señala el cuadro 5 las diferencias con respecto al mismo periodo del año pasado no se cumplieron.

Cuadro 5

	Circulación Monetaria Mill\$
1 Semestre 24	13.482.509
1 Semestre 25	23.700.229
Variación	76%
Julio 24	2.117.851
Julio 25	1.373.334
Variación	54%

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”.

La base monetaria M0 aumentó entre ene25/Jul25 en un 37% (\$7,199 billones, el doble que la inflación, que subió un 17% en los primeros meses del año. El incremento se explica principalmente por la transferencia de utilidades del BCRA al Tesoro y el desarme de las LEFIs, aunque fue parcialmente esterilizado por depósitos del Tesoro y ventas de títulos.

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

Conclusión

Cuáles son los momentos en la evolución de la base monetaria de diciembre 24 a julio 25? El primero, entre diciembre y marzo de este año, la base monetaria aumentó en 2,93 billones de pesos mientras que en abril y julio el incremento fue de 4,28 billones. Desde abril se levantó parcialmente el cepo y se inauguró un sistema de flotación entre bandas pero no disminuyó la base monetaria. En los primeros 7 meses el incremento fue de \$7,199 billones.

Por un lado la transferencia de utilidades del BCRA del 2024 al Tesoro por 11,976 billones, generó una expansión de dinero que fue esterilizada parcialmente con el aumento de los depósitos del Tesoro en el BCRA (usados en parte para comprar divisas) y por ventas de títulos públicos en cartera del BCRA.

Por otro lado el desarme de las LEFIs por 12,155 billones de pesos en julio, esterilizada en parte con emisiones de deuda del Tesoro cuyo producido se depositó en la cuenta que tiene en el BCRA.

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. 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 (como ocurre en estos momentos). 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.

"Algunas de las decisiones de política monetaria son difíciles de entender y explicar. Desde la introducción del concepto de 'base monetaria ampliada' y 'dolarización endógena', la eliminación de los pases y el reemplazo de las LELICs por las LEFIs para sacar los intereses de las cuentas del Banco Central y pasarlos al Tesoro. Y finalmente pagar integralmente las LEFIs con emisión del Banco Central. Esta falta de claridad sobre los instrumentos y los tiempos se percibe como discreción en el manejo monetario y seguramente ha contribuido a la volatilidad monetaria y cambiaria"³.

³ <https://www.ambito.com/economia/domingo-cavallo-advirtio-que-la-politica-monetaria-alimenta-la-expectativa-un-salto-devaluatorio-y-desalienta-la-entrada-capitales-n6173907>