

La base monetaria en tiempos de pandemia

Informe de Ben Wade del 23/07/20

El 1º semestre 2020 registró un gran crecimiento de la cantidad de dinero en la economía: el stock de base monetaria (BM) creció un 50% interanual y alcanzó en promedio \$2 billones (ver cuadro 1).

La base monetaria es responsabilidad del BCRA, y la regulación y control de la oferta monetaria (M) comienza con ella. La oferta monetaria es algo más amplio que la BM ya que comprende la suma del dinero legal en manos del público más los depósitos en los bancos comerciales.

Por ejemplo, el M2 es una definición algo más amplia de oferta monetaria ya que añade a M1 (efectivo en manos del público más el dinero depositado en cuentas corrientes) el dinero que tenemos en otros depósitos bancarios con un plazo de vencimiento menor a 1 año (en general depósitos de ahorro y de plazo que generan rentabilidad) pero que, a cambio, no pueden ser retirados a demanda del cliente de manera inmediata y, por ello, no se pueden utilizar directamente para hacer pagos.

Este M2 tiene su importancia, y hay que seguirlo periódicamente, ya que representa el riesgo de fuga del capital residente, es decir, el stock de activos internos líquidos que podrían convertirse en cualquier momento en activos extranjeros (dólar) durante una crisis o algún rumor.

El M2, según indicamos en el cuadro 1, observa una disparada superior a la BM ya que llega al 72% interanual, de promedio semestral del 2020 al mismo periodo 2019.

Cuadro 1

INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS	1S19	1S20	Var 1S20/1S19
1 Base Monetaria (BM) Mill \$ Prom	1.335.435	2.000.172	50%
2 M2 (M1+ Depós a plazo) Millones \$ Prom	1.890.872	3.249.246	72%
3 Depósitos a plazo fijo en \$ y US\$ Millones \$ Prom	1.419.866	1.717.667	21%
4 Pasivos monetarios (PM) Millones \$ Prom	1.984.507	2.674.147	35%
5 (1+4) BM+PM Mill \$ Prom	3.319.942	4.647.319	41%
6 Riesgo País EMBI Promedio per	840	2.791	232%
7 Merval Fin promedio per	34.624	34.786	0,5%
8 Tasa de Política Monetaria Promedio periodo	63	40	-36%
9 Tipo de cambio TCN (\$/US\$) Promedio periodo	41	65	56%
10 Reservas internacionales Mill US\$ prom per	67.649	44.006	-35%

Fuente: BCRA

Por su parte los pasivos monetarios PM, constituidos principalmente por las letras de liquidez (Leliq), que emite el BCRA y suscriben los bancos, y el movimiento neto de pases (es un préstamo de dinero con una garantía, el bono o título que se intercambia), aumentó también, promedio semestral a/a, un 35%. Si sumamos la BM y los PM el incremento interanual entre los periodos señalados aumentan en un 41% aproximadamente.

Otra medida de análisis es el dólar técnico, o de cobertura, que considera la suma de la BM y los PM del BCRA en relación con las reservas internacionales brutas. En este caso es de \$/US\$ 59 promedio al 30 diciembre del año pasado, cuando el TCN era en promedio de \$/US\$ 60 (ver cuadro 2).

En cambio al 15 julio de este año es de \$/US\$ 92 contra un TCN de \$/US\$ 72. Este crecimiento del dólar de cobertura, que creció 142% entre fechas (cuadro 2), está dado por el crecimiento de los pasivos monetarios en ese periodo (en especial las leliq) y al mismo tiempo porque las reservas brutas se han venido debilitando desde hace un año (ver cuadro 2 y 3).

El valor técnico del dólar depende exclusivamente del manejo monetario del BCRA. Una política monetaria expansiva con pérdida de reservas, como sucede en esta etapa de

pandemia, presionará al aumento de la brecha entre el tipo de cambio técnico y el nominal, como se observa en las fechas seleccionadas. El 30/12/19 la brecha prácticamente no existía y al 15/7/20 la brecha es del 28%¹.

Cuadro 2

INDICADORES MONETARIOS	30 Dic 2019	15 Julio 2020	Var 1S20/1S19
1 Base Monetaria (BM) Mill \$	1.895.381	2.288.842	21%
2 M2 (M1+ Depós a plazo) Millones \$ Prom	2.254.186	3.540.730	57%
3 Depósitos a plazo en \$ y US\$ Millones \$	1.864.495	2.772.418	48%
4 Leliq Millones \$	760.185	1.717.064	125%
5 (1+4) BM+PM Mill \$	2.655.566	4.005.906	51%
6 Reservas internacionales Mill US\$ prom per	44.781	43.346	-3%
7 Tipo de cambio TCN (\$/US\$)	60	72	56%
8 Dólar técnico (1+4)/9 \$/US\$	59	92	142%

Fuente: BCRA

También se podría hacer la misma estimación con las reservas netas del BCRA, pero el resultado de dólar técnico sería muy superior ya que esas reservas netas son un 20% de las reservas brutas (ver cuadro 3).

Esas reservas netas contienen los fondos en moneda extranjera líquidos, y disponibles, que realmente tiene el BCRA, y han caído un -17% desde diciembre 2019 hasta junio 2020. Desde US\$12.115 mill hasta US\$10.004 mill.

Cuadro 3

Balance del BCRA	dic-19	jun-20	dic-20 (e)
RESERVAS NETAS (i - ii) (US\$ M)	12.115	10.004	8.983
i) Reservas brutas (US\$ M)	44.848	43.242	41.541
ii) Pasivos en dólares contrapartida de las reservas (US\$ M)	32.733	33.238	32.558
Operaciones de swaps (China, BIS) y otros	23.788	22.680	22.700
Depósitos de las entidades financieras	8.945	10.558	9.858
PASIVOS EN PESOS (iii + iv) (\$ M)	2.905.000	4.387.167	5.880.167
equivalente en US\$ M	48.497	62.273	68.374
iii) Base monetaria*	1.934.000	2.549.000	3.467.000
equivalente en US\$ M	32.287	36.182	40.314
iv) Leliq excedentes** + Pases	971.000	1.838.167	2.413.167
equivalente en US\$ M	16.210	26.092	28.060
Tipo de cambio (\$/US\$)	59,9	70,5	86,0
(*) Concepto amplio de base monetaria, incluyendo integración de encajes con Leliq (promedios mensuales)			
(**): Tenencias de Leliq en exceso a las computadas como integración de encajes (promedios mensuales)			

Fuente: Macroview

¿Por qué aumenta la base monetaria y las leliq?

“En lo que va del año el BCRA le ha girado al Tesoro \$312.000 millones vía Adelantos Transitorios (ATN) más \$1,04 billones de Utilidades (TU). O sea, entre pitos y flautas el Tesoro ya recibió \$1,352 billones, lo que equivale por ejemplo al 59% de la base monetaria para financiar gastos extra por la pandemia que está realizando el gobierno y para contrarrestar la fuerte caída de recaudación que trae el aislamiento obligatorio y la menor actividad económica”².

Como consecuencia de esa asistencia, poniendo la atención en las cifras de este año tenemos el siguiente resultado:

Se observa que la BM no ha tenido un crecimiento desmesurado. Con 21% desde fin de año pasado no parece registrar los incrementos de la asistencia al tesoro (cuadro 2). Sin embargo, esos adelantos y giros de utilidades al PEN son absorbidos a través de las Leliq,

¹ <https://elianascialabba.wordpress.com/2014/04/27/cual-es-el-valor-tecnico-del-dolar-en-la-actualidad/#:~:text=En%20enero%2C%20el%20valor%20nominal,con%20una%20suba%20del%204%25.>

² <https://www.ambito.com/economia/bcra/el-hace-cuentas-antes-llamar-la-casa-rosada-un-dnu-n5117224>

que con un incremento del 125% se convierte como la vedette monetaria de la temporada. **Como se desactiva esa bomba todavía no está claro.**

La emisión hoy es necesaria pero el resultado final dependerá de muchos factores, en particular si el BCRA decide mantener el dinero en circulación una vez terminen los efectos de la pandemia. El BCRA mantiene cierta cautela y, como se observa, ha logrado un efecto monetario de absorción hasta el momento.

Por otro lado, también los depósitos a plazo fijo han aumentado por arriba de la inflación en el periodo, un 48%, a pesar que los rendimientos reales son negativos. Hay que tener en cuenta que el BCRA fue cerrando con mucho esfuerzo y costos los distintos agujeros por donde se fugaban fondos hacia el ahorro dólar.

¿Qué anticipa la teoría económica?

La teoría económica anticipa un incremento de precios si las condiciones de emisión se mantienen. Esto por lo pronto no se está dando, posiblemente por las múltiples restricciones impuestas en estos meses y porque la recesión no permite el traslado directo a precios. Lo normal, para quienes afirman que la inflación es provocada por el incremento en la cantidad de dinero en circulación, es que al cabo de un período cercano a 9/12 meses el crecimiento de dinero se traslade a los precios³.

Otros (Álvarez Agis) sostienen que la emisión monetaria no debería dejar un escenario hiperinflacionario y recordó que "MM le dejó a AF una economía desmonetizada" por un largo período previo de emisión monetaria muy por debajo de una tasa de inflación, producto de los acuerdos con el FMI (aunque la inflación no bajó, al contrario subió).

"MM dejó su gobierno con una relación base monetaria/PIB de 6,2%, el nivel más bajo desde 2003. Con la emisión de pesos para financiar políticas covid-19, la relación aumentó 3 puntos porcentuales, a 9,3%. Es el mismo nivel de monetización que teníamos en 2006, así que no va a ser un problema"⁴. Aunque el riesgo de alta inflación existe (se cubre el especialista) aunque no por emisión monetaria: "el tiro puede venir por dos frentes: un default y el desarme de la política de administración de precios una vez normalizada la actividad".

Lo que sí es más probable que puede pasar es que esa presión monetaria impulse al alza al tipo de cambio y que eso lleve al aumento de los precios. Pero, precisamente, eso sucede porque la suba del dólar se traduce en un aumento de los costos de las empresas.

En definitiva, todo dependerá del acuerdo con los acreedores externos y del plan post pandemia que el gobierno intente ejecutar. Si se aceptara propuesta de los bonistas, parece que el grado de aceptación sería muy amplio, si la rechazara se viene la noche, todo a foja cero, con el default incluido.

³ El Dr. en Economía y Contador Público UNR Dr. Héctor D'Agostino hace una interesante interpretación del fenómeno monetario en una nota de este blog titulada "INFLACIÓN: La foto, la película, siempre y en todo lugar" <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2020/05/142-inflacion3b3n-la-foto-la-pelic3adcula-siempre-y-en-todo-lugar.docx.pdf>

⁴ <https://www.pagina12.com.ar/279980-no-hay-riesgo-de-hiperinflacion>