

La base monetaria en tiempos de la segunda ola

Informe de Gastón Ávila del 01/06/21

Durante el 1er cuatrimestre del año los medios de pago continuaron moderando su ritmo de crecimiento. La segunda ola de COVID-19 y su potencial impacto en la marcha de la economía seguramente se verán en el 2do semestre. Todo dependerá del avance de la vacunación y de la asistencia que contribuya a atenuar los efectos económicos de la pandemia. En este contexto, el BCRA continúa con su política de esterilizar eventuales excedentes monetarios y administra el tipo de cambio con el fin de contener presiones inflacionarias.

Debe tenerse en cuenta que el 2020 fue un año excepcional para la política monetaria por la asistencia al Tesoro para atender la emergencia de la pandemia. Puede verse en el cuadro 1 que el 1er cuatrimestre 2020 sobre el mismo periodo 2019 registra un aumento de la BM del 64% (2.168/1.324), pero estamos tratando con los 4 meses iniciales de restricciones económicas y sociales del Covid. Si comparamos el mismo periodo 2021 vs. 2019 la suba de base monetaria es de 92,2% (2.545/1.324).

Si nos ajustamos al 1º cuatrimestre 2021 vs. 2020 vemos que se registra un moderado crecimiento de la cantidad de dinero en la economía: el stock de base monetaria (BM) creció un +17,4% interanual y alcanzó en promedio \$2,5 billones (ver cuadro 1, línea1).

La base monetaria BM 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 a la M1 (efectivo en manos del público más el dinero depositado en cuentas corrientes) agrega 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 (línea 2), observa un crecimiento cuatrimestral a/a superior a la BM ya que llega al +57,9% interanual. Es que también crecieron los depósitos a plazo fijo respecto 2020 en un 54,7% (línea 3), y 87,6% comparado con 2019.

Cuadro 1

INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS	1C19	1C20	1C21	Var 1C21/1C19	Var 1C21/1C20
1 Base Monetaria Mill \$ Fin	1.324.824	2.168.039	2.545.887	92,2%	17,4%
2 M2 (M1+ Depós a plazo) Millones \$ Fin (trim)	1.616.543	2.665.823	4.208.672	160,4%	57,9%
3 Depósitos a plazo fijo en \$ y US\$ Millones \$ Fin (trim)	1.420.194	1.722.574	2.664.979	87,6%	54,7%
4 Pasivos monetarios Millones \$ Fin	2.008.310	2.852.980	3.518.479	75,2%	23,3%
5 Riesgo País EMBI Fin	950	3.472	1.551	63,3%	-55,3%
6 Merval Fin per	31.426	32.743	49.056	56,1%	49,8%
7 Tasa de Política Monetaria Fin periodo	74	38	38	-48,6%	0,0%
8 Tipo de cambio (\$/US\$) Promedio periodo	43	66	99	128,6%	50,0%
9 Reservas internacionales Mill US\$ prom per	72.679	43.568	40.263	-44,6%	-7,6%
10 Tipo de Cambio Real Mult TCRM Promedio mes (Dic 2015=100)	120	112	118	-2,0%	5,0%

Fuente: BCRA

Por su parte los pasivos monetarios PM (línea 4), 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 a nivel cuatrimestral 2021/20 a/a, un 23,3%. Si sumamos la BM y los PM registran un crecimiento del 21% 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\$ 111 promedios al mes de abril, cuando el TCN era en promedio de \$/US\$ 99 (ver **cuadro 2**, línea 5 y 6).

El valor técnico del dólar depende exclusivamente del manejo monetario del BCRA. Una política monetaria expansiva con pérdida de reservas, como sucedió durante de la 1era ola de pandemia, presionará al aumento de la brecha entre el tipo de cambio técnico y el nominal, como se observa en las fechas seleccionadas (pasó de -6% al 26%), y presionará sobre los índices de precios. El 30/12/19 la brecha prácticamente no existía (era negativa) y al 30/6/20 la brecha ya era del 26%¹. Pero luego fue disminuyendo progresivamente hasta el 12% del 30/04/21 producto de la menor expansión monetaria y del crecimiento de las reservas.

Cuadro 2

INDICADORES MONETARIOS	30 Dic 2019	30 Jun 2020	30 Dic 2020	30 abril 2021	Var 30/4-30/12
1 Base Monetaria (BM) Mill \$	1.895.381	2.164.501	2.470.260	2.370.115	-4%
2 Leliq Millones \$	760.185	1.683.700	1.701.909	2.095.704	23%
3 (1+4) BM+PM Mill \$	2.655.566	4.005.906	4.172.169	4.465.819	7%
4 Reservas internacionales Mill US\$ prom per	44.848	43.242	39.387	40.263	2%
5 Tipo de cambio TCN (\$/US\$)	63	74	90	99	10%
6 Dólar técnico (3/4) \$/US\$	59	93	106	111	5%
7 Brecha cambiaria (6/5)	-6%	26%	18%	12%	-6 pp
8 Dólar CCL \$/US\$	74	104	140	156	11%
9 Brecha cambiaria (8/5)	17%	41%	56%	58%	2 pp

Fuente: BCRA <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/BoletinEstadistico/boldat202105.pdf>

Hay otra brecha cambiaria que mide la relación entre el TCN (línea 5) y el TC llamado CCL² (línea 8) que es uno de los paralelos. En este caso la brecha (línea 9) es superior y crece en la medida de la expansión monetaria hasta fines del 2020. Luego con la recuperación de reservas y la contención de la base monetaria la brecha se sostiene en un nivel cercano al 50%.

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 muy inferiores que las reservas brutas (ver cuadro 3).

Cuadro 3 - Reservas netas Mill US\$ - Stock a fin de mes

	Sep 20	Oct 20	Nov 20	Dic 20	Ene 21	Feb 21	Mar 21	Abr 21
RESERVAS NETAS (US\$ M)	5.312	3.906	2.740	3.300	3.028	2.601	3.676	5.000

Fuente: Macroview

Esas reservas netas contienen los fondos en moneda extranjera líquidos, y disponibles, que realmente tiene el BCRA, y han crecido un 52% desde diciembre 2020 hasta abril 2021. Desde US\$3.300 mill hasta US\$5.000 mill aproximadamente. Aunque debe tenerse en cuenta la caída de -48% entre Nov 20 y Sept 20. Es decir, hay que ser muy prudente con estas reservas porque su disponibilidad es escasa y tienen alta volatilidad.

¿Por qué aumenta la base monetaria y las leliq?

Desde enero 2020 el BCRA le ha girado al Tesoro \$2.205.000 millones vía Adelantos Transitorios (ATN) más Utilidades (TU). Si a eso le agregamos los \$523.000 millones de emisión del propio Tesoro de bonos y letras en el mercado financiero, entre pitos y flautas se recibió la suma de \$2.708 billones, lo que equivale por ejemplo al 77% de los pasivos

¹ <https://elianscialabba.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.>

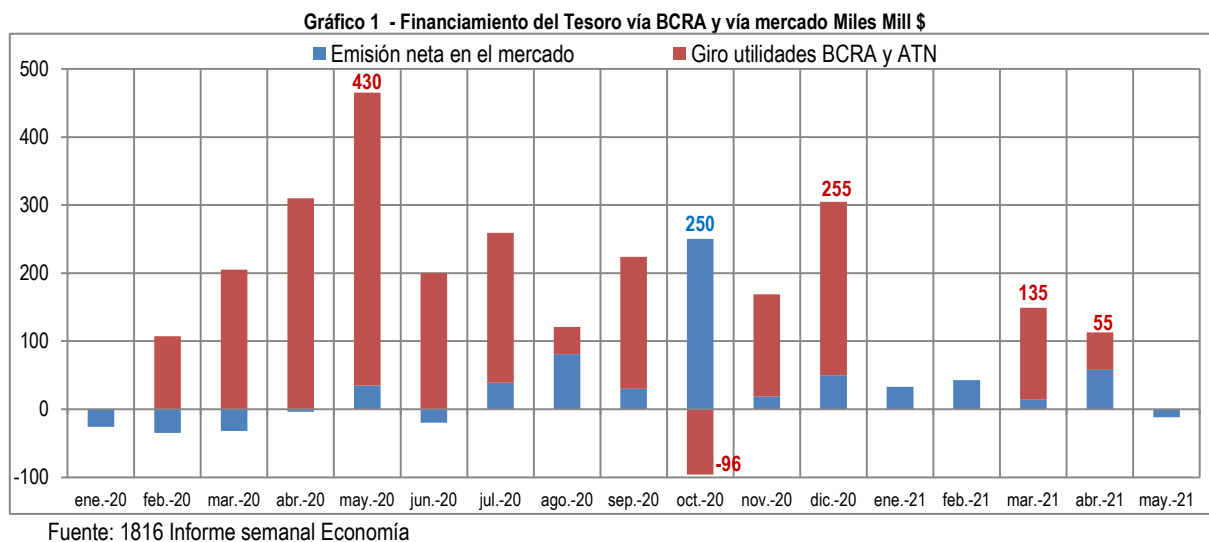
² CCL es la operación consiste en la compra y posterior venta de bonos y acciones que coticen tanto en el mercado argentino como en el exterior. La clave de la operación está en que la compra de los bonos o de las acciones se realiza en pesos. Una vez realizada, lo que hay que hacer es pedirle al agente de bolsa en cuestión que transfiera los mismos al exterior para luego venderlos y recibir el pago en dólares.

monetarios PM, **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”³ (ver gráfico 2).

Este año la ATN ha sido de \$184.000 millones y la emisión de bonos y letras de \$421.000 millones. Las necesidades del Tesoro se vieron acotadas por la mejoría de los ingresos y por el razonable acceso al mercado de capitales. Justamente, el crédito neto alcanzó para cubrir casi el 50% de las necesidades financieras totales del Tesoro. Sin embargo, el incremento en las reservas netas del BCRA (cuadro 3) hizo que el BCRA tenga que emitir \$503.000 millones. Esta vía representa alrededor del 40% de la emisión primaria que ha llevado a cabo el BCRA en el año.

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 17,4% desde fin de año pasado ha tenido un crecimiento parejo con el nivel general de precios que fue del 17,6%. Sin embargo, los adelantos y giros de utilidades al PEN, los de este año y el pasado, son absorbidos a través de las Leliq (cuadro 2, línea 2), que con un incremento del 175% (30/4/21 vs 30/12/19) 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.
- Además el gobierno evalúa un paquete extraordinario de gastos por alrededor de 1% del PBI, unos 450.000 millones de pesos, para salir del virtual estancamiento en que ingresó la economía y aliviar la situación de los sectores más afectados por la pandemia versión 2da ola.



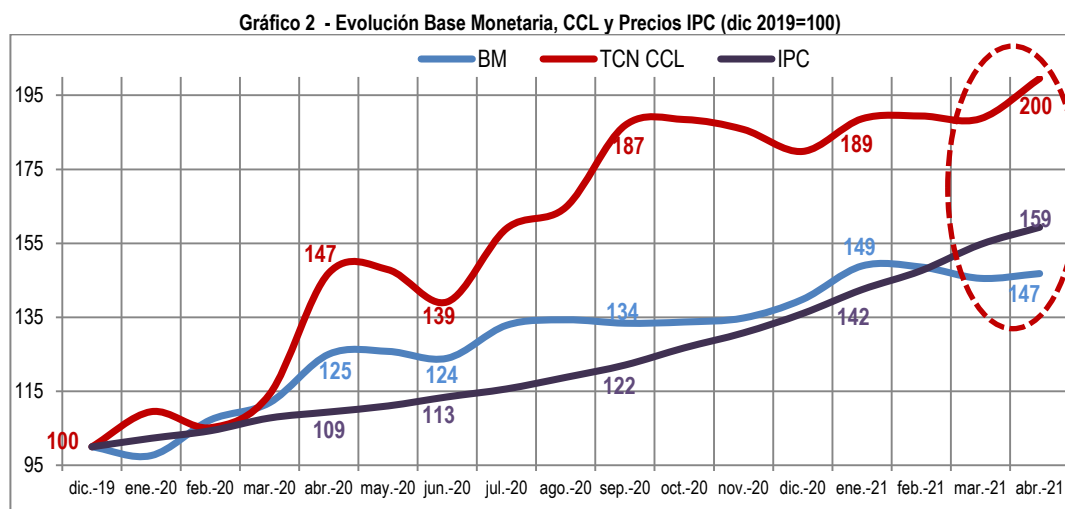
Si miramos el M2 total el crecimiento ya es del 57,9% (ver cuadro 1), es decir corre por debajo de la inflación (60%). El tipo de cambio oficial está un 57% arriba de fines del 2019 y los salarios... mejor no hablemos. Si la BM y el M2 han crecido en forma muy cautelosa, e incluso este cuatrimestre han moderado su crecimiento **¿entonces porque aumentan los precios?**

Para quienes se obsesionan con la cantidad de dinero, la respuesta sería que justamente esta variable sería uno (de los varios) elementos que pueden desestabilizar el tipo de

³ <https://www.ambito.com/economia/bcra/el-hace-cuentas-antes-llamar-la-casa-rosada-un-dnu-n5117224>

cambio y provocar una devaluación, incrementando los precios. El aumento de la brecha cambiaria sería una muestra de cómo funciona ese sistema.

La elevada brecha cambiaria, que llegó al 56% en el mes de diciembre pasado (ver cuadro 2), aumentaba la demanda de dólares y reducía la oferta, obligando al BCRA a tener que compensar la diferencia por medio de la venta de sus divisas para preservar la estabilidad del tipo de cambio. El problema es que la constante reducción de las escasas reservas líquidas (ver cuadro 3) encendía las alarmas del mercado, aumentando las expectativas de devaluación del dólar oficial, y por ende reforzando el problema inicial.



Fuente: <https://www.rava.com/empresas/perfil.php?e=DOLAR%20CCL>

Se puede observar el gráfico 2 cómo evolucionan en paralelo la base monetaria BM y el TC llamado CCL, los dos con un alto coeficiente de correlación⁴ (0,95), lo que indica una estrecha relación entre ambas variables. Al mismo tiempo se agrega el nivel general de precios al consumidor IPC que sigue la misma tendencia de las dos anteriores también con una alta correlación (0,87 entre TC e IPC y 0,89 entre IPC y BM).

Se puede apreciar como los dos últimos meses a pesar que el aumento de la BM fue controlado el IPC siguió creciendo al ritmo del CCL subiendo el grado de asociación entre los movimientos de ambas variables.

Hacíamos referencia antes a las “expectativas⁵” de devaluación que jugaron fuerte hacia fines del año pasado. Keynes había considerado que las expectativas constitúan un factor exógeno que se formaban por fuera del funcionamiento económico. De esta manera rechazó el supuesto de información y previsión perfecta que postulaban los neoclásicos y, en consecuencia, la incertidumbre sobre el Largo Plazo adquiere un peso sustancial y no aleatorio en las decisiones. A ello debemos sumarle que muchos operadores actúan de acuerdo la opinión promedio que surja de los demás agentes y de los especialistas mediáticos.

Como se sabe las expectativas condicionan la inflación presente. ¿Y por qué hay expectativas tan altas? Porque nadie cree que la austeridad monetaria (y fiscal) de estos meses se pueda sostener por causa de la pandemia. En consecuencia, siguen pensando que el tipo de cambio se podría apreciar más.

Conclusión

⁴ El coeficiente de correlación de Pearson es una prueba que mide la relación estadística entre dos variables continuas. El coeficiente de correlación puede tomar un rango de valores de +1 a -1. Un valor de 0 indica que no hay asociación entre las dos variables. Un valor mayor que 0 indica una asociación positiva.

⁵ Este blog ya incursionó en el tema de las expectativas. Recomendamos: <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2021/02/201-expectativas.pdf> que contó con la colaboración de Héctor D'Agostino.

Aunque el riesgo de alta inflación existe (se observa) no es por emisión monetaria: "el tiro puede venir por dos frentes: un default con el FMI y el desarme de la política de administración de precios en la medida que se normalice la actividad".

Lo que sí es más probable que puede pasar es que la futura presión monetaria, más las expectativas, 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.

Entonces, la manera de reducir la inflación es no ponerse nervioso. Vimos en el último informe la dedicación del Gobierno en la tarea de reducir el déficit fiscal⁶, y en este la prolijidad asumida en materia de política monetaria. Con un déficit fiscal relativamente controlado, lo mismo que el refinanciamiento del mismo, con cierto equilibrio en las variables monetaria, y con un BCRA aplicando una desaceleración del aumento del tipo de cambio en línea con el excedente de divisas que se observa en el mercado cambiario, hay que dar el tiempo suficiente hasta que aparezcan los resultados pero, al mismo tiempo, evitando que surjan nuevos focos de conflicto. Este mes seguramente la inflación se reducirá lo suficiente para llevar tranquilidad a los operadores económicos.

⁶ <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2021/05/219-el-ajuste-fiscal-esta-en-marcha.pdf>