

La base monetaria en la mira...

Informe de Gastón Ruben Rodríguez del 03/09/21

Durante los primeros 7 meses del año los medios de pago continuaron moderando su ritmo de crecimiento. El impacto de la segunda ola de COVID-19 en la marcha de la economía estuvo muy acotado. También parece que la vacunación y la asistencia contribuyeron en la atenuación de los efectos económicos de la pandemia. En este contexto, el BCRA ha administrado con cautela los excedentes monetarios y evita con criterio que el tipo de cambio imponga presiones inflacionarias (cuadro 1, línea 1).

Para medir eso conviene empezar con la base monetaria BM. Ésta 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.

Es cierto que el 2020 fue un año excepcional para la política monetaria por la asistencia al Tesoro para atender la emergencia de la pandemia. No lo fue tanto el 2021. Así como el *1er semestre 2020 fue altamente expansivo si se lo compara con el mismo periodo 2019*, con un aumento de la BM del +67% (2.303/1.381), si comparamos el mismo periodo 2021 vs. 2020 la suba de base monetaria BM es de +20,8% (2.783/2.303).

Incluso si tomamos el 1º cuatrimestre 2021 vs. 2020 registra un moderado crecimiento de la cantidad de dinero en la economía: el stock de base monetaria (BM) creció un +17,4% interanual. Posiblemente cuando apareció la segunda ola fue necesario elevar la ayuda y es así que en el septmestre aumentó el +20,8%.

Sigamos con el análisis del M2. Éste es de 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).

El M2 tiene su importancia, y hay que seguirlo periódicamente, ya que nos indica cómo se mueve la demanda de dinero. Si empieza a caer son indicios de una desmonetización de la economía, o sea un exceso de pesos y una preferencia creciente por desprenderse de ellos *¿Qué puede implicar esto?* La preferencia cada vez más marcada por salir de los pesos y redireccionar la liquidez hacia moneda extranjera (brecha cambiaria) o hacia bienes.

El M2, según se indica en el cuadro 1 (línea 3), observa un crecimiento septmestral a/a superior a la base monetaria BM en todos los periodos, alcanzado estos primeros 7 meses 2021 un +33% interanual respecto 2020, lo cual significa que subió en términos reales (más que la inflación del periodo). Es que también crecieron bastante los depósitos a plazo fijo respecto 2020 en un +50,7% (línea 5), y +99,7% comparado con 2019.

Esos depósitos a plazo fijo del sector privado en pesos mostraron una tasa de crecimiento significativa. Gran parte de esta dinámica la explican los plazos fijos tradicionales a tasa fija, que representan el 85% del total, y vinieron creciendo desde abril, se encuentran en línea con la desaceleración de los registros inflacionarios, que vuelve más rentables las colocaciones a tasa fija. Fíjese que ese 38% anual de tasa de política monetaria del BCRA (línea 8) significa +45,4% en tasa efectiva anual, una tasa que puede significar rendimientos reales positivos si bajan los niveles inflacionarios. En cambio los plazos fijos con ajuste por UVA, es decir, indexados a la inflación crecieron a principios de año y empezaron a caer en línea con la reducción de los índices de precios.

En definitiva, en el marco de un rebote de la actividad económica, una desaceleración de la inflación y una política cambiaria de contención, se observa un incremento creciente de la demanda de dinero. Eso se observa tanto en el alza de los depósitos a plazo fijo, como aquellos transaccionales (corrientes y cajas de ahorro).

Por su parte los pasivos monetarios PM (línea 2), *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 septmestral 2021/20 a/a, un +20,7%. Por otro lado, si queremos saber cómo evolucionaron los pasivos totales, sumamos la BM y los PM, que tuvieron un crecimiento del +7,8% aproximadamente.

Cuadro 1: Indicadores monetarios y financieros – primeros 7 meses del año

INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS	2019	2020	2021	Var 21/19	Var 21/20
1 Base Monetaria BM Mill \$ Fin	1.381.539	2.303.560	2.783.078	101,4%	20,8%
2 Pasivos monetarios Millones \$ Fin	2.039.640	3.203.569	3.866.838	89,6%	20,7%
3 M2 Priv (M1+ Depós a plazo) Millones \$ Prom	1.823.398	3.762.175	5.002.279	174,3%	33,0%
4 Préstamos Com al S Priv en \$ y US\$ Millones \$ Prom	1.056.441	1.385.262	1.656.361	56,8%	19,6%
5 Depósitos a plazo fijo en \$ y US\$ Millones \$ Prom	1.534.944	2.033.795	3.064.823	99,7%	50,7%
6 Riesgo País EMBI Fin	781	2.263	1.593	104,0%	-29,6%
7 Merval Fin per	41.390	49.406	67.316	62,6%	36,3%
8 Tasa de Política Monetaria Fin periodo En %	60,40	38,00	38,00	-37,1%	0,0%
9 Reservas internacionales Mill US\$ prom per	66.133	43.386	42.582	-35,6%	-1,9%
10 Tipo de cambio (\$/US\$) Promedio periodo	42,5	71,4	101,6	139,4%	42,3%
11 Dólar técnico (1+2/9) \$/US\$	50	123	156	212%	27%
12 Tipo de Cambio Real Mult TCRM Promedio mes (Dic 2015=100)	110	119	114	3,9%	-3,7%
13 Inflación acumulada en %	25	16	29	118%	53%

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

¿Por qué aumenta la base monetaria y las leliq? Desde enero 2020 el BCRA le ha girado al Tesoro Adelantos Transitorios (ATN) más Utilidades (TU) para financiar gastos extra por la pandemia que está realizando el gobierno y para contrarrestar la fuerte caída de recaudación que trajo el aislamiento obligatorio y la menor actividad económica.

En el 2021 cambió el contexto. La BM creció en forma moderada en el primer septmestre (vimos que fue un +20,8%) con un +29,1% de inflación. Esto se explicó en parte por las menores necesidades fiscales, siendo que el déficit primario entre enero y junio (-0,5% del PBI) fue el segundo más bajo en 6 años, demandando así menor asistencia monetaria del BCRA (se transfirieron al Tesoro en los primeros seis meses \$190.000 millones de adelantos y \$ 140.000 de utilidades). Sin embargo, a partir del séptimo mes del año, con la impronta de la segunda ola y las elecciones, es de esperar una mayor emisión¹.

En consecuencia, si el BCRA opta por mantener a raya la evolución de la base monetaria, esto le demandará un mayor esfuerzo de esterilización por vía de LELIQs y pases. En este sentido, hay que mencionar que el stock de pasivos monetarios es de 6.650.000 millones (línea 1 +2) y podría alcanzar los \$ 8,27 billones promedio en diciembre (16,9% del PBI). La cantidad de pesos que se vuelcan en la economía generan presión sobre las variables nominales (brecha e inflación), si los mismos exceden la capacidad de la economía de utilizarlos. Como ya fue señalado, la demanda de dinero es un componente clave para analizar la evolución de la brecha cambiaria en los próximos meses.

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\$ 156 promedios al mes de julio, cuando el TCN era en promedio de \$/US\$ 102 (ver cuadro 1, línea 10 y 11).

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 y se trasladará sobre los índices de precios. El 30/07/19 la brecha prácticamente no existía y al 30/7/20 la brecha ya era del -42%. Pero luego fue disminuyendo progresivamente hasta el -35% del 30/07/21 producto de la contención monetaria y del crecimiento de las reservas.

¹ <file:///C:/Users/risig/Downloads/ses26-07-2021.pdf>

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 mucho más bajas que las reservas brutas (ver cuadro 2).

Cuadro 2 - Reservas netas Mill US\$ - Stock a fin de mes

	Ene 20	Mar 20	Jun 20	Sep 20	Dic 20	Ene 21	Mar 21	May 21	Jul 21
RESERVAS NETAS (US\$ M)	12.392	10.409	9.791	5.702	4.047	3.312	3.970	6.790	6.680

Fuente: BCRA / *Reservas brutas - Swap con China - Encajes en dólares - Repo con BIS - Pases con SEDESA y otros pasivos

Esas reservas netas contienen los fondos en moneda extranjera líquidos, y disponibles, que realmente tiene el BCRA, y han crecido un +101% desde enero 21 hasta julio 2021, desde US\$ 3.312 mill hasta US\$ 6.680 mill aproximadamente. También, hay que decirlo, cayeron un -46% desde enero 20 hasta julio 21. Por otro lado, las reservas netas, *realmente líquidas*, son muy escasas y se estiman en aproximadamente US\$ 2.600 M².

Conclusión

El riesgo es que la economía entre a la recta final del 2021 con necesidades financieras que contrastan con la debilidad de la demanda de dinero y con una escasa reactivación económica.

El economista Damián Pierri³ (IIEP de la UBA) señaló que los niveles de actividad y demanda agregada están en torno a 2006-2007 y, sin embargo, el M2 privado sobre producto está casi 1,5 punto porcentual por arriba de lo observado en esa época. O sea sobran pesos y ese exceso de liquidez no está presente entre los trabajadores sino *“en agentes con elevada capacidad de desestabilizar la economía ante un cambio de expectativas”*. Por ejemplo, las cuentas corrientes totales aumentaron 71% (acumulado desde el 1° de enero), mientras que aquellas con saldos mayores a \$20 millones lo hicieron al 103%. Los plazos fijos muestran un comportamiento análogo: 61% versus 97%. Esta heterogeneidad importa para diseñar la política de estabilización.

Las colocaciones recientes del Tesoro, muy por encima de los vencimientos, además de permitir reducir la base monetaria con la cancelación de adelantos transitorios, generaron una importante redistribución de liquidez. El Tesoro le dio cobertura a las “grandes” y esos pesos los inyectó en sectores ilíquidos, cómo son los perceptores de transferencias de Anses.

² Las reservas que cuentan son en realidad las netas porque son las que mejor reflejan el poder de fuego del BCRA. En las líquidas se descuentan algunos pasivos cuya utilización está permitida para operar en el mercado de cambios, por eso no es tan relevante el cálculo.

³ file:///C:/Users/risig/Downloads/Semanal_20210806.01.pdf