

Año 3 – N°80 15/05/2025

Informe Económico Semanal



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



La Nueva Política Monetaria

En este ISE, comentaremos un cambio relevante que trajo el acuerdo con el FMI: el nuevo esquema de Política Monetaria. Previo al acuerdo con el FMI, el gobierno monitoreaba la denominada Base Monetaria Amplia (BMA). Esta BMA incluía la Base Monetaria, LEFI y Depósitos del Tesoro. En este informe, siempre fuimos más bien críticos de utilizar la BMA ya que lo realmente relevante para medir en términos de oferta monetaria era la Base Monetaria (sin LEFI ni depósitos).

De todos modos, esta métrica ya no rige luego del acuerdo con el FMI. A partir de ahora, se observará el M2 Transaccional. Existen distintos agregados monetarios para ver la cantidad de dinero que hay en la economía (M1, M2, M2 Privado, M2 Privado Transaccional, M3). Pues bien, algún agregado se debe elegir y el BCRA optó por elegir el M2 Privado Transaccional.

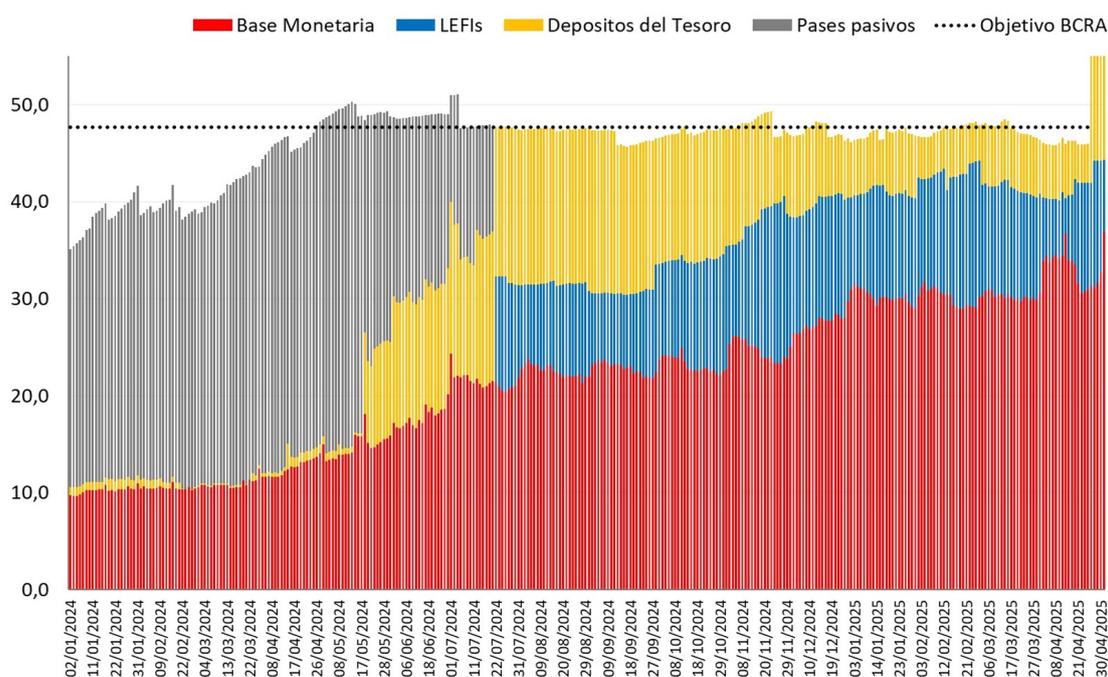
La Nueva Política Monetaria

En el ISE de la semana pasada se focalizó en la prioridad que parece tener el gobierno entre continuar combatiendo la inflación versus el objetivo de acumular reservas por el acuerdo con el FMI. El objetivo principal es la desinflación, dejando en segundo plano la acumulación de reservas. En este marco, la inflación de Abril fue del 2,8% mensual (levemente por debajo del 2,9% pronosticado por nuestro IPC) y todavía queda un largo camino por recorrer en términos de desinflación.

En este ISE, comentaremos el otro cambio relevante que trajo el acuerdo con el FMI: el nuevo esquema de Política Monetaria. Previo al acuerdo con el FMI, el gobierno monitoreaba la denominada Base Monetaria Amplia (BMA). Esta BMA incluía la Base Monetaria, LEFI y Depósitos del Tesoro. En este informe, siempre fuimos más bien críticos de utilizar la BMA ya que lo realmente relevante para medir en términos de oferta monetaria era la Base Monetaria (sin LEFI ni depósitos), representada por las barras rojas en el Gráfico I.

GRÁFICO I: BASE MONETARIA AMPLIA

En billones de \$



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El objetivo del BCRA era que la BMA no supere los \$47,7 Billones. En líneas generales, la meta se cumplió. En pocas oportunidades se superó dicho monto y cuando ocurría, luego volvía a ubicarse por debajo de ese monto nuevamente. El último tramo donde se superan los \$47,7 Billones en el Gráfico I, ya es post-acuerdo FMI con nuevo esquema monetaria y por lo tanto la BMA ya no era marco de referencia.

No obstante, el hecho de que la meta se cumplía (no superar los \$47,7 Billones), eso no quería decir que no había emisión monetaria, aunque esa era la retórica política. Esto se debe a que la Base Monetaria (barras rojas) si crecía. Más aún, en Abril del año pasado cuando Base Monetaria creció y no fue acompañada por la demanda de dinero, se sintió la presión en el mercado cambiario con un incremento de la brecha entre el dólar oficial

y los paralelos. En cambio, en los últimos meses, cuando la Base Monetaria se expandía, al ser acompañada por la demanda de dinero, no hubo presión en el mercado cambiario.

El punto es que, el gobierno al hablar de BMA, generaba el relato de que no había emisión monetaria, aunque en la práctica sí la hubo. Por otro lado, la demanda de dinero se encontraba en un piso debido a varios años de gobiernos inflacionistas y comenzó a recuperarse. La pregunta es ¿hasta dónde puede ir? Según el gobierno, esa demanda de dinero, podía llegar hasta \$47,7 Billones y por esa razón ese monto era el límite. En concreto, si bien la BMA se mantenía estable, la Base Monetaria no, y eso es lo que cuenta en términos de emisión monetaria.

De todos modos, esta métrica ya no rige luego del acuerdo con el FMI. A partir de ahora, se observará el M2 Transaccional. Existen distintos agregados monetarios para ver la cantidad de dinero que hay en la economía (M1, M2, M2 Privado, M2 Privado Transaccional, M3). Pues bien, algún agregado se debe elegir y el BCRA optó por elegir el M2 Privado Transaccional.

En nuestra opinión, no es el agregado monetario más representativo de la emisión monetaria. El objetivo del BCRA es determinar la demanda de dinero, para luego hacer crecer la oferta monetaria en esa proporción. No obstante, aquí hay un primer problema general (no particular) que es la dificultad de estimar la demanda de dinero. Esto ya es difícil con cualquier agregado monetario. Pero sumado a un contexto de volatilidad donde se utiliza mucho el *Money Market* (Mercado Pago por ejemplo), hace que el dinero vaya y vuelva generando una volatilidad alta para estimar de manera precisa la demanda de dinero. Si bien esto ocurre en todos los agregados monetarios, pareciera agravarse justo en el M2-Transaccional que, por lo menos en los últimos días, muestra niveles de emisión notablemente menores al de los otros agregados monetarios (ver Cuadro I).

CUADRO I: AGREGADOS MONETARIOS

	Base Monetaria	M2 Privado Transaccional	M2 Privado	M3 Privado
Var. % Mensual	5,7%	5,2%	4,1%	5,4%
Prom. Jun-24 a Mar-25				
Último Saldos Diarios (Var. % 30 días)				
23-Abr	2,1%	-0,7%	6,8%	1,4%
24-Abr	2,5%	-1,1%	6,8%	1,7%
25-Abr	5,5%	-1,8%	5,1%	1,3%
28-Abr	3,4%	0,4%	8,7%	2,8%
29-Abr	5,7%	0,9%	9,3%	3,6%

Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Los agregados monetarios venían creciendo entre el 4 y 6% de variación mensual en los últimos 9 meses. Sin embargo, desde el nuevo acuerdo con el FMI, el M2 Privado Transaccional observa variaciones mucho menores al de los otros agregados monetarios. Resulta llamativo que, así como la BMA permitió elaborar un relato de “no emisión monetaria”, el M2 Privado Transaccional en los últimos días también es el único agregado que muestra en algunas ocasiones variaciones menores al resto de los agregados monetarios. ¿Continúa un relato de no emisión? Vale la pena aclarar, que

mientras la demanda de dinero crezca, la emisión monetaria que haga el BCRA es válida. Pero eso no quiere decir que no se esté emitiendo.

Es acertado el rumbo propuesto de que la oferta de dinero tenga coherencia con la demanda de dinero. Nuevamente, en ese marco, no sería dañina la emisión monetaria. Sin embargo, daría la sensación de que el M2 Transaccional Privado puede presentar mayores complicaciones que el resto de los agregados monetarios. Quedará por ver si este esquema monetario es para la Fase III y luego cambiará o si la intención es que dure más tiempo. Al final del día, la inflación seguirá dependiendo (como siempre) del gap entre oferta de dinero y demanda de dinero. En este sentido, se sugiere estar atento a los otros agregados monetarios también.

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas

ESEADE

*Una Universidad
libre como vos*