ISSN 2683-9067

[2015]

Informes Especiales

Panorama Monetario Anual

Dedicación

Claridad Expositiva

Calidad Técnica

Exhaustividad

UNR Universidad Nacional de Rosario

OBSERVATORIO ECONÓMICO SOCIAL UNR

Panorama monetario anual
Informes del Observatorio UNR N° 3
Informes Especiales N° 1 – marzo de 2015

Autor/es:
- Germán Adolfo Tessmer | german.tessmer@unr.edu.ar | https://orcid.org/0000-0002-3827-7027 | https://germantessmer.github.io/
- Norberto Martín | norberto.martin@unr.edu.ar
- Se agradece a María Cecilia Mina la discusión de alguno de los contenidos del documento.

Responsabilidad editorial:
- Germán Adolfo Tessmer

- ISSN (serie Informes del Observatorio UNR): 2683-9067
- ISSN (sub-serie Informes Especiales): 2683-9083
- Palabras Clave: Política monetaria, Base monetaria, BCRA, Dominancia fiscal, Déficit fiscal, Reservas internacionales
- Clasificación JEL: E52, E58

Cómo citar: Tessmer, G. A. y Martín, N. (2015). Panorama Monetario Anual (Informes del Observatorio UNR N.º 3; Serie Informes Especiales N.º 1). Observatorio Económico Social, Universidad Nacional de Rosario. https://hdl.handle.net/2133/17528

Esta obra está licenciada bajo la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-Compartir Igual 4.0 Internacional. Para ver una copia de esta licencia, visita http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/.

Universidad Nacional de Rosario (UNR)
- Rector: Darío Maiorana
- Vicerrector: Fabián Bicciré

Observatorio Económico Social | UNR
https://unr.edu.ar/observatoriounr/
ISSN (página web) 2683-8923
Córdoba 1814 - Rosario, Argentina (S2000AXD)
+54 9 341 4802620 / Interno 147
observatorioeconsocial@unr.edu.ar

Nota sobre esta versión

Esta es una versión revisada del informe publicado originalmente en marzo de 2015. El contenido no fue modificado: los datos, el análisis y las conclusiones son los de la versión original, y la referencia bibliográfica del trabajo no cambia.

Los cambios son de forma, de enlaces y de metadatos: se agregó el bloque «Cómo citar» con la referencia normalizada y el enlace permanente; se completaron las propiedades del documento (título, autoría, palabras clave y códigos JEL); se explicitaron las autoridades de la Universidad correspondientes a la fecha del informe; se reordenaron los logotipos institucionales de la página de datos; se incorporó la página personal del autor en la línea de autoría; se reconstruyó la portada con el diseño de la serie; se restituyó la familia tipográfica institucional en todo el documento; se corrigió el encabezado de las páginas interiores; y se actualizaron los números de página del índice.

Revisión del 22 de septiembre de 2026, a cargo del Observatorio Económico Social (UNR).

Contenidos

Política monetaria en un contexto de dominancia fiscal 3

1. Se desacelera el crecimiento de la base monetaria 3
2. El déficit fiscal impulsa mayores préstamos del BCRA hacia el gobierno 5
3. Las acciones del BCRA para contener el crecimiento de la cantidad de dinero impactan en los préstamos al sector privado 7

Política monetaria en un contexto de dominancia fiscal

1. Se desacelera el crecimiento de la base monetaria

Al 31 de diciembre de 2014, la base monetaria alcanzaba los $462.564 millones, $85.368 millones más que a fines de 2013, lo que representa un incremento interanual del 22,6%. Esto impulsó un incremento similar en los principales agregados monetarios: en el caso de M2, se observa un incremento de 29,8%, mientras que M3 creció un 28,3%. El sector privado incrementó sus depósitos a una tasa superior (33,8% para los depósitos en caja de ahorro y 28,4% para los plazos fijos), pero esto fue parcialmente compensado por la evolución de los depósitos del sector público (cayeron un 6,6% los depósitos en caja de ahorro y aumentaron apenas 13,7% los plazos fijos).

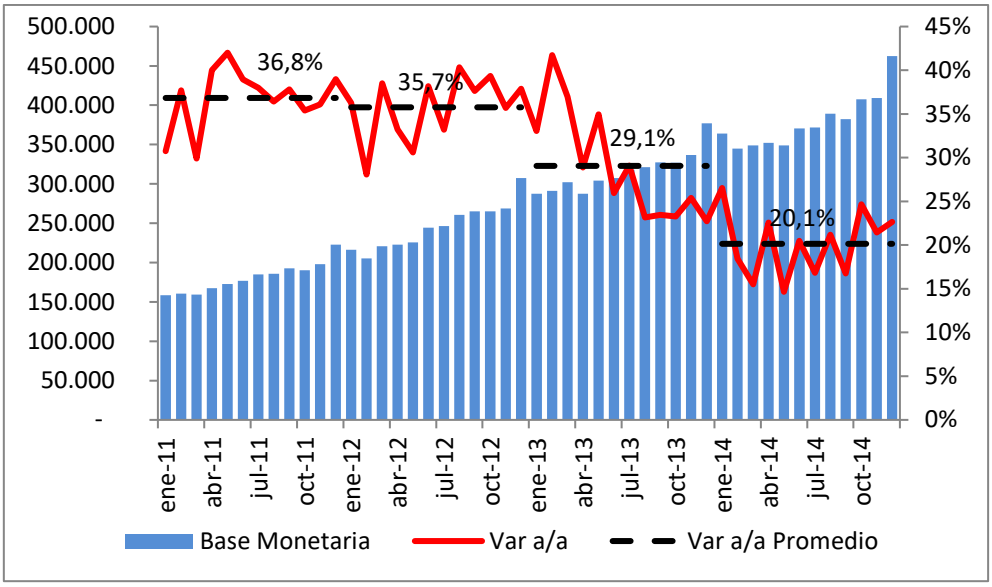
La base monetaria (**MB**) o dinero de alta potencia, se encuentra constituido por dos factores:

- El dinero legal en circulación constituido por billetes y monedas (**M0**).
- Las reservas que los bancos privados mantienen en el banco central.

- **M1** se constituye por la suma de los depósitos corrientes de los ciudadanos y **M0**.
- **M2**, adiciona a **M1** la suma de los depósitos a corto plazo -generalmente a un año- que los ciudadanos tienen en el sistema financiero.
- **M3**, adiciona a **M2** los depósitos a más largo plazo.
- **M4**, adiciona a **M3** los depósitos adicionales. Por ejemplo, depósitos de extranjeros.

Como puede observarse en el Gráfico 1: Base monetaria (millones de pesos) y variación interanual., el crecimiento de la base monetaria de los últimos meses se mantuvo en línea con el observado a lo largo de todo el año (el crecimiento mensual promedio de la base monetaria fue de 20,1%), pero da cuenta de una fuerte desaceleración con respecto a años anteriores. En los años 2011 y 2012, el dinero de alta potencia se incrementó a tasas cercanas al 36% interanual. Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2013, la tasa de crecimiento interanual descendió paulatinamente hasta ubicarse en torno al 20%.

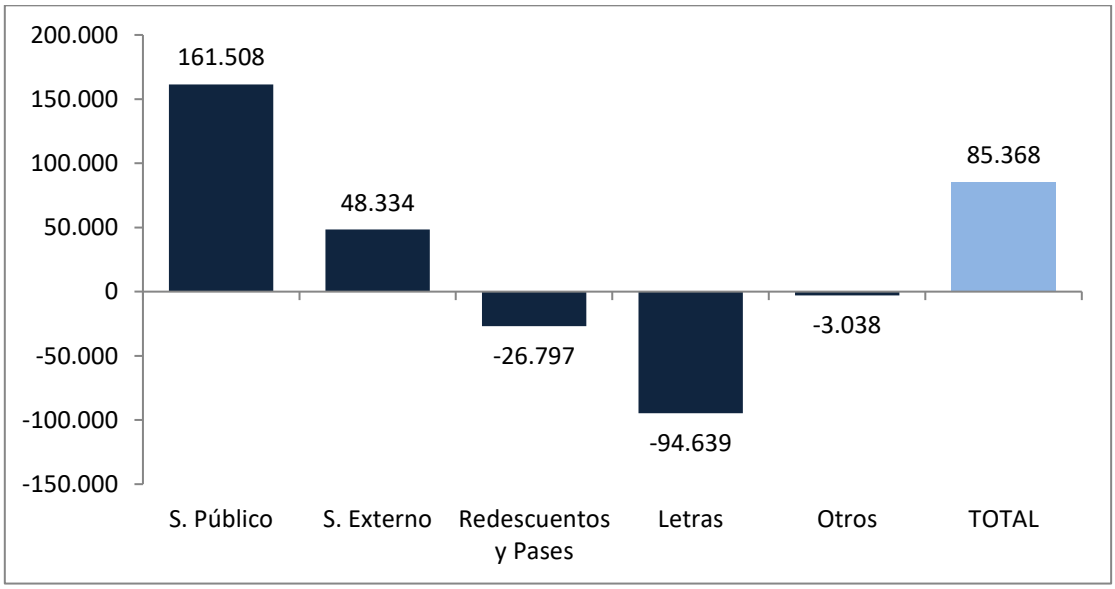
Gráfico 1: Base monetaria (millones de pesos) y variación interanual.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Esto fue posible gracias a la intervención del BCRA, que incrementó fuertemente su participación en el mercado mediante la venta de letras y pases. Mediante estas dos operaciones, el BCRA retiró del mercado un total de $121.448 millones. En otras palabras, de no ser por la mayor intervención del BCRA, la base monetaria habría mostrado un incremento del 55%.

Gráfico 2: Factores de expansión de la base monetaria en 2014. Millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

En cambio, los préstamos al gobierno nacional y la compra de divisas se incrementaron fuertemente, impulsando a un mayor aumento en la cantidad de dinero. Solamente por el financiamiento otorgado al sector público, se emitieron en 2014 un total de $161.508 millones; es decir, casi el doble de lo que se incrementó la base monetaria. Por su parte, las compras de divisas impulsaron también un aumento en la cantidad de circulante, por un total de $48.334 millones.

2. El déficit fiscal impulsa mayores préstamos del BCRA hacia el gobierno

El gobierno nacional ha sido nuevamente el principal impulsor del crecimiento de la base monetaria. El monto destinado por el BCRA para financiar al gobierno nacional, que ha impactado en la base monetaria, fue un 72% mayor al utilizado durante 2013, y más del triple de lo transferido en 2012. Esto se produce debido al crecimiento del déficit fiscal, que debe ser financiado mediante mayor emisión monetaria, principalmente con transferencias de utilidades (totalizaron aproximadamente $78.400 millones en 2014), adelantos transitorios (se incrementaron en $68.850 millones de pesos en 2014) u otros medios.

Para ilustrar lo anterior, en la Tabla 1 se muestra el déficit global del sector público nacional no financiero (SPNF) excluyendo los aportes que realiza el BCRA, junto a la evolución de los distintos ítems que explican la emisión monetaria.

Tabla 1: Déficit SPNF y principales vías de financiamiento del BCRA al gobierno nacional. Millones pesos.

Año	Déficit global SPNF sin BCRA	Transf. Utilidades	Adelantos Transitorios		Letras Intransferibles	
			Stock al 31/12	Incremento anual	Stock al 31/12	Incremento Anual
2012	-63.791	8.227	127.730	60.600	164.703	54.005
2013	-99.246	34.769	182.600	54.870	279.668	114.965
2014	-188.120	78.400	251.450	68.850	460.498	180.830

Fuente: Elaboración propia en base a MECON y BCRA

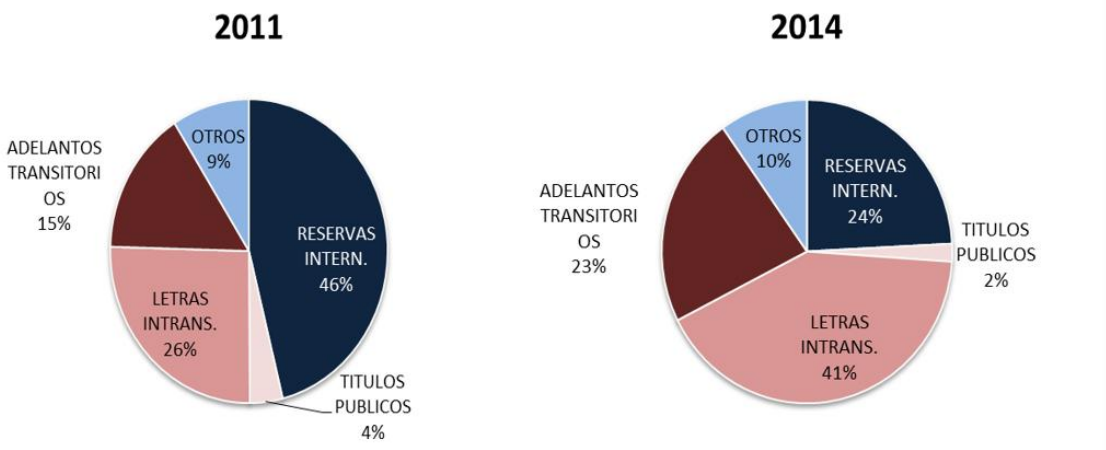
- **Adelantos Transitorios** Mecanismo de financiamiento por el que el BCRA puede otorgar adelantos al tesoro hasta una cantidad equivalente al 12 % de la base monetaria. Asimismo, se puede otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el 10 % de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional haya obtenido en los últimos doce meses. Los mencionadas adelantos deberán ser reembolsados dentro de los 12 meses de efectuados. En caso de incumplimiento se anula el mecanismo hasta que se efectúe el reintegro.
- También se contempla un mecanismo con carácter excepcional, donde podrán otorgarse adelantos transitorios por una suma adicional equivalente a, como máximo, el 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos 12 meses. Esta facultad excepcional podrá ejercerse durante un plazo máximo de 18 meses. Cumplido ese plazo el Banco Central de la República Argentina no podrá otorgar al Gobierno nacional adelantos que incrementen este último concepto.

- Un dato importante a tener en cuenta es que la ley indica que cada año el gobierno nacional puede disponer de las utilidades acumuladas por el BCRA correspondientes al año anterior.

El aumento de los préstamos del BCRA al sector público no solo tiene efectos sobre la base monetaria, sino también sobre la composición del activo de la máxima entidad monetaria. A fines de 2014, el pasivo del gobierno nacional

llegó a representar dos tercios de los activos del BCRA, cuando apenas alcanzaba el 45% tres años atrás. Esto se debió no solo a los adelantos transitorios, que impulsaron un aumento en la base monetaria, sino a las operaciones de transferencia de reservas internacionales para cancelaciones de deuda. Las letras intransferibles, los títulos que el BCRA recibe del gobierno al realizarse estas operaciones, alcanzaron el 41% del activo en el año 2014, una participación de unos 15 puntos porcentuales superior a la alcanzada tres años atrás.

Gráfico 3: Participación en el activo del BCRA al 31 de diciembre de cada año.



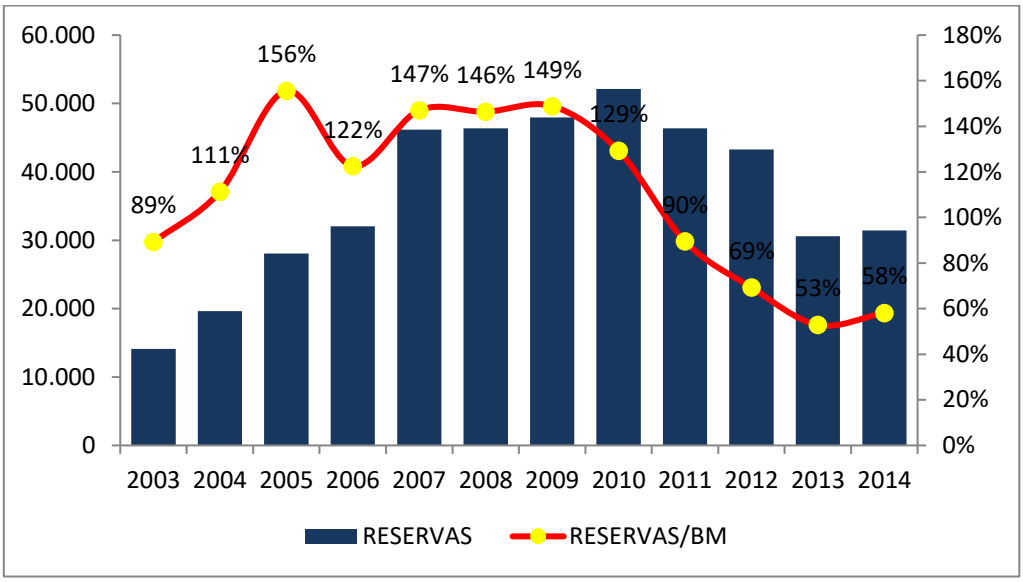
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Esto ha derivado también en una menor participación de las reservas internacionales en el activo del BCRA. En un contexto de constante emisión, desde el año 2011 estas no alcanzan a cubrir el total de la base monetaria. El *Tipo de Cambio de Cobertura* que surge del cociente entre la Base Monetaria y las Reservas Internacionales (tipo de cambio de un modelo de convertibilidad), se ubicó a fines de 2014 en un valor de $14,71.

Debe aclararse que este valor se utiliza a fines de tener una referencia del nivel de reservas internacionales en función de la base monetaria, pero que no necesariamente debe interpretarse como un valor "adecuado" o "deseable" del tipo de cambio.

Sin embargo, durante 2014 las reservas internacionales crecieron por primera vez en cuatro años, pasando de $ 30.599 millones a fines de 2013 a $ 31.443 millones el 31 de diciembre de 2014. Con un crecimiento de la base monetaria sensiblemente inferior a la depreciación de la moneda, esto generó que las reservas alcanzaran a representar un 58% de la base monetaria. El aumento de las reservas durante el año 2014 se debe a que la Argentina recibió el primer desembolso del swap firmado con China, un acuerdo por un total por 11.000 millones de dólares que se incorporarán en tres años. Las autoridades podrán convertir estas divisas a dólares en los mercados de Hong Kong o Londres, o bien mantener una tenencia de yuanes como parte del paquete de monedas que componen las reservas internacionales del BCRA.

Gráfico 4: Reservas internacionales (USD millones) al 31 de diciembre y relación Reservas/Base Monetaria.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Un **swap** es un tipo de instrumento financiero derivado, en donde se establece un contrato entre dos partes, las que se comprometen a intercambios futuros de una serie de cantidades de dinero a fecha futura, las que generalmente se denominan como tramos. El intercambio de estos montos tiene un costo, de manera que los contratos se encuentran referenciados generalmente a un tipo de interés, pero podrían estar referenciados a cualquier otra variable observable.

En el caso del **swap Argentina-China**, las partes son los bancos centrales de cada país, y el intercambio de préstamos se encuentra denominado en ambas monedas nacionales. El tope del monto del acuerdo es de ¥ 70.000 millones, los que a un tipo de cambio de 0,16075 (USD/CNY) representan en la actualidad unos U$S 11.252 millones.

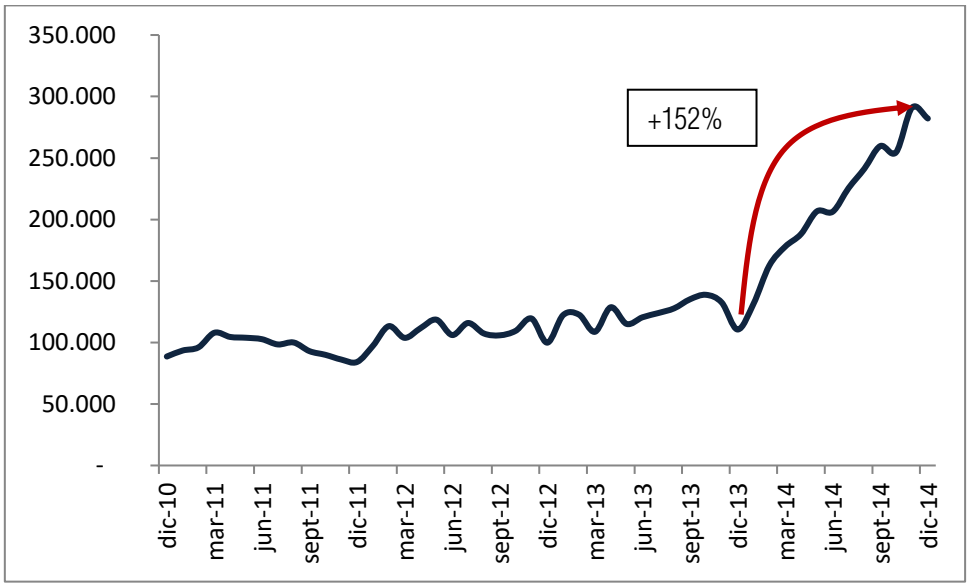
3. Las acciones del BCRA para contener el crecimiento de la cantidad de dinero impactan en los préstamos al sector privado

La monetización del déficit implica un fuerte aumento de la cantidad de dinero, con lo que se corre el riesgo de generar una aceleración inflacionaria. Para evitarlo, el BCRA recurrió a operaciones de mercado abierto, emitiendo una mayor cantidad de letras o recurriendo a operaciones de pases para retirar dinero de la economía. El stock de letras en poder del público ha crecido fuertemente en 2014, alcanzando un total de $282.135 millones al 31 de diciembre de 2014, un 152% más que en la misma fecha de 2013.

Con este marcado aumento, es lógico que empiecen a surgir algunas dudas acerca de la capacidad del BCRA para seguir evitando el crecimiento de la base monetaria. En primer lugar, porque la emisión de letras tiene un costo para el BCRA, ya que este tipo de pasivos implica un pago de intereses. En segundo lugar, de mantenerse la delicada

situación de las cuentas fiscales, el BCRA deberá emitir una mayor cantidad de letras este año, además de rescatar aquellas que vencen durante 2015.

Gráfico 5: Stock de letras emitidas por el BCRA. Millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Mientras mayor cantidad de letras emita la entidad, mayor deberá ser la tasa de interés que ofrezca para tentar a los inversores (principalmente los bancos) a invertir en este tipo de activos. De todas formas, la entidad habría cerrado el año 2014 con un resultado económico positivo, dado que la depreciación revalorizó sus activos, mayormente denominados en dólares (reservas internacionales y letras intransferibles). De momento, no parece haber riesgo de incurrir en un déficit cuasifiscal, que complique aún más la situación de las cuentas públicas.

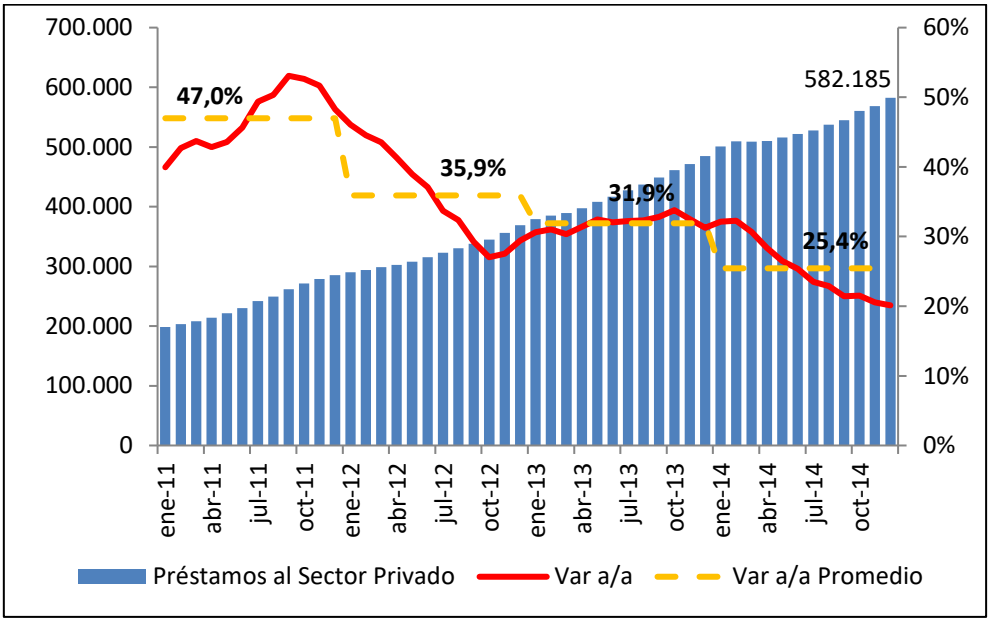
El déficit cuasifiscal se origina por las pérdidas operativas (operaciones financieras y no financieras) que registre el Banco Central o la Autoridad Monetaria de un país.

El pago de intereses en operaciones de mercado abierto, es un buen ejemplo de aquellos ítems que pueden contribuir a un aumento de éste tipo de déficit.

El otro factor a tener en cuenta, es el efecto negativo que la intervención del BCRA puede tener sobre la actividad privada. Al buscar controlar la inflación, el BCRA emite una serie de activos que compite con el sector privado por los fondos disponibles, principalmente en los bancos. El resultado es una contracción del crédito al sector privado, que termina afectando negativamente a la inversión. Los préstamos otorgados por las entidades bancarias al sector privado se desaceleraron fuertemente en los últimos tres años. En valores nominales, a diciembre de 2014, estos apenas superaban en un 20,1% al monto de préstamos vigente en el mismo mes de 2013. En términos reales, esto implica una fuerte caída en el crédito.

Así, parece observarse una variante de lo que comúnmente se conoce como **efecto crowding out**: el gasto público compite con el sector privado por obtener financiamiento, por lo que un mayor gasto por parte del gobierno implica una caída de la inversión. En este caso, el sector público no se financia directamente mediante el mercado financiero, sino que lo hace a través de la emisión, pero esto motiva la emisión de letras por parte del BCRA para frenar el crecimiento de la base monetaria. Así, un mayor gasto público implica un aumento de la deuda pública, en este caso no en formas de títulos del gobierno nacional sino de Lebacs y Nobacs.

Gráfico 6: Préstamos al sector privado. Millones de pesos

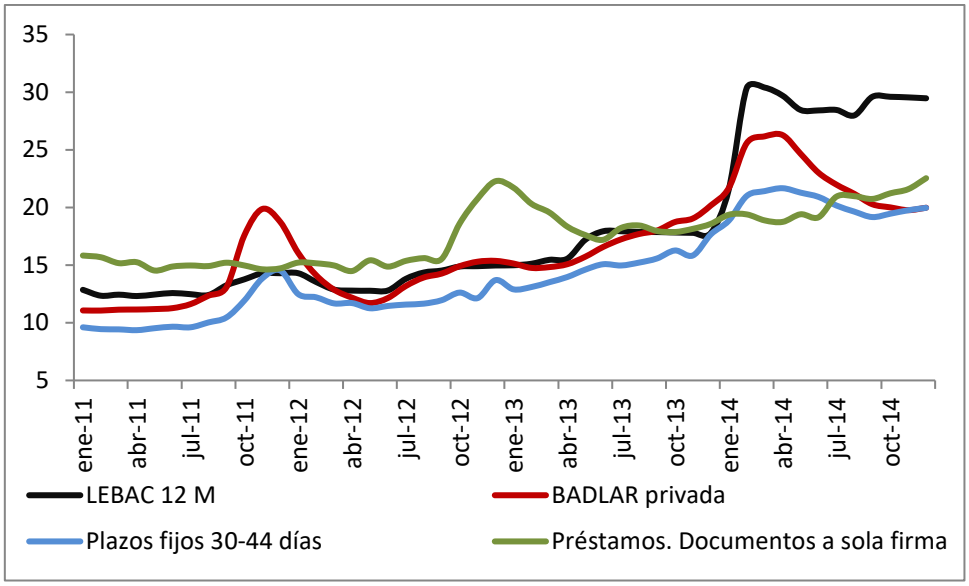


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Sin embargo, actualmente no se observa un fuerte aumento de las tasas de interés, como cabría esperar en un caso como este. La tasa BADLAR privada mostró una tendencia creciente al comienzo de 2014, pero esta fue revertida en los próximos meses. Los préstamos por documentos a sola firma mostraron una tendencia ascendente, pero esta fue leve. Solamente la tasa de interés pagada por las letras emitidas por el BCRA mostró un incremento importante durante 2014.

Lo que ocurre es que el aumento en la tasa pagada por las LEBAC hizo que esta se ubicara muy por encima de la tasa de plazo fijo, generando un negocio muy atractivo para los bancos. La posibilidad de tomar fondos a una tasa varios puntos inferior a la otorgada por las NOBAC ofrece a estas entidades un negocio lucrativo de bajo riesgo, lo que las desincentiva a otorgar préstamos al sector privado. En un escenario de escasa demanda de crédito por parte del sector privado, esto lleva a que solo se otorguen líneas de crédito especiales a una tasa baja, mientras que el resto de los fondos se destina a la compra de letras.

Gráfico 7: Tasas de interés seleccionadas. Promedio mensual. En porcentaje



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Con una demanda de crédito elevada, la competencia entre el BCRA y el sector privado por el financiamiento derivaría en un aumento en la tasa de interés, pero en este caso es posible ver una caída del crédito al sector privado aún con las tasas en niveles bajos. Del mismo modo, de reducirse la emisión de LEBACs y NOBACs, los bancos contarían con un gran excedente de liquidez, lo que podría incentivar el incremento de los préstamos al sector privado.

Las **Letras del Banco Central** (LEBAC) son emitidas por el BCRA con diferentes horizontes de plazos (30, 60, 90, 120, 180 o 270 días) y a tasa fija. Pueden adquirirse de dos formas: adjudicación competitiva y adjudicación no competitiva. El primer caso implica una compra mediante subasta, en tanto que la forma no competitiva quienes adquieran las letras lo harán al precio que ya quedó determinado en la subasta.

Las **Notas del Banco Central** (NOBAC), también son emitidas por el BCRA y representan inversiones de mediano plazo que se extienden a un horizonte de 3 años, y que incluyen con pagos de intereses a una tasa que podría ser fijas o ajustable por CER, según el contrato.

En conclusión, la política económica argentina muestra un típico caso de dominancia fiscal. El escenario que se configura, es uno donde el Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) define sus objetivos de gasto público y financia su déficit mediante emisión monetaria. El BCRA debe adaptarse a esta situación, por lo que debe buscar otras herramientas para compensar el efecto expansivo de los préstamos otorgados al sector público. Así, utiliza operaciones de mercado abierto para contener el crecimiento de la base monetaria. Esto reduce los créditos al sector privado, lo que tiene su correlato sobre el nivel de inversión privada.