

Informe

sobre la emisión
monetaria en Argentina

UADE

Junio 2022

junio de 2022 – Resultados de investigación



UADE

Emisión monetaria en Argentina

El Instituto de Economía de UADE realizó una investigación sobre la emisión monetaria en Argentina.

La investigación analiza la relación entre el déficit, la emisión y la inflación, analizando los datos históricos y haciendo foco en los últimos diez años.

Resumen

- Desde comienzo del siglo XXI la emisión monetaria -medida por el M1- se ha mantenido en el rango de 30%-35%.
- Sin contar la hiperinflación, los picos de emisión monetaria en la historia argentina se dieron en el período 1975/76 y 1983/85 con expansiones de la cantidad de dinero del orden del 500%. En la hiper llegaron a 2500%.
- La expansión de la cantidad de dinero actual, cercana al 42%, es levemente más baja que a mediados de los años 60 que rondaba el 60%.
- En el período 2019/2021 la fuerte política de esterilización “ocultó” buena parte de la emisión. Esta última se hubiera duplicado de no ser por esta expansión de otros pasivos monetarios.
- Existen rezagos debido a que el dinero tarda en introducirse en la economía e incluso la propia política de esterilización posterga parcialmente los efectos inflacionarios.
- La emisión monetaria lleva a la inflación tarde o temprano: los resultados de la emisión del año 2020 se cristalizaron en 2021 y 2022.
- En argentina, el principal factor de emisión no deja de ser el déficit fiscal, pero va ganando peso también el déficit cuasi fiscal que es el generado por los intereses que debe afrontar el Banco Central.

EMISION MONETARIA

Entre las principales fuentes de emisión monetaria se encuentran el financiamiento al fisco para cubrir el déficit fiscal y/o vencimientos de deuda y la compra de reservas.

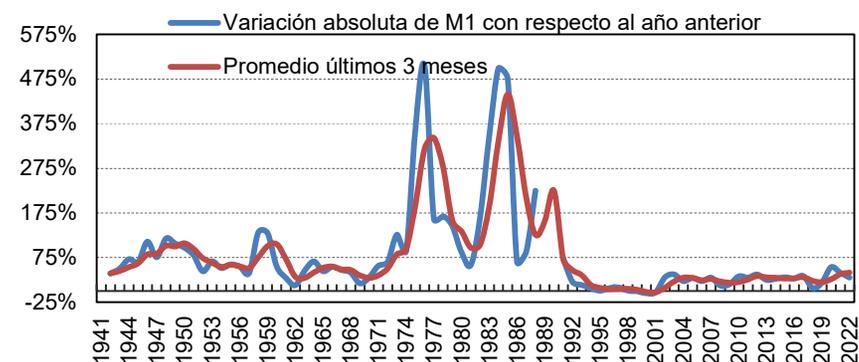
Considerando que una forma de medir la emisión es comparar la variación absoluta interanual en los agregados monetarios contra el PBI del periodo anterior, se puede observar en el Grafico 1 la evolución de la emisión de dinero, que muestra los picos de emisión de 1975/1976 y 1983/1985. (sin contabilizar la hiperinflación de 1989)

Desde 2004 la emisión monetaria se mantiene relativamente estable en un rango de entre 30% y 35% anual.

Gráfico 1: Emisión de dinero. 1940 - 2022. Sin períodos hiperinflacionarios

ARGENTINA: Emisión de dinero

Variación en la cantidad de dinero como % del PIB del año anterior a precios corrientes.



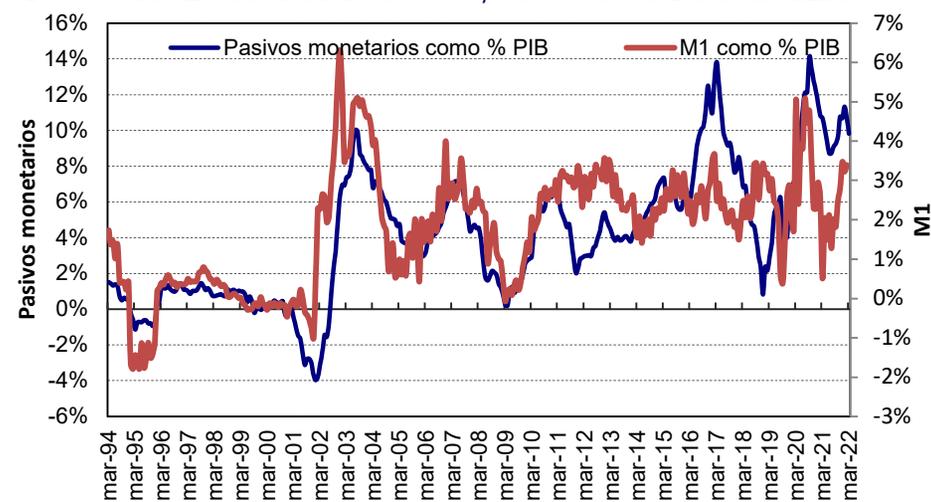
Haciendo foco en la información mensual, disponible a partir de 1993, el Gráfico 2 muestra la evolución de M1 y de los Pasivos Monetarios (Base monetaria, Letras y Notas del BCRA y la posición neta de pases). La inclusión de estos otros pasivos monetarios está vinculada al proceso de esterilización, a través del cual el BCRA absorbe base monetaria, deuda que a su vez constituye una promesa de emisión.

El gráfico permite observar que los valores actuales son similares a los del período 2002-2003. No obstante, es importante notar que ha habido una modificación en la composición: mientras que en 2002/2003 la expansión estuvo vinculada a una mayor base monetaria, en el período actual se destacan mayor cuantía de pasivos monetarios. En los últimos años los pasivos monetarios vienen creciendo a un ritmo que casi duplica al que habían tenido hasta 2015.

Gráfico 2: Emisión de dinero. 1940 - 2022

ARGENTINA: Emisión de dinero

M1 como % del PIB mensual del año anterior a precios corrientes. Desestacionalizado

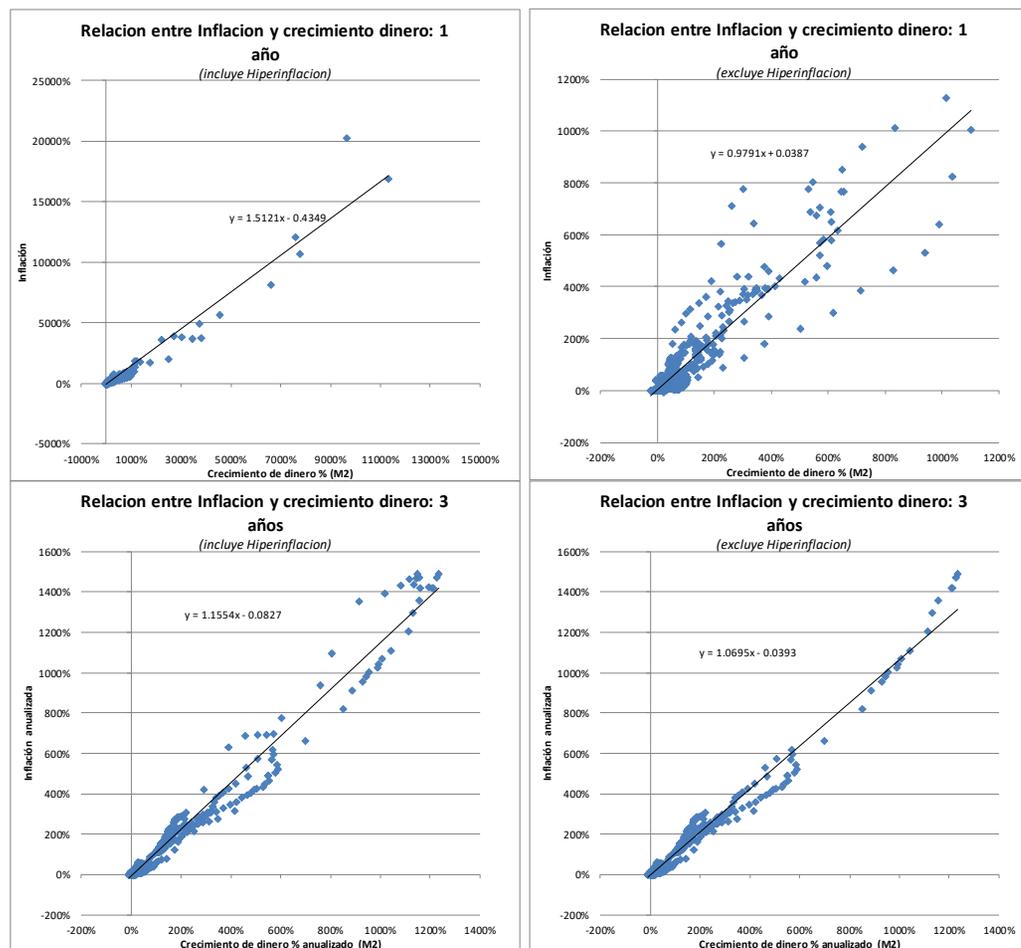


Correlación entre emisión e inflación

Si se analiza la correlación entre la emisión y la inflación se observa una fuerte relación entre la variación en la cantidad de dinero (M2) y la inflación. Sin embargo, también se advierte la existencia de rezagos. Ello significa que la emisión monetaria demora en convertirse en inflación y las correlaciones mejoran cuanto mayor es el período analizado.

El valor del coeficiente de correlación varía dependiendo de los periodos que se consideran. Teniendo en cuenta todos los periodos, el coeficiente es de 1.5. Si se considera el crecimiento acumulado de los 3 años anteriores el coeficiente es de 1.15. Si se excluye la hiperinflación la correlación es de 0,98 y 1,07 respectivamente. El grafico 4 muestra la relación entre la variación en la cantidad de dinero (M1) y la inflación.

Gráfico 3: Crecimiento del dinero (M2) e inflación. 1940 – 2022



Zoom en los últimos 10 años

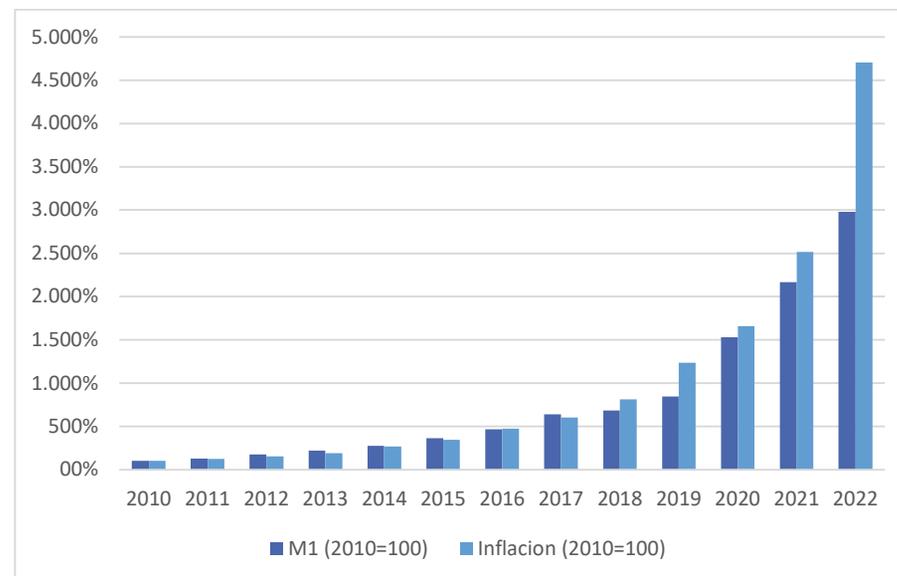
En los últimos 10 años la correlación entre la emisión y la inflación ha ido reduciéndose.

En gran medida esto se debe a las fuertes fluctuaciones de la demanda de dinero, tanto al establecerse el cepo cambiario, como al sacarlo, a la crisis de confianza del 2019 y a la expansión de otros pasivos monetarios (Letras del BCRA) que son emisión futura.

En el Grafico 4, se observa que la correlación entre la emisión y la inflación empieza a reducirse fuertemente a partir del 2019.

Durante el periodo 2018/2019 la emisión se redujo fuertemente (2.6% y 0.5% del PIB) y sin embargo la inflación alcanzó el 34.2% y 52.7% respectivamente. En cambio, durante 2020 la emisión se incrementó considerablemente, 4,2% del PIB, provocando probablemente una aceleración del proceso inflacionario en 2021 del 51,7%, con valores estimados para 2022 de entre 75% y 80%.

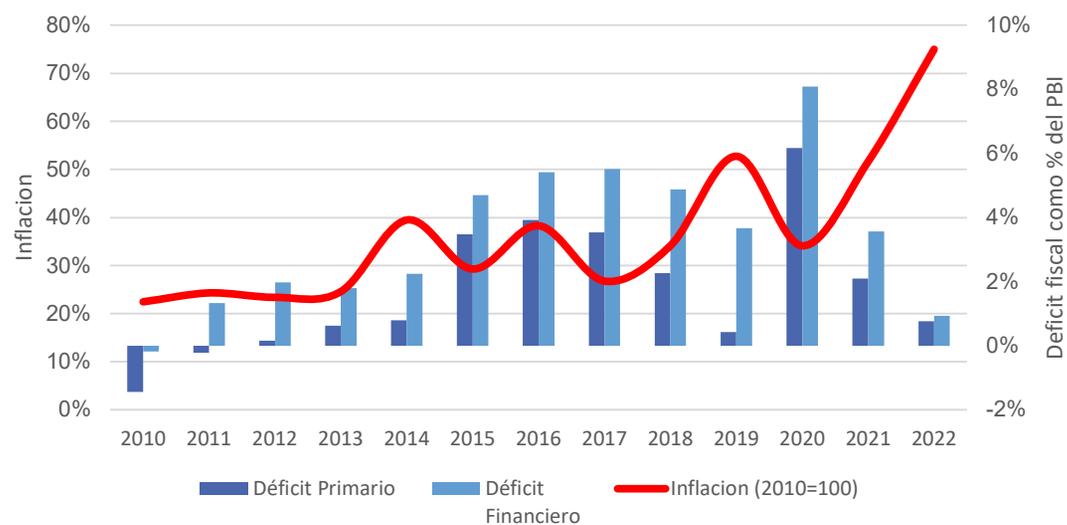
Gráfico 4: Emisión de dinero e inflación. 2010 - 2022



ARGENTINA: Resultado fiscal e inflación

El gráfico 5 muestra la relación entre el resultado fiscal y la inflación. En dicho gráfico puede observarse que desde 2013 el Estado se encuentra en déficit primario y que, desde 2011, no ha logrado mantener superávit financiero.

Gráfico 5: Resultado fiscal e inflación. 2010 - 2022



Los rezagos de la emisión monetaria

Uno de los motivos por los que Argentina emite es para financiar su déficit fiscal. Según el acuerdo con el FMI el déficit primario (antes de intereses) sería de 2.5 puntos del PIB y los intereses se estiman en 1.5 puntos adicionales. Por lo tanto, el gobierno tendría que financiar 4 puntos del PIB. Si embargo, el acuerdo limita la emisión monetaria para financiar al fisco en 1 punto del PIB. De este modo, los otros 3 puntos deberían ser financiados con deuda con organismos internacionales y locales.

No obstante, el déficit fiscal está siendo más alto de lo esperado lo que deja al gobierno en una posición más difícil para colocar la deuda.

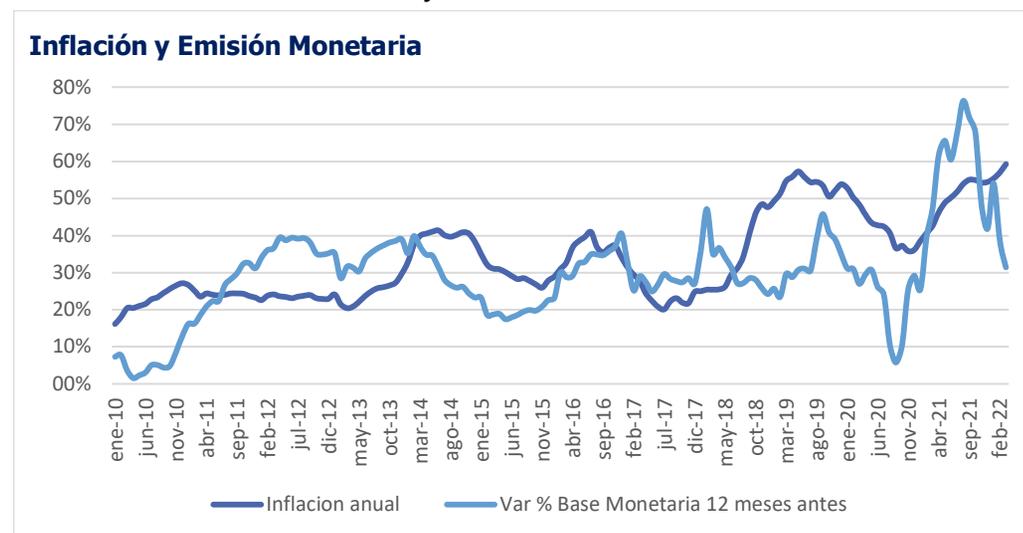
En el caso de conseguirse financiamiento con organismos internacionales, podría considerarse que la emisión para financiar el tesoro podría rondar los 2 puntos del PBI.

De dicha emisión monetaria se estima que entre el 30% y el 50% se esterilice mediante colocaciones de pases y Leliqs a los bancos. La porción de dinero que queda en el mercado sin ser esterilizada genera un efecto inflacionario que podría verse recién dentro de 1 año.

El efecto inflacionario que resulta de la porción que queda esterilizada con pases y leliqs no es neutro. Genera 2

efectos inflacionarios: 1) al ser una promesa de emisión monetaria, tiende a hacer bajar la demanda de dinero, lo que resulta inflacionario. 2) Los intereses de esos pases y leliqs generan un déficit cuasi fiscal que también debe ser financiado con más emisión monetaria o con mayor emisión de pases y leliqs.

Gráfico 6: Inflación y emisión monetaria. 2010 - 2022



De este modo, las necesidades financieras para cubrir el déficit del Estado y los intereses de la deuda del BCRA son casi 7.5 puntos del PBI, de los cuales, 1,5 punto se financiará con emisión monetaria y los 6 restantes con deuda, que podrá ser con organismos

internacionales, deuda del tesoro y liqqs.

Informe sobre la emisión monetaria en Argentina
Instituto de Economía de UADE

Para recibir información de este informe de investigación elaborado por el Instituto de Economía de UADE: IDE@uade.edu.ar

Acceda a nuestros otros informes de investigación:

<https://www.uade.edu.ar/investigacion/>