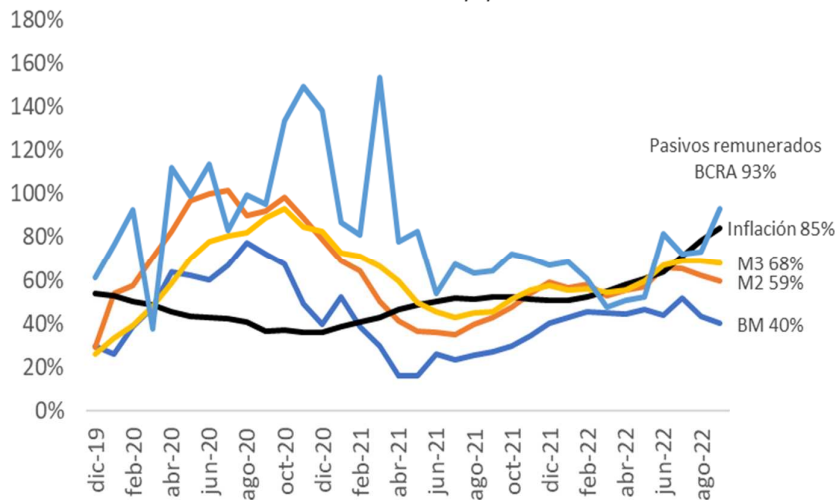


MONITOR SEMANAL

## A pesar del esfuerzo monetario, sigue cayendo la demanda de dinero

La inflación se encamina a cerrar el año en un rango cercano al 100%. Un fenómeno asociado a estos niveles de inflación es que cae, y se acelera, la demanda de dinero. En términos de oferta y demanda, datos al 16-sept mostraban una base monetaria creciendo a una tasa anual del 40% (lo hacía al 52% a fines de jul-2020) y los agregados monetarios M2 y M3<sup>1</sup> lo hacen al 59% y 68%, respectivamente. Pero se estima que en el mismo período la inflación alcanzó el 85%<sup>2</sup>. Caídas de base y agregados monetarios en términos reales (incluyendo plazos fijos con devengamiento de tasas reales negativas) son reflejo del comportamiento defensivo y huida del peso a nivel agregado.

**Base monetaria, agregados monetarios e inflación\***  
Var. % anual. Al 14/9/2022



\* Supone inflación de 7% en sept-2022  
Fuente: BCRA, INDEC y estimaciones propias

Subir la tasa de interés es una de las decisiones de política económica habituales ante semejante escenario. Desde principios de 2022 el BCRA subió la tasa de política monetaria 35 pps, al llevarla de 40% a 75% de TNA actual (TNM<sup>3</sup> es 6,2% y TEA<sup>4</sup> 107%). Al mismo nivel llevó la de los depósitos a plazos fijo minoristas menores a ARS 10 millones. Pero aun así se ve que desde may/jun-2022 el agregado M3 dejó de crecer en términos

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer  
CONSEJERO

<sup>1</sup> M2 es circulante en público más depósitos en ARS en caja de ahorro y en cuenta corriente. M3 es M2 más depósitos en ARS a plazo fijo.

<sup>2</sup> Suponiendo inflación de 7% en sept-2022.

<sup>3</sup> Tasa nominal mensual.

<sup>4</sup> Tasa efectiva anual.

## MONITOR SEMANAL

anuales. Por otro lado, el agregado M2, que no percibe intereses, está cayendo relativamente más que M3 en términos reales, como resultado del deterioro del poder adquisitivo de esos saldos.

### Emisión monetaria pasada e inflación actual

La expansión monetaria, entre otros, asociada a la cuarentena en 2020 significó que, en agosto de ese año, la base monetaria y M2/M3 crecieron al 80-90% interanual, con una inflación del 41%. Entre dic-2019 y ago-2022, la base monetaria pasó de 6,9% a 8,9% del PBI y M2 de 10,9% a 15,9% del PBI. Los pasivos remunerados más que se duplicaron en ese período, de 4,7% a 9,6% del PBI.

### Evolución base monetaria, agregados monetarios e inflación\*

Var. % anual y % PBI. Al 16/9/2022

	dic-19		ago-20		sep-22	
	Var. % anual	% PBI	Var. % anual	% PBI	Var. % anual	% PBI
Base monetaria	30%	6,9%	77%	8,9%	40%	4,8%
M2	29%	10,9%	90%	15,9%	59%	11,2%
M3	26%	16,8%	82%	25,9%	68%	19,9%
Pasivos remunerados BCRA	61%	4,7%	100%	9,6%	93%	9,4%
Inflación	54%	-	41%	-	85%	-

\* Supone inflación 7% en sept-2022

M2: circulante en público + depósitos en caja de ahorro y cuenta corriente

M3: M2 + depósitos a plazo fijo

Fuente: BCRA, INDEC y estimaciones propias

Dos años después la inflación está en niveles del 85% interanual -en alguna medida, producto de los efectos demorados de la emisión monetaria, que se estima entre 18-24 meses, aunque puede variar dependiendo del comportamiento de la demanda de dinero. A su vez, los agregados monetarios, tanto M2 como M3 son menores que en ago-2020 y el stock de pasivos remunerados del BCRA se mantiene igual, aunque su dinámica es distinta dada la tasa de interés en ARS; Leliqs y Pases están creciendo al 93% anual, por encima de la inflación, y pagan intereses anuales por algo más del 6% del PBI.

En síntesis, el diseño de la política monetaria se encuentra ante un dilema:

A. Tratar de aumentar/mantener la demanda de dinero

## MONITOR SEMANAL

llevando la tasa de interés real a terreno positivo. La tasa de interés real positiva puede ayudar, pero tiene costos asociados, entre ellos, el pago de intereses sobre una base presumiblemente mayor, pero menos volátil. Además, sobre el nivel de actividad. Por otro lado, se apuesta a una menor/nula dependencia del Tesoro al financiamiento del BCRA y logrando acumular reservas como contrapartida de mejora del balance del BCRA.

- B. Evitar llevar la tasa de interés a un nivel real positivo para reducir la carga por el pago de intereses y deterioro adicional del balance del BCRA, pero con costos probables en la aceleración de la inflación y menor acumulación de reservas.

En estos momentos el camino elegido es transitar la opción A.