

El circuito bimonetario argentino

Andrés Asiain^{§§§§}
Universidad Nacional de Avellaneda - UNDAV

Recibido: 25 de febrero de 2024
Aceptado: 29 de febrero de 2024

Resumen

El artículo presenta el circuito monetario en el período 2010 al 2023 para la Argentina desde una perspectiva cuantitativa. Se presentan los principales canales de expansión monetaria, a través de los factores de expansión monetaria. El stock de activos producto del financiamiento al gobierno pasa a representar casi la totalidad de los activos del Central en 2023. Mientras que las entidades bancarias realizan una colocación de sus excedentes en títulos del Central y los particulares compran dólares como una forma de inversión de sus excedentes financieros.

Palabras clave: circuito monetario, gasto público, dólares, Argentina

Abstract

The article presents the monetary circuit in the period 2010 to 2023 for Argentina from a quantitative perspective. The main channels of monetary expansion are presented, through the monetary expansion factors. The stock of assets resulting from government financing will represent almost the totality of the Central Bank's assets in 2023. Meanwhile, banks place their surpluses in Central Bank securities and individuals buy dollars as a way of investing their financial surpluses.

Keywords: monetary circuit, public spending, dollars, Argentina

^{§§§§} Economista y Doctor en Ciencias Sociales por la UBA. Profesor de Macroeconomía en la UNDAV. Director [CESO](#). Contacto: andresasiain@gmail.com

Introducción

El nuevo presidente de la Argentina Javier Milei ha instrumentado su programa económico en base a dos pilares: la motosierra y la licuadora. Con la motosierra se refiere al recorte del gasto público con el objeto de alcanzar el superávit presupuestario. Con la licuadora se refiere a la licuación de ingresos y ahorros reales por la vía de un salto inflacionario. Con ese último objetivo impulsó una fuerte devaluación, desregulación de precios y subas de tarifas de los servicios públicos que aceleraron bruscamente la inflación. La tasa de incremento de los precios que se ubicaba en el 12.8% mensual en noviembre de 2023, se incrementó al 25.5% en diciembre al asumir el nuevo presidente y devaluar, descendiendo luego al 20.6% en enero del presente año.

A contramano de los habituales programas ortodoxos, el presidente decidió bajar bruscamente las tasas de interés en ese contexto de creciente inflación. La tasa de política monetaria establecida por el Banco Central, que se ubicaba en el 133% anual al asumir Milei, fue reducida al 100% en sus primeros días de gestión y luego al 80% anual en los primeros días de marzo. El objetivo explícito de esa particular política monetaria era licuar los pasivos del Banco Central que, en la terminología del presidente, denominaba como la “bomba de las LELIQs” (nombre del principal título del Banco Central: letras de liquidez). Al momento de asumir el nuevo presidente estos títulos equivalían al 12.9% del producto bruto interno (PBI) y estaban mayormente en manos de los bancos.

Sistema bimonetario

Para comprender como se llega a esa situación, vale la pena desarrollar el funcionamiento del sistema bimonetario argentino de los últimos años. Como se observa en el Cuadro 1, la expansión de la base monetaria se explica a partir del financiamiento del déficit presupuestario del gobierno, mientras que la acumulación de reservas tiene un comportamiento expansivo o contractivo en diversos momentos. Por su parte, el canal financiero tiene centralmente el rol de absorber el exceso de expansión monetaria por sobre la demanda de dinero. La excepción central es en 2018, cuando el canal financiero tuvo un rol fuertemente expansivo debido a que, en el marco de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el organismo obligó a reducir fuertemente los pasivos del Banco Central generando un incremento de liquidez que alimentó una corrida cambiaria contra el peso.

Cuadro 1: Principales canales de expansión de la Base Monetaria (% del PBI)

	Divisas (1)	Gobierno (2)	Financiero (3)	Base Monetaria
2010	2.7%	1.1%	-1.5%	2.3%
2011	0.4%	1.6%	0.9%	2.9%
2012	1.0%	2.3%	-0.1%	3.2%
2013	-0.5%	2.4%	0.2%	2.1%
2014	1.8%	2.7%	-2.7%	1.9%
2015	-1.2%	3.9%	0.0%	2.7%

2016	2.5%	2.0%	-2.1%	2.4%
2017	2.5%	1.3%	-2.1%	1.7%
2018	-2.9%	0.3%	5.4%	2.8%
2019	-1.3%	2.4%	1.1%	2.3%
2020	-1.7%	7.1%	-3.3%	2.1%
2021	1.2%	2.6%	-1.2%	2.6%
2022	1.5%	2.3%	-1.9%	1.9%
2023	0.2%	1.8%	0.2%	2.3%

Nota 1: Comprende la compra-venta de divisas al sector privado y público.

Nota 2: Comprende adelantos transitorios, utilidades y otras operaciones.

Nota 3: Incluye Pases. Leliq. Notaliq. Lebac. Nobac y redescuentos.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA (2024)

A partir de la pandemia, el peso del financiamiento al Estado por el Banco Central como factor de expansión monetaria, se vuelve medular. En ese mismo período, se consolida el rol de absorción del canal financiero -vía colocaciones de títulos y pases del central a los bancos para absorber el exceso de liquidez-.

Este hecho se refleja en la evolución de la hoja de balance del Banco Central cuyos principales componentes se presentan en el cuadro 2.

Cuadro 2: Balance del Banco Central (promedio anual en % PBI)

	Activos			Absorción	Base monetaria
	Total	Reservas (1)	Gobierno (2)	Títulos BC	
2010	12.6%	8.6%	4.0%	4.6%	7.9%
2011	12.7%	7.3%	5.4%	4.4%	8.3%
2012	13.4%	5.9%	7.6%	4.1%	9.3%
2013	13.1%	4.1%	9.0%	3.7%	9.4%
2014	13.1%	3.4%	9.7%	4.8%	8.3%
2015	14.5%	2.1%	12.4%	6.1%	8.4%
2016	15.5%	1.8%	13.7%	7.6%	7.8%
2017	17.3%	3.7%	13.6%	9.4%	7.9%
2018	14.9%	6.0%	8.9%	7.4%	7.5%
2019	11.4%	5.5%	6.0%	4.8%	6.6%
2020	16.2%	2.7%	13.5%	8.3%	7.9%
2021	14.7%	1.3%	13.3%	8.7%	6.0%

2022	13.5%	0.5%	13.0%	8.6%	4.9%
2023	12.8%	-1.0%	13.7%	9.4%	3.3%

Nota 1: Activos Externos netos de depósitos en dólares de los bancos en el Central.

Nota 2: Incluye cierto financiamiento negativo a entidades financieras debido a que su contabilización por el Central en cuentas varias no se discrimina respecto a cambios contables en letras intransferibles en dólares del gobierno.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA (2024a).

El stock de activos que resulta del financiamiento al gobierno pasa a representar casi la totalidad de los activos del Central hacia 2023, ya que las reservas internacionales prácticamente cubren los depósitos en dólares que los bancos mantienen en el Central como cobertura de los depósitos en moneda extranjera de los particulares. Por su parte, los títulos del Central representan casi 3 veces el peso de la base monetaria dentro de los pasivos.

Esta particular dinámica de las fuentes de creación monetaria se refleja también en los balances de los bancos, cuyos principales componentes se presentan en el cuadro 3.

Cuadro 3: Balance de entidades financieras (% de PBI)

	PASIVOS (1)			ACTIVOS (1)					Cred Priv / Dep Priv
	Total	Dep. Privados	Dep. Gobierno	Total	Cred. Gobierno (2)	Títulos BC	Cred. Privados	Disponibilidad (3)	
2010	21.7%	13.4%	7.1%	24.8%	8.7%	3.8%	10.7%	4.9%	80%
2011	22.0%	13.5%	7.3%	24.9%	8.3%	3.8%	11.8%	4.3%	88%
2012	22.7%	14.0%	7.3%	25.8%	8.0%	3.6%	13.1%	4.2%	93%
2013	22.6%	14.3%	7.2%	25.7%	7.5%	3.1%	13.6%	4.3%	95%
2014	21.1%	13.7%	6.0%	24.4%	7.5%	3.8%	12.5%	4.1%	91%
2015	21.6%	14.6%	5.7%	24.9%	8.4%	4.3%	12.2%	3.9%	84%
2016	21.6%	14.9%	5.2%	24.8%	7.9%	4.0%	11.7%	4.9%	79%
2017	23.2%	15.6%	5.5%	26.4%	7.8%	3.7%	12.9%	5.4%	82%
2018	26.0%	16.7%	6.6%	29.5%	8.6%	3.8%	14.3%	6.2%	85%
2019	24.5%	17.1%	4.6%	27.9%	8.9%	4.7%	12.0%	6.7%	70%
2020	26.9%	19.9%	5.2%	32.0%	12.8%	8.2%	11.9%	6.8%	60%
2021	23.7%	17.5%	5.0%	28.5%	13.3%	8.5%	9.5%	5.1%	55%
2022	21.7%	16.6%	4.4%	26.6%	13.6%	8.5%	8.6%	4.0%	52%
2023	20.1%	15.6%	3.7%	25.8%	14.1%	8.5%	7.7%	3.6%	49%

Nota 1: Los activos y pasivos correspondientes a operaciones vinculadas con el dólar futuro se contabilizan netas en el pasivo.

Nota 2: Excluye la tenencia de títulos del Banco Central.

Nota 3: Incluye las tenencias de billetes y depósitos disponibles de los bancos en el Central, tanto en moneda nacional como extranjera.

Fuente: Elaboración propia en base a (BCRA, 2024a).

Los depósitos del gobierno fueron perdiendo peso dentro de los activos bancarios desde la crisis cambiaria de 2018 durante la gestión del presidente Macri, mientras que el crédito al Gobierno fue aumentando dentro de los activos especialmente desde la pandemia. Mientras tanto, el crédito al sector privado fue disminuyendo desde la crisis de 2018 cuando equivalía al 85% de los depósitos del sector privado, hasta representar sólo un 49% en 2023. En ese mismo período, los títulos del Banco Central fueron ganando una predominancia dentro de los activos de los bancos.

Para terminar de comprender el circuito bimonetario argentino de los últimos años, hay que tener en cuenta que, junto a la colocación de los excedentes bancarios en títulos del Central, el otro mecanismo de absorción de los excedentes monetarios es su dolarización. La compra de divisas por particulares es una de las formas de inversión de los excedentes financieros de los argentinos y explica gran parte del deterioro del frente externo de los últimos años. Su relevancia puede analizarse a partir de la información de activos externos que mantienen los argentinos en el exterior, resumida en el cuadro 4.

Cuadro 4: Balance del Banco Central (promedio anual en % PBI)

	Stock	Flujo
2010	26.5%	1.8%
2011	25.1%	3.8%
2012	24.6%	1.7%
2013	23.9%	0.7%
2014	26.2%	0.3%
2015	35.6%	1.9%
2016	28.4%	0.4%
2017	25.3%	0.7%
2018	36.7%	4.4%
2019	47.4%	5.7%
2020	60.1%	9.1%
2021	48.5%	2.3%
2022	39.2%	2.3%
2023	40.3%	1.8%

Nota: Estimado a partir PII, Otros Sectores, Otra inversión. Stock valuado al dólar oficial y flujos valuadas al dólar contado con liqui desde 2013.

Fuente: Elaboración propia en base a (INDEC, 2024).

A partir de 2018, la dolarización de los activos del sector privado se acelera bruscamente, alcanzando niveles pico durante la pandemia. En términos nominales, la fuga alcanzó niveles de USD 23.000 millones en 2018 y 2019, USD 20,000 millones en 2020, para luego descender a niveles que promediaron los USD 6.500 millones los últimos tres años analizados.

Conclusiones

En resumidas cuentas, el circuito bimonetario argentino de los últimos años se caracterizó por una expansión de la liquidez basada centralmente en el financiamiento del Estado (agudizada a partir de la pandemia). Esa liquidez ya en manos de los privados fue alimentando depósitos bancarios y acumulación de divisas fuera del sistema.

Justamente, para evitar una excesiva dolarización del excedente, el Banco Central intervino ofreciendo títulos a los bancos, que actuaron como un subsidio estatal para financiar las tasas de los ahorristas. Esa dinámica se agrava a partir de la crisis de sobreendeudamiento de 2018, donde el volumen de crédito bancario al sector privado se reduce sistemáticamente con relación a los depósitos. La fuerte incertidumbre cambiaria de los años posteriores lleva a las autoridades a intervenir para evitar que los bancos reduzcan la tasa que ofrecen a los ahorristas, por miedo a que ello agrave la salida de capitales. De esa manera, expanden la oferta de títulos del Banco Central que pasan a ocupar un lugar central dentro de los activos de los bancos.

Referencias

- BCRA. (2024a, febrero). Balances de las Entidades Financieras. Recuperado el 14 de marzo de 2024, de Balances de las Entidades Financieras website: https://www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Entidades_financieras_estados_contables.asp?bco=AAA00&tipo=1
- BCRA. (2024b, febrero). Balances semanales. Recuperado el 14 de marzo de 2024, de Publicaciones Balances Semanales website: https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/balances_semanales.asp
- BCRA. (2024c, febrero). Principales Variables. Recuperado el 14 de marzo de 2024, de Publicaciones y Estadísticas Estadísticas Principales Variables website: [https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp?serie=7930&detalle=Base%20Monetaria%20-%20Promedio%20acumulado%20del%20mes%20%20\(MM%20de%20\\$\)](https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp?serie=7930&detalle=Base%20Monetaria%20-%20Promedio%20acumulado%20del%20mes%20%20(MM%20de%20$))
- INDEC. (2024, febrero). Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina. Recuperado el 14 de marzo de 2024, de Cuentas internacionales website: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel3-Tema-3-35>