



NUESTRO APORTE FRENTE A LA PANDEMIA

EMISIÓN MONETARIA EN TIEMPOS DE PANDEMIA

Por: **Alejandro Balbo**

Fecha: **7/10/2020**

www.fundaciongeo.org.ar
fundacion@geo.org.ar
Uruguay 469 12 A, CABA
Tel. +54 11 5199 0868/69

Seguinos en las
redes sociales



Entrá a nuestra web
y enteráte de más!



RESUMEN

Uno de los primeros interrogantes que ha generado la pandemia ha sido: ¿es la salud o la economía?

En el mundo, desde el punto de vista económico se destaca a la emisión monetaria como una de las herramientas más potentes para desarmar los efectos negativos de la crisis. Pero también es cierto que todos los países no se encontraban en la misma situación y, por lo tanto, no todos pueden aplicar las mismas medidas de la misma manera.

Considerando la situación preexistente a la crisis sanitaria, este artículo busca analizar los escenarios que podrían generarse como consecuencia de las decisiones en materia de política monetaria.

PALABRAS CLAVE DE ESTE DOCUMENTO

#emisiónmonetaria #Leliq #dólar #inflación #exportación #políticacambiaria #pandemia #economíaargentina #desarrollo

EMISIÓN MONETARIA EN TIEMPOS DE PANDEMIA

La pandemia a nivel mundial ha alcanzado a casi todos los países pero no todos estaban preparados tanto en materia sanitaria como económica de la misma manera. En el caso de nuestro país, la situación económica preexistente y las diferentes decisiones tomadas en materia de política monetaria, las ha puesto una vez más en el “ojo de la tormenta”.

El aprendizaje forzado

En el caso de nuestro país, a partir de una seguidilla de crisis ocurridas en las últimas décadas se ha generado en la población en general la necesidad de poner foco en algunas variables del enorme tablero de comando de la política monetaria, casi como dejando la sensación que si esas variables están contraladas, el resto estará bien.

Eso ocurrió con la convertibilidad, donde el dólar no cambiaba su cotización y al mismo tiempo los niveles de inflación eran moderados. Claro, luego la sociedad aprendió “de golpe” que esas variables eran necesarias pero no suficientes. Desde aquellos tiempos, la base monetaria y la emisión monetaria comenzaron a ser el centro de la tapa de los periódicos.

El concepto

La base monetaria es el dinero legal en circulación representada por la suma de billetes y monedas que circulan en una economía (el dinero en manos del público y las reservas mantenidas por los bancos comerciales en el Banco Central). La base monetaria es controlada por el Banco Central y constituye su principal vía para controlar la oferta monetaria.

Por su parte, la emisión monetaria es el proceso de impresión de dinero que generan los bancos centrales, y constituye la herramienta fundamental que tienen los gobiernos en

términos de política monetaria. Nuestro país ha hecho uso y abuso de esta herramienta. Se ha escrito mucha *literatura* con respecto a su efectividad y está en el inconsciente colectivo (*lamentablemente con fundamentos históricos*) que la implementación de esta política monetaria ha tenido siempre una correlación extremadamente elevada con la transmisión a los precios: *la inflación*.

La **clave** de esta política radica en utilizarla como un instrumento anticíclico, que nos permita encontrar el punto donde se satisfaga la demanda real de dinero.

La historia

Si la historia nos ha demostrado de forma rigurosa que la emisión monetaria trae aparejado traslado a precios, ¿por qué seguimos “tropezando” con la misma piedra? Y si es efectivamente una “piedra”, ¿por qué es la herramienta destacada en el mundo para sortear la crisis?.



Base Feb 2015 a feb 2020. (Var 307.09%). Datos BCRA

Como vemos en el gráfico, la expansión de la emisión monetaria muestra un crecimiento sostenido hace más de 5 años, incrementando su pendiente fuertemente en los últimos meses con una variación del 307,09% y una inflación acumulada en el mismo período del 192,8%.

La economía es una ciencia social donde no todo es blanco o negro. De un lado de la biblioteca, tenemos a muchos teóricos que tratan de concentrarse en las “bondades” de la emisión monetaria en determinados momentos y esto es lo que nos lleva a que hoy estemos observando no sólo en Argentina sino a nivel mundial **un boom** de emisión monetaria. Del otro lado, los detractores la consideran solo un “velo” de la economía (el aceite para que el intercambio de productos funcione) y consideran que cada incremento en la emisión monetaria se traslada **automáticamente** a precios, sin generar beneficios adicionales, sólo procesos inflacionarios.

Al respecto vemos por ejemplo que la economía estadounidense (economía que iza la bandera del libre mercado) expandió un 645% su “base monetaria” desde la crisis del 2008. Sin embargo, el índice de precios al consumidor reflejó un aumento del 17% acumulado. Es decir que aquí podemos observar claramente que la emisión monetaria no tiene una correlación inmediata a precios, pero con una pequeña (gran) salvedad, la economía Argentina no goza de la confianza y solidez de la economía estadounidense. Principalmente, el Peso Argentino no goza de las características fundamentales de Reserva de Valor como su primo lejano, el Dólar. Es por ello, que los partidarios de la biblioteca que sostienen a la emisión monetaria como la gran herramienta para la reactivación, deben reflexionar con detenimiento en que economías es viable esta política monetaria.

La situación actual

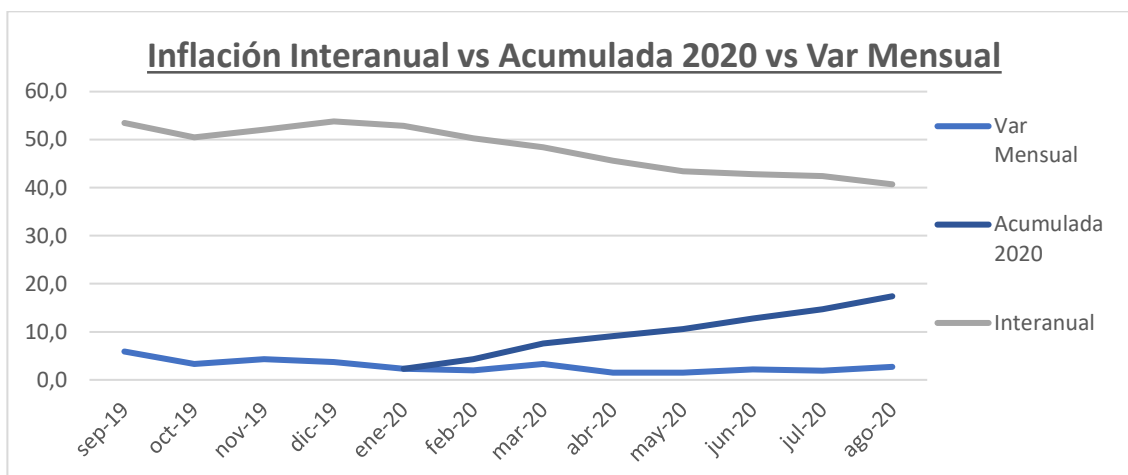
Hasta principios de agosto, nuestro Banco Central llevó inyectado en la economía, la suma de \$1,5 billones de pesos, Esto es un 85% en comparación con todo el año 2019.

La caída de la actividad económica de los últimos seis meses nos lleva a enfrentar una economía donde el “circulante del dinero” (el número de veces que un billete pasa de manos de una persona a otra) se contrae fuertemente. Es por ello que el BCRA decide “compensar” esa menor circulación de dinero, con una mayor cantidad de dinero en la economía.

Esta función anticíclica apunta a lo que comúnmente se le llama “**poner dinero en el bolsillo de la gente**”. El dilema de esta política monetaria es encontrar el momento para “salir” sin que se genere una disparada de precios que eventualmente nos lleve a la tan temida hiperinflación.

Se puede observar que la actividad industrial pasó de una caída del 26,2% interanual en mayo, a 6.6% en junio, en el mes de julio, se observó una pequeña recuperación del 1.7% con respecto al mes de junio, sin embargo, según consultoras privadas³, el mes de agosto vuelve a reflejar una caída interanual del 6.4% y una caída con respecto al mes de julio del 2.8%. Por otro lado, los insumos de la construcción en julio registraron un incremento del 13% con respecto a mismo mes del año anterior. En ocho meses vemos una inflación acumulada del 17,4%, casi nueve puntos menos que el mismo periodo del 2019¹.

¹ Fuente INDEC



Base datos INDEC Sep 2019 a Ago 2020.

(Var interanual 40.7%; Acumulada 2020 17.4%; Mensual 2.7%).

Como vemos en el gráfico, la inflación interanual viene mostrando una constante caída, con una inflación interanual acumulada de 53.8% en septiembre de 2019, a una inflación de 40,7% en agosto del corriente año. En lo que va del ejercicio 2020, la inflación acumulada es del 17,4%, con una guarismo de 2,7% en el ultimo mes².

La situación de las leliq

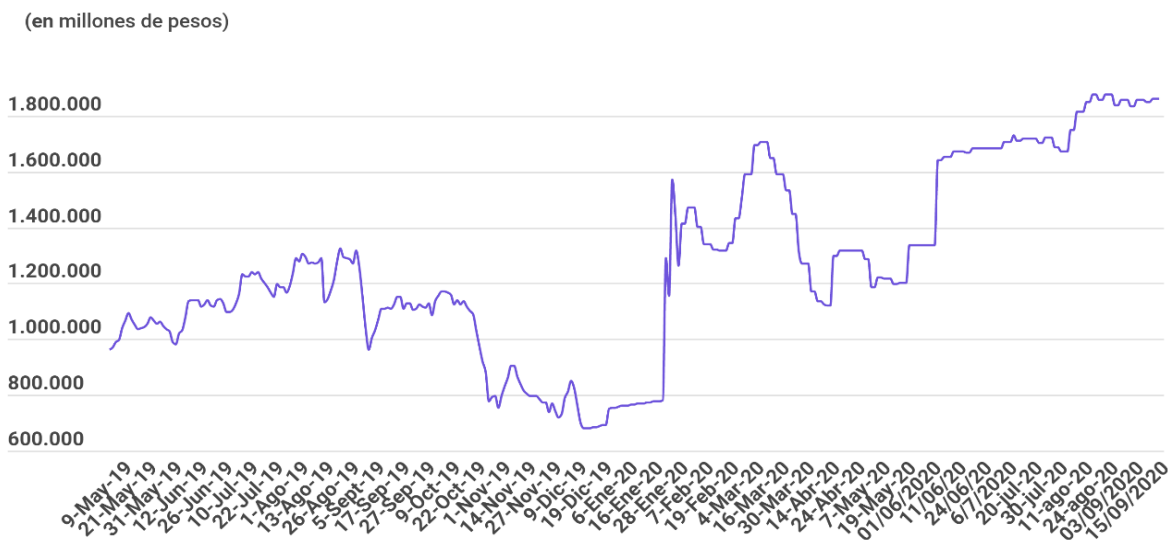
Las leliq (letras de liquidez) funcionan como una herramienta de “esterilización” y hoy se encuentran en torno al 38 % anual. Recordemos que se viene reduciendo la tasa sistemáticamente desde el pico de 86% de principios de septiembre de 2019 y, la expectativa inflacionaria del orden del 42% para el año 2020 convierte a las leliq en un activo muy poco atractivo y, poco efectivo para absorber dinero de la economía.

² Fuente INDEC

³ Fuente Orlando Ferreres y Asoc

Si bien una tasa baja de las leliq (en términos reales) ayuda a la expansión de la economía, una tasa más alta trae aparejada una menor inflación y su correspondiente contracción de la economía. Es decir que, cuando se empieza a disparar la inflación se suele subir el precio de las leliq (y así su tasa de rendimiento) haciendo menos atractivo el dinero en mano. De esta manera, se incentiva a la gente a la “inversión” en estas letras, poniendo freno a la disparada inflacionaria pero al mismo tiempo a la actividad económica.

STOCK DE LELIQ (según datos BCRA al 15/9/20)



Lo primero a destacar, en el cuadro de “Stock de Leliq”, es la absorción agresiva de pesos que hubo en el inicio de 2020, sin poder desarmar este mecanismo financiero, pero atacando de esta manera la disparada de precios. Sin embargo, y debido a la crisis generada por la pandemia, el BCRA ha aplicado en simultaneo las dos herramientas: emisión monetaria y control de la misma (a través de la inyección de letras de liquidez en el mercado). A fines del mes de septiembre se alcanza un stock aproximado de 1.900 millones de pesos (más del 170% desde el 10 de diciembre de 2019).

Es esencial definir la estrategia a utilizar para empezar a hacer más atractiva la inversión en letras, que a su vez ayudará a no generar presión sobre el precio del dólar, sin generar una contracción más fuerte sobre la ya golpeada economía argentina.

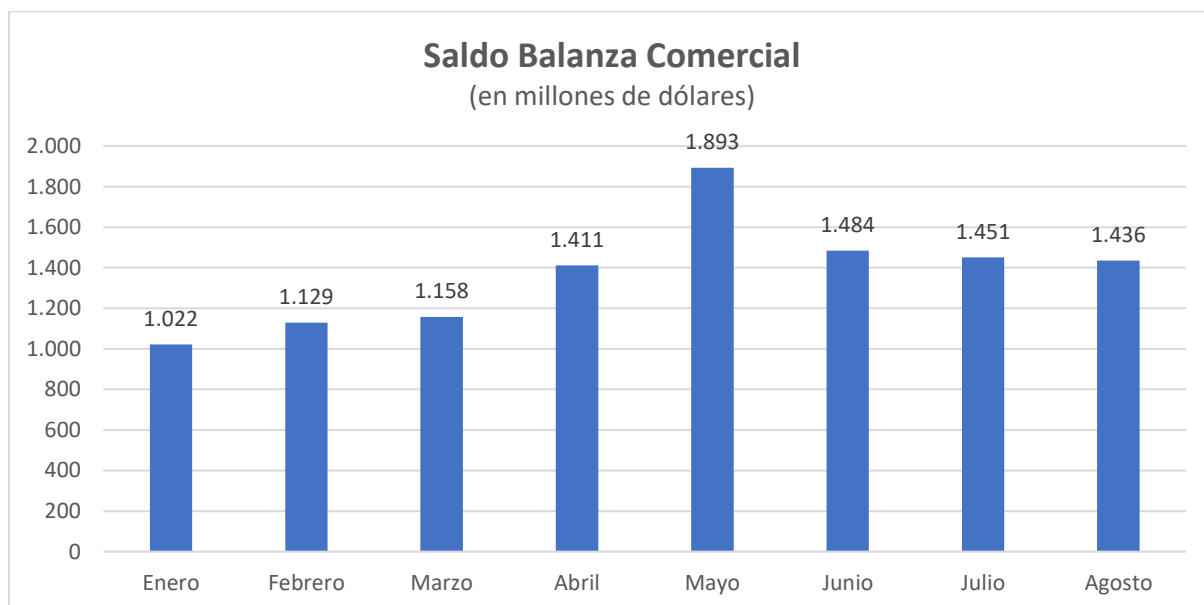
Política Fiscal, Balanza Comercial y Política Cambiaria

La situación actual genera lógicamente la necesidad de una política fiscal expansiva que se traduce en un mayor gasto público del gobierno en infraestructura necesaria para dar respuesta a la pandemia, (mayor) ayuda social (a través de herramientas como el Ingreso Familiar de Emergencia - IFE) y otorgamiento préstamos a tasas subsidiadas, reducción de aportes, entre otras medidas anticíclicas para atenuar el impacto de la crisis para los sector más afectados.

En este mismo contexto, es muy difícil avanzar en una menor carga tributaria en el corto plazo, y obviamente es uno de los temas centrales debatir luego de la crisis con el fin de instrumentar medidas que generen incentivos al desarrollo productivo y comercial.

Esta necesidad de aumentar el gasto sin margen para incrementar los recursos, conduce a la necesidad de emisión monetaria relacionada con esta política fiscal (medida que vemos toman la mayoría de los países en este contexto).

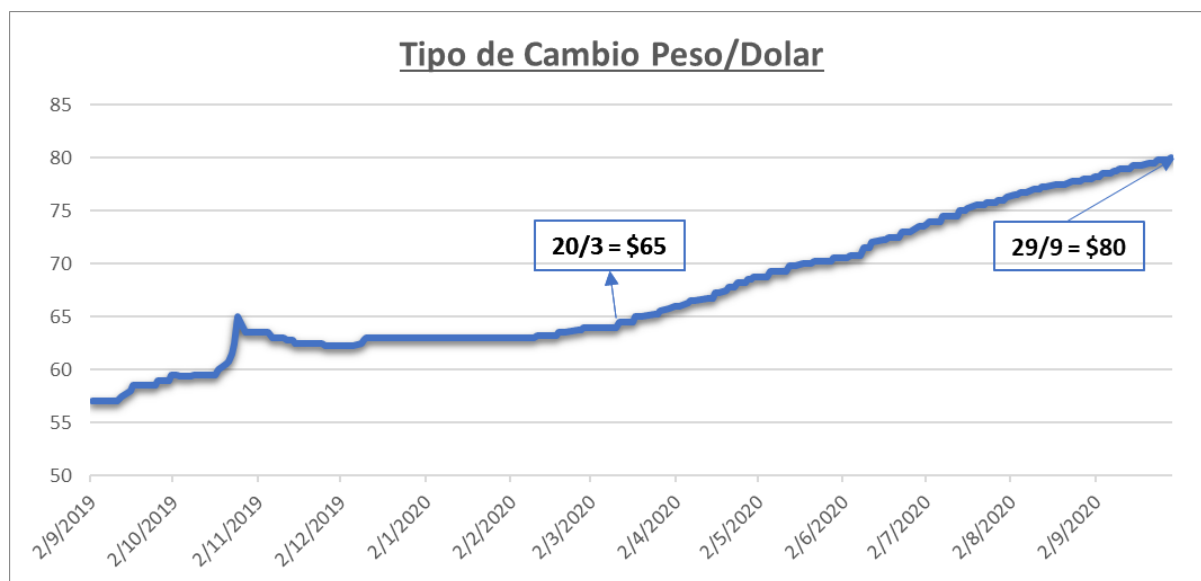
Tal vez enfocarse en la balanza comercial (una de las pocas variables positivas que tiene nuestra economía) sea un buen camino para reforzar lazos con nuestros históricos socios comerciales, y buscar oportunidades en la adversidad de esta pandemia para abrir nuevos mercados y empezar a generar riqueza e ingreso genuino de divisas. El superávit acumulado al mes de agosto de la balanza comercial fue de U\$S 10.984 millones. Como muestra el gráfico, todos los meses el saldo ha sido positivo.



Fuente: INDEC

En este caso, el superávit de la balanza comercial contribuye a mejorar las reservas en moneda extranjera, y brinda un elemento clave en materia de política cambiaria, donde la brecha cambiaria es otro factor que presiona sobre la inflación y es un nuevo tema para resolver.

En términos de política cambiaria en estos últimos días el gobierno ha decidido aplicar una fuerte restricción. Más allá de lograr contener en el corto plazo una disparada inflacionaria, debería apuntar a un plan más ambicioso para conseguir dólares genuinos que ingresen a las arcas de Banco Central.



Fuente: BNA

Podemos observar, que luego de diciembre de 2019, el tipo de cambio se mantuvo (prácticamente) sin movimientos durante más tres meses y, a partir del inicio de la pandemia, se ha ido depreciando suavemente y de manera constante; logrando (hasta el momento) una depreciación del 23% en el periodo marzo- septiembre 2020, con una inflación acumulada del 13,1% durante ese mismo período.

Por su parte, el contado con liquidación reflejó una variación, en el mismo periodo marzo – septiembre de 75% (Dólar MEP 2/3/20 = \$81.28; 28/9/20 = \$142.44).

El jueves 01 de octubre el gobierno ha anunciado nuevas medidas con impacto en la política fiscal, la balanza comercial y la política cambiaria. Apuntan a la industria, al agro, a la minería y a la construcción. Se destacan la reducción de retenciones de forma transitoria, compensaciones y estímulo a pequeños productores, cambios en esquema de derechos de exportación y reintegros al sector industrial, planes exportadores para ahorro de divisas beneficios impositivos para el sector de la construcción, entre otros. Como referencia: disminución de 3 puntos porcentuales (para el mes de octubre) en las retenciones para las

ventas al exterior de granos de soja y sus derivados, bajas de derecho a exportación de bienes finales industriales (al 0%) y la reducción al 8% (partiendo del 12%) sobre los derechos de exportación de metales.³

“El Banco Central de la República Argentina ha anunciado un sendero para el rumbo de la política monetaria que busca e implica una armonización de lo que se conoce como la estructura de la tasa de interés. En el contexto de la pandemia hemos tenido que recurrir al financiamiento del Banco Central de forma amplia y hemos tenido que generar condiciones crediticias para sostener a los distintos sectores de la economía y así poder contener lo mejor posible lo que el Covid-19 nos trajo”, dijo Guzmán.⁴ La nueva estrategia del BCRA apunta a una flotación cambiaria más volátil. *“Hay que mantener la estabilidad del tipo de cambio”,* dijo Guzmán y agregó que *“estas medidas apuntan a múltiples objetivos, uno de ellos es fortalecer las reservas internacionales”*.⁵

Las medidas muestran que el gobierno ha tomado nota del tema. Es muy prematuro analizar el impacto y deberemos estar atentos al mes de octubre para evaluar los verdaderos efectos.

³ <https://www.infobae.com/economia/2020/10/01/el-gobierno-anuncio-un-paquete-de-medidas-para-aumentar-la-oferta-de-dolares-a-traves-de-un-incremento-de-las-exportaciones-y-la-produccion/>

⁴ <https://www.infobae.com/economia/2020/10/01/las-lista-de-nuevas-medidas-economicas-que-anuncio-el-gobierno/>

⁵ <https://www.ambito.com/economia/guzman/estas-medidas-apuntan-multiples-objetivos-uno-ellos-es-fortalecer-las-reservas-n5137286>

Reflexiones Finales

En síntesis, Argentina y el mundo, han hecho de la política monetaria, la principal herramienta gubernamental para paliar este Cisne Negro que se esparció por todas las economías del globo. Dependemos de los reflejos del equipo económico para que, luego de tantísimos años los argentinos podamos decir que ***gracias a una política de emisión monetaria*** la Argentina se ponga nuevamente de pie y camine de una vez por todas y en forma sostenida a los tan esperados crecimiento y desarrollo económico.

Si uno toma las palabras del ministro de Economía, Lic. Martín Guzmán, con respecto a la emisión monetaria: ***"La Argentina no tiene acceso al financiamiento que tienen otras economías con finanzas sanas. Actuamos en una forma inmediata, rápida, con valentía, para asegurar que protegemos de la pandemia a los que caen en situación de vulnerabilidad, a empresas, trabajadores y el saber hacer"***. Se podría deducir que el enfoque que toma el ministro, considera a la emisión monetaria como una herramienta anticíclica. Según sus palabras, no hay posibilidades de hiperinflación en base al monitoreo que hace el gobierno en torno a la posibilidad de un exceso de liquidez en la economía. Debería entonces actuar con la misma celeridad para frenar cualquier posibilidad de escalada de precios sin control.

Luego del acuerdo con los tenedores de deuda, el gobierno tiene la necesidad (y el tiempo) para dedicarse con mayor exclusividad a controlar las variables macro de la economía argentina con la necesaria integración entre la política monetaria, la política fiscal y la balanza comercial. En este sentido los escenarios en materia de política monetaria son:

- Bajar emisión monetaria con altas de rendimiento de las leliq (mayor parte del periodo 2016-2019). Produciría un vaciamiento de pesos del mercado interno pero al mismo tiempo le daría un fuerte golpe a la actividad económica. De ahí la importancia de

incentivar nuestro potencial argentino a través de un incremento en las exportaciones y un control del mercado interno, con metas y control de emisión monetaria claras y definidas, para ayudar a la reactivación, en esta primera etapa.

- Sostener ritmo de emisión monetaria, con una regulación del dinero en la calle a través del stock de Leliq con tasa moderada para amortiguar el impacto en precios. El problema que genera este segundo camino es volver a tener que desactivar en un futuro no muy lejano, una nueva “bola incontrolable” de pagos de intereses por el uso de esta herramienta financiera.

En ambos escenarios es clave que en materia de política fiscal se aplique un fuerte control en el déficit de nuestro presupuesto público tanto fiscal como financiero. Esto se traduce en vivir con lo nuestro y hacer un uso eficiente y efectivo del gasto público, enfocado en las prioridades en políticas públicas, buscando la eficiencia en la (inevitable) ayuda social.

Del mismo modo, la política cambiaria en estos dos escenarios de emisión monetaria, una vez que se logre una relación Peso/dólar competitiva, su depreciación debería acompañar los niveles de inflación de la economía, para justamente no quedar desactualizada y no encontrarnos en un futuro cercano con un “dólar barato” que termine afectando la balanza comercial y la industria nacional.

En síntesis, el contexto no es el mejor, los escenarios son complejos y con derivaciones difíciles de pronosticar. Es por ello que, teniendo en cuenta *que “la emisión monetaria iguala al déficit financiero y es la más alta en los últimos 30 años”*, el gobierno nacional tiene un desafío enorme para lograr la esperada integración entre la política monetaria, la política fiscal y la balanza comercial que nos permita salir de la crisis y comenzar a recorrer un camino de desarrollo.

Con más de 13 años de inflación en dos dígitos y una emisión monetaria sostenida, la Argentina deberá desafiar los conceptos de históricos padres de la economía como David Hume, a quien muchos atribuyen ser quien sembró las semillas de la posterior economía cuantitativa de dinero, donde supo diferenciar los efectos de “que la variación de la cantidad de dinero tiene efectos sobre la actividad y el empleo, *es decir, efectos reales*”; y su argumento nos recuerda mucho a la Teoría general de Keynes: ante un estímulo monetario, los precios suben lentamente, pero los salarios nominales son rígidos, y ello es un incentivo para aumentar la ocupación y la producción de cada empresa. Esperemos, esta vez, que nuestro país sepa utilizar esta herramienta monetaria como impulso, pero que no termine arrasando, una vez más, las esperanzas de entrar en un círculo virtuoso de crecimiento sostenido.



ALEJANDRO BALBO

Licenciado en Economía de la Universidad Católica de La Plata, 15 años Docente de la Catedra Moneda Crédito y Bancos (UCALP). Especializado en temas de Presupuesto Público Nacional. Desempeñó cargos de Coordinación y Dirección de Finanzas en diversos Organismos Públicos (Ministerio de Industria y Comercio Exterior – GCABA; Secretaría de Obras Públicas de la Nación; Ente Tripartito Acumar). Actualmente se desempeña en el equipo de Auditoría Interna de la Sociedad de Operaciones Ferroviaria S.E.