

# PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

---

22 DE JUNIO DE 2021



**Guido Lorenzo**

*Director Ejecutivo*

[g.lorenzo@lcsa.com.ar](mailto:g.lorenzo@lcsa.com.ar)

**Melisa Sala**

*Economista jefe*

[m.sala@lcsa.com.ar](mailto:m.sala@lcsa.com.ar)

**Victoria Urdangarin**

*Economista*

[v.urdangarin@lcsa.com.ar](mailto:v.urdangarin@lcsa.com.ar)

**Bautista Bassi**

*Analista*

[B.bassi@lcsa.com.ar](mailto:B.bassi@lcsa.com.ar)

**lcsa.**

Costa Rica 4165 –CABA

(+5411) 4862 8992

[www.lcsa.com.ar](http://www.lcsa.com.ar)

[info@lcsa.com.ar](mailto:info@lcsa.com.ar)

## Editorial

### *Mejor de lo esperado, pero aún en problemas.*

1. En línea con la dinámica fiscal, la política monetaria sigue en modo contractivo. Todos los agregados crecen por debajo de la inflación interanual, principalmente los que tienen que ver con el dinero transaccional (M2 y Circulante).
2. A pesar de una leve expansión de la base monetaria en los primeros días de junio (menor al 2% ia), en el año hay un crecimiento menor del pasivo monetario. Pero no es sólo por apéndice de la política fiscal, sino por caída de la demanda de dinero que el circulante y los depósitos no crecen. Así lo refleja el crecimiento de los pasivos remunerados que alcanzaron un máximo de 11,5% del PBI.
3. El efecto de la menor demanda de dinero en conjunto con un mayor ritmo de actualización de precios debe ser visto con atención. La literatura ya ha demostrado que mismas situaciones deficitarias se pueden alcanzar con o sin inflación elevada dependiendo de la actualización de las expectativas y lo elástico de la demanda de dinero. Lo primero parecía anclado, pero con las negociaciones paritarias que se abren podría empezar a ejercer presión.
4. La inactiva política de esterilización muestra resultados que parecen asombrosos: sin alterar la tasa de interés en el acumulado anual sigue siendo la principal fuente de contracción de base monetaria. Sucede que el mercado de fondos prestables se encuentra completamente roto, estamos en un mercado puramente transaccional.
5. Con una inflación interanual que llega casi al 50% la represión financiera se siente y así lo refleja la escasa dinámica de depósitos a plazo. Además de la migración a depósitos indexados, se realizan a un plazo mínimo, inferior a los 60 días.
6. Por otro lado, esa política está teniendo un costo creciente y la principal vía de emisión actualmente son los intereses de Leliqs y Pases. \$25 mil millones de pesos semanales que salen por esta partida y que ya duplica en monto erogado por el mismo concepto en diciembre 2019. El desarme de estos pasivos convertidos en fondos para financiar al fisco mediante la posibilidad de integrar encajes ayuda a descomprimir, pero se hace desde niveles muy elevados. Asumiendo un escenario optimista, todo lo demás constante, el ratio de pases y leliqs a PBI podría bajar en 1,2 puntos del PBI por esta medida.
7. Las reservas netas siguen mejorando y alcanzan 2,5% del PBI. Acumulan USD 3,8 MM desde diciembre. Con ese monto alcanza con creces para hacer el pago al Club de París, pero el BCRA parece dispuesto a guardar ese colchón para intervenir ante una eventual tensión en el mercado del dólar libre.
8. En caso de que la política domine a la disciplina fiscal, el desborde monetario podría alcanzar los USD 7,000 M y para ello se necesitará ese poder de fuego.
9. El panorama para el cortísimo plazo no luce tan estresado como se suponía a principio de año. Sin embargo, la falta de la recuperación del crédito, la represión financiera, la posición aún precaria de reservas internacionales y un riesgo país en niveles de default no logran despertar entusiasmo más allá del 2021.

## Editorial

### *Mejor de lo esperado, pero aún en problemas.*

10. La brecha en niveles altos mostraría un tipo de cambio real muy elevado en la comparación histórica. Sin embargo, cuando se analiza a la luz del balance del BCRA está en niveles acorde a la débil posición de divisas y la acumulación excesiva de pasivos.
11. Los niveles de brecha actuales son soportables en tanto se sienta que la situación está 'bajo control' pero siempre el riesgo de tener que pulsar con el mercado existe y el BCRA está guardando su escaso poder de fuego para ello.



## Índice

1  
Mercado de  
Dinero

2  
Reservas  
internacionales

3  
Mercados de  
cambios

4  
Tasas de interés

5  
Préstamos y  
depósitos

6  
Indicadores  
del sistema  
financiero

7  
Mercado de  
deuda

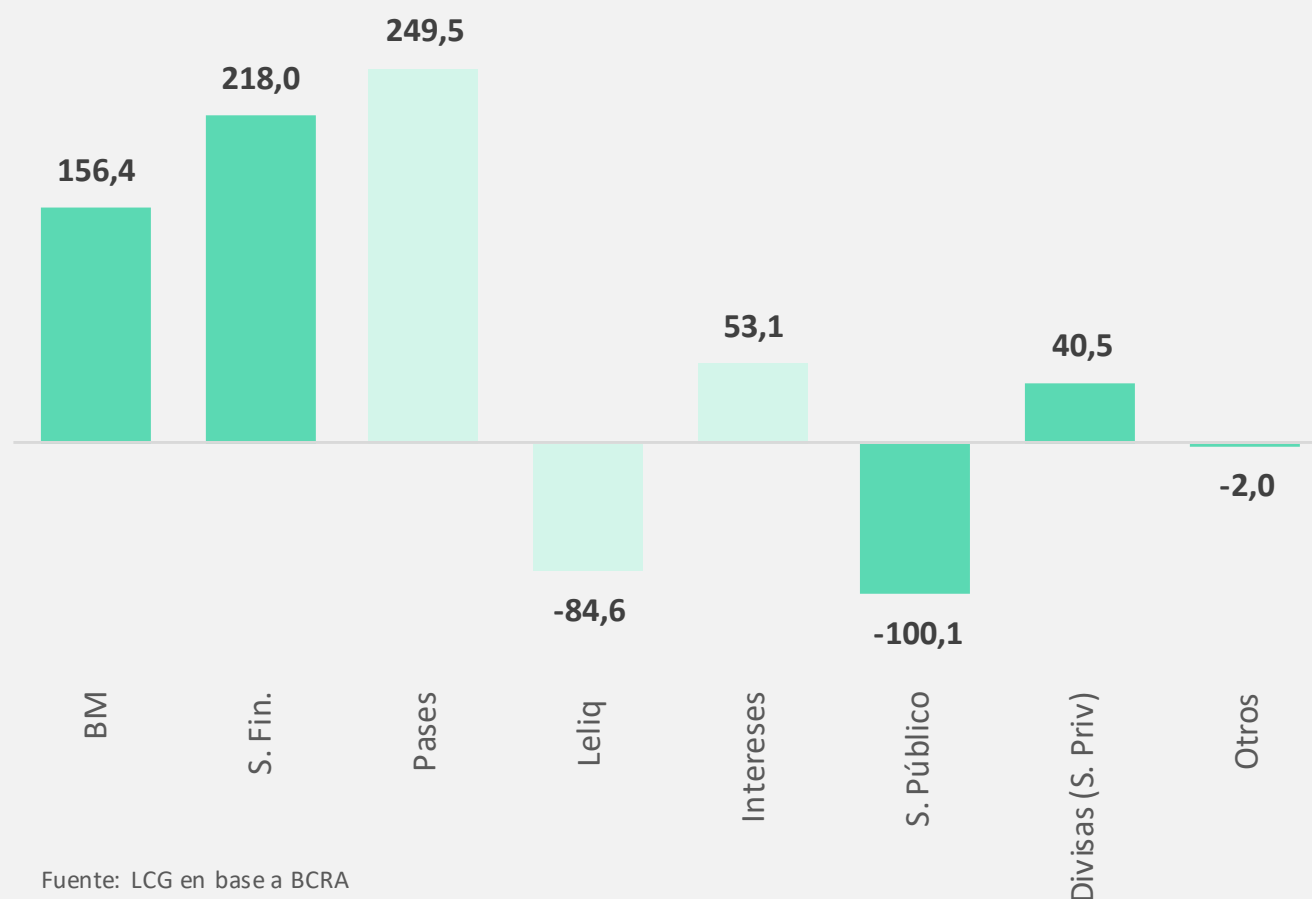
8  
Fondos  
Comunes de  
Inversión

Mercado de dinero

Base monetaria, factores de explicación

Factores de explicación de la base monetaria

ASR MM. Acum. en el mes. Datos al 14 de junio



Fuente: LCG en base a BCRA

Factores de expansión de la base monetaria

ARS MM

	Acum. Mes 14-jun.-21	Último mes cerrado 31-may.-21	Acumulado anual
<b>Base monetaria</b>	<b>156,4</b>	<b>147,1</b>	<b>203,3</b>
S. Financiero	218,0	-23,7	-200,2
Pases	249,5	-237,1	-350,0
Leliq	-84,6	108,9	-363,7
Intereses	53,1	104,5	513,4
S. Público	-100,1	-3,6	-53,9
Compra/ Vta divisas	40,5	196,4	567,1
Otros	-2,0	-22,0	-109,6

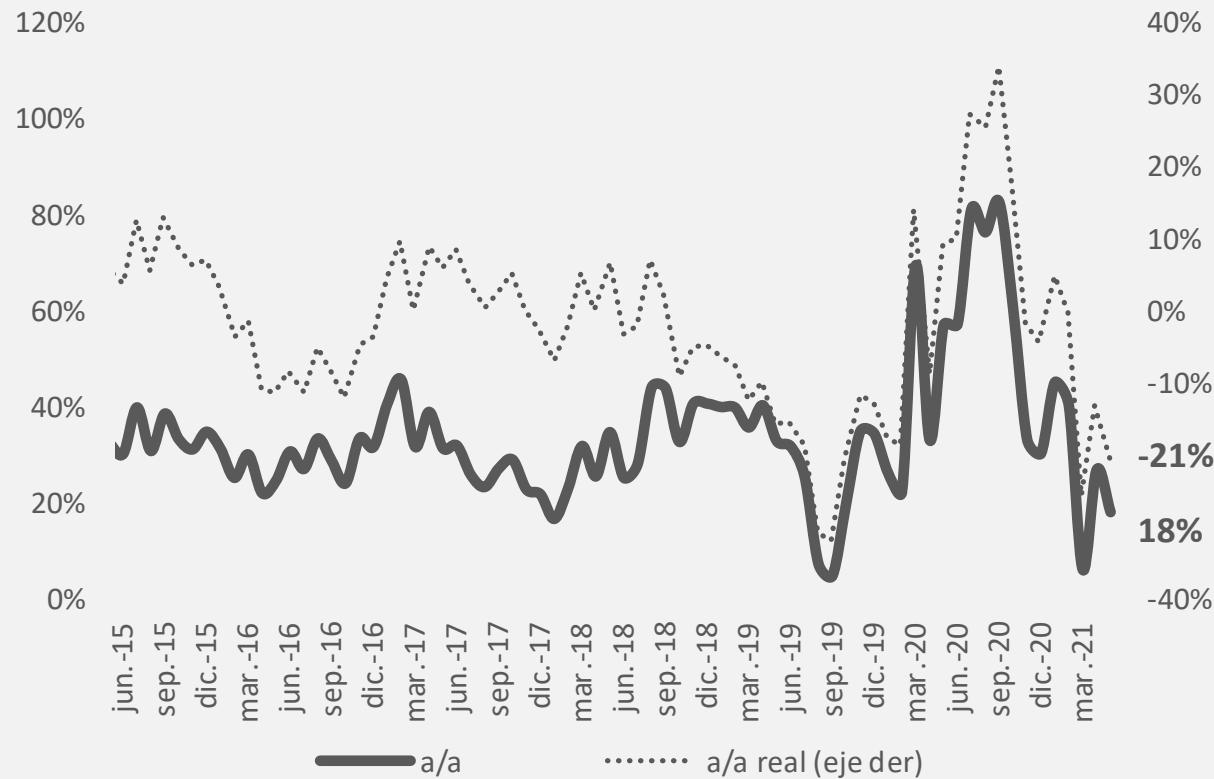
Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de dinero

Agregados monetarios, crecimiento anual

Base monetaria

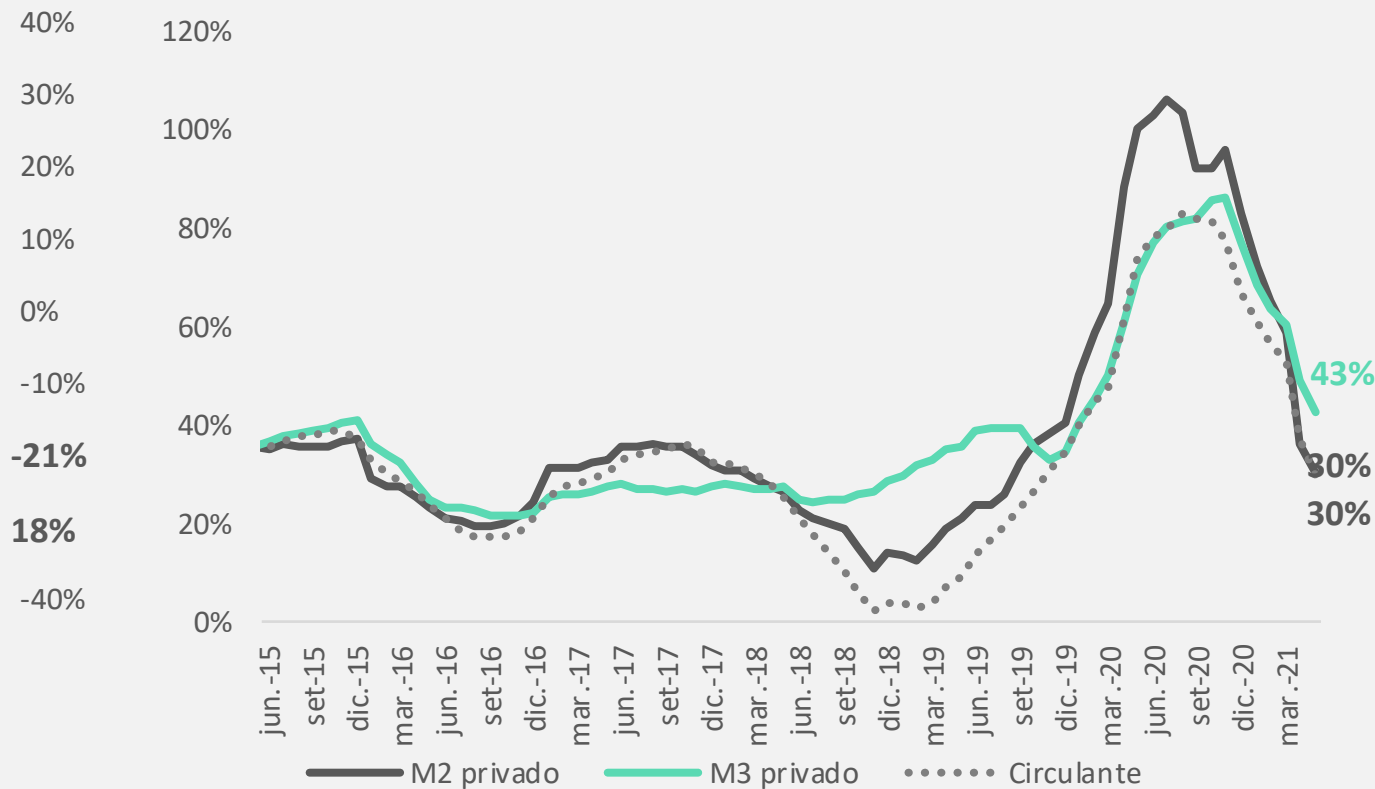
a/a fin de mes, último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

Agregados monetarios

a/a promedio mensual, último mes cerrado



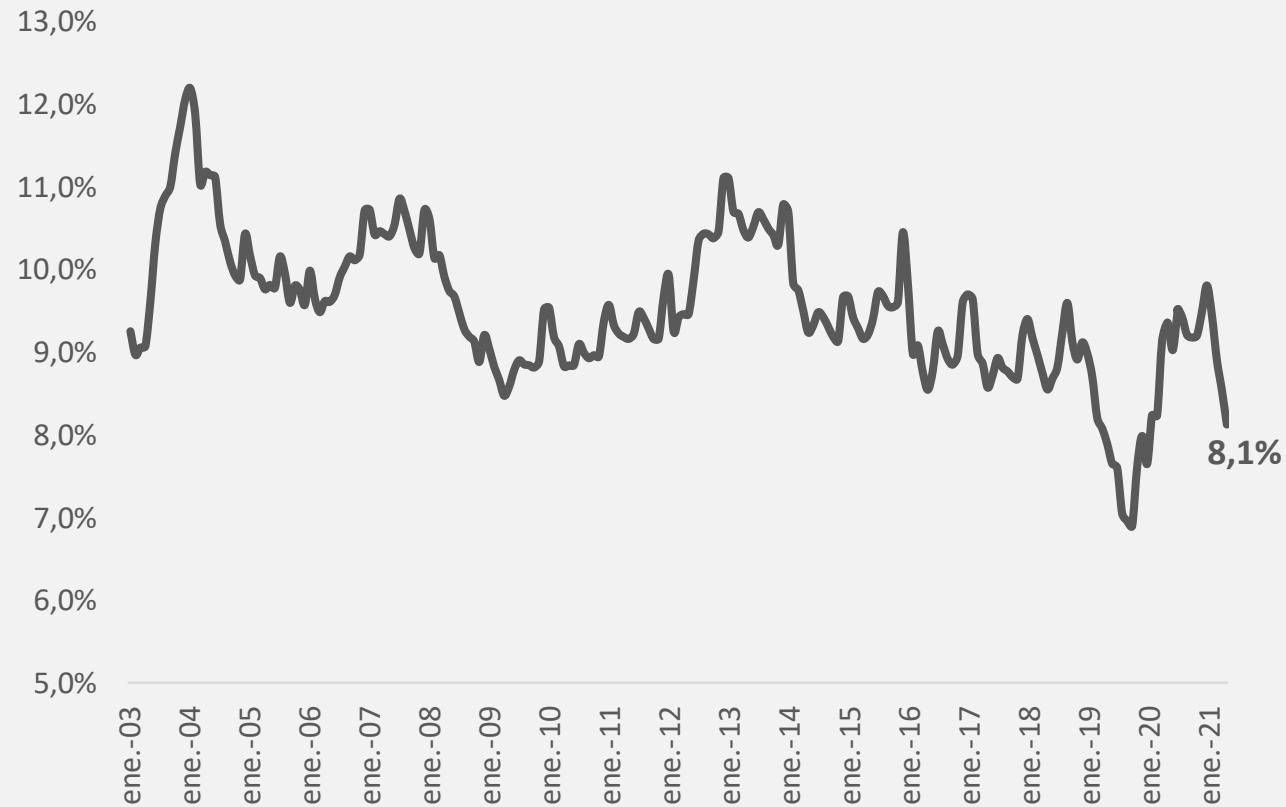
Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de dinero

Agregados monetarios, en % del PBI

Base monetaria

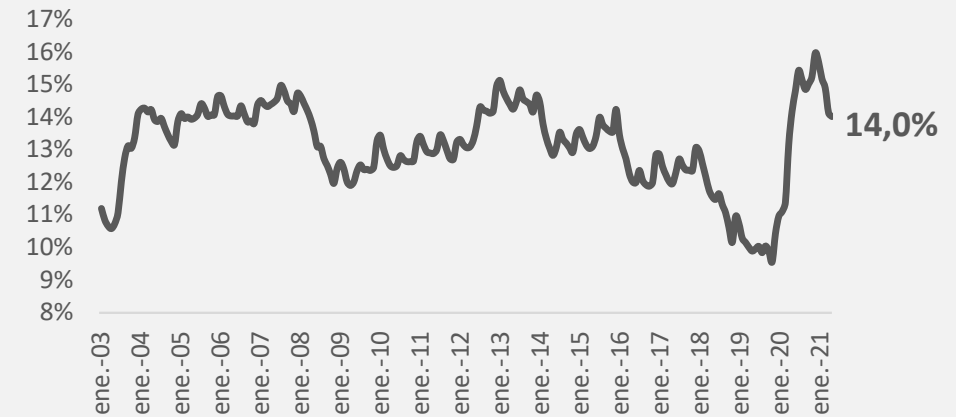
% PBI; hasta último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

M2 privado

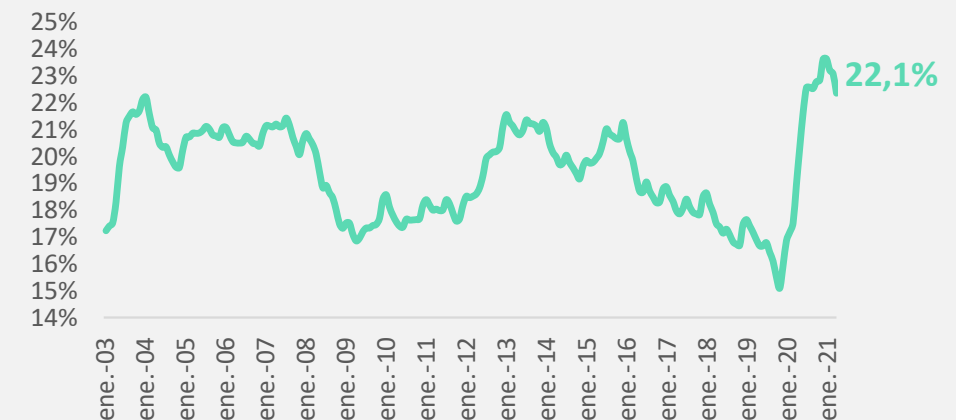
% PBI; hasta último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

M3 privado

% PBI; hasta último mes cerrado

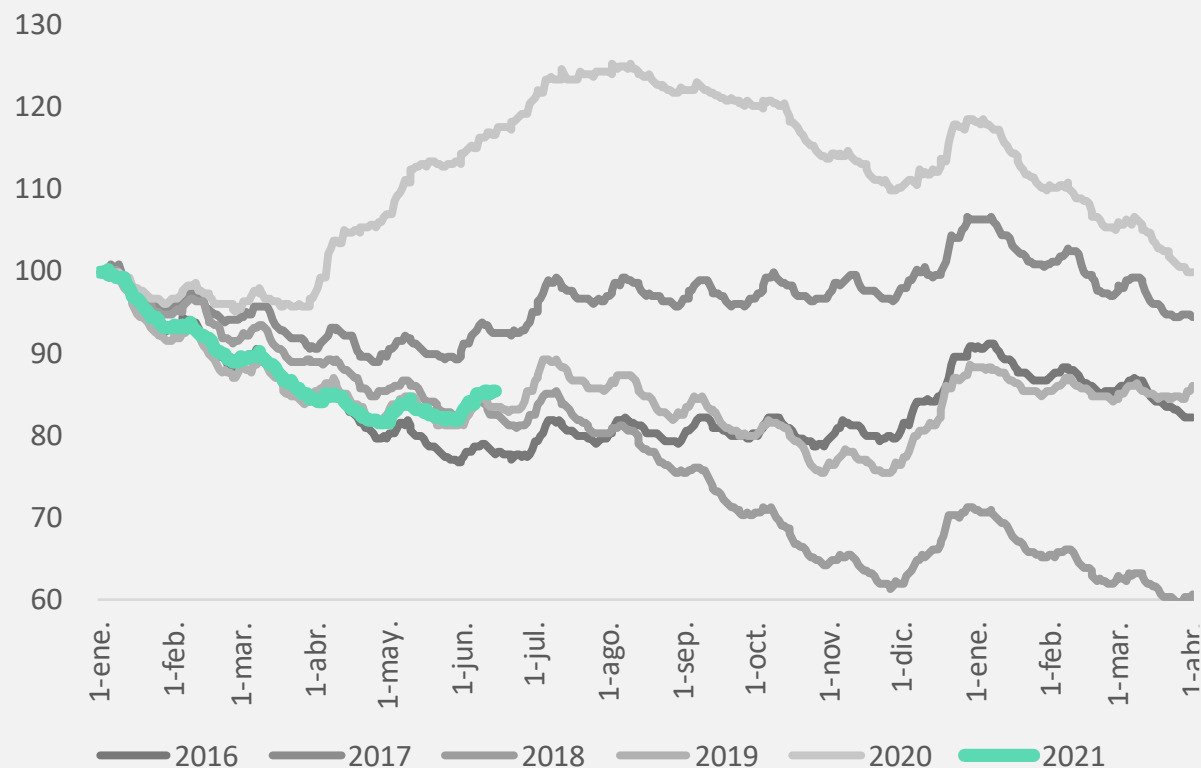


Fuente: LCG en base a BCRA

## Agregados monetarios, en términos reales

### Circulante (a precios constantes)

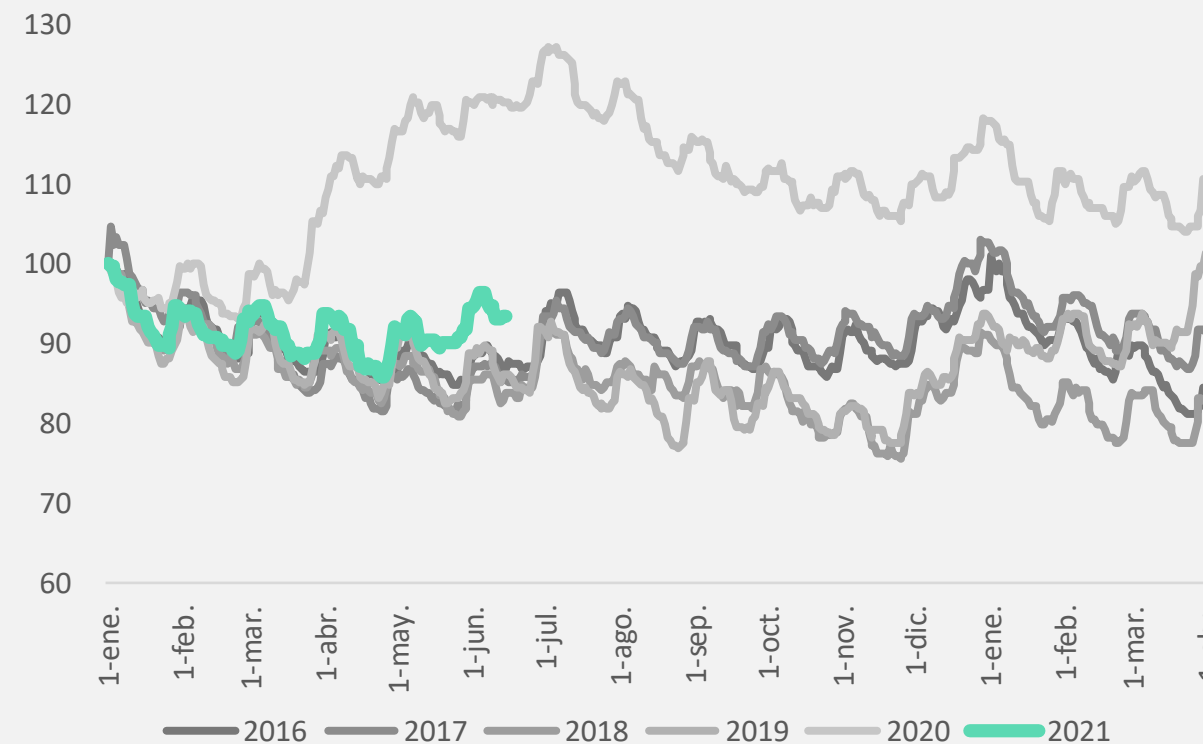
Base 100= 1-ene



Fuente: LCG en base a BCRA

### M2 privado (a precios constantes)

Base 100= 1-ene

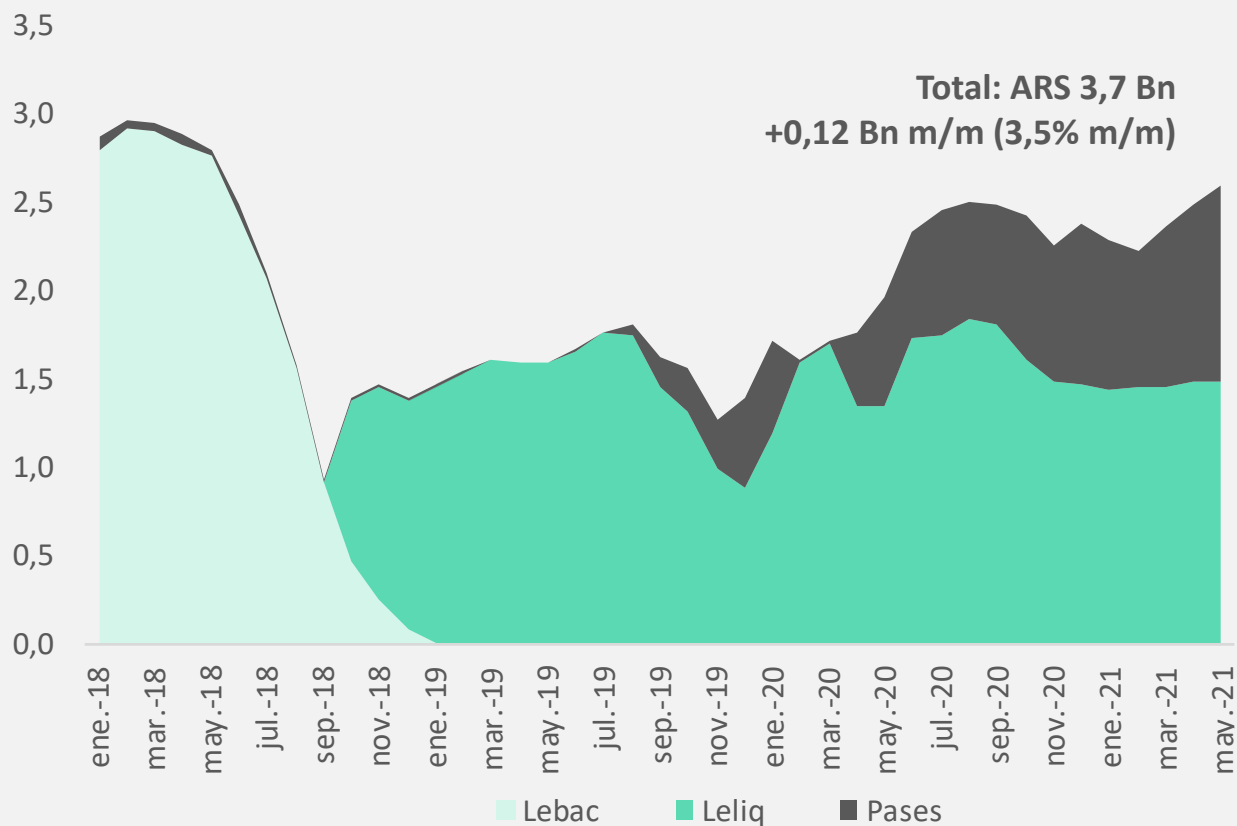


Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de dinero

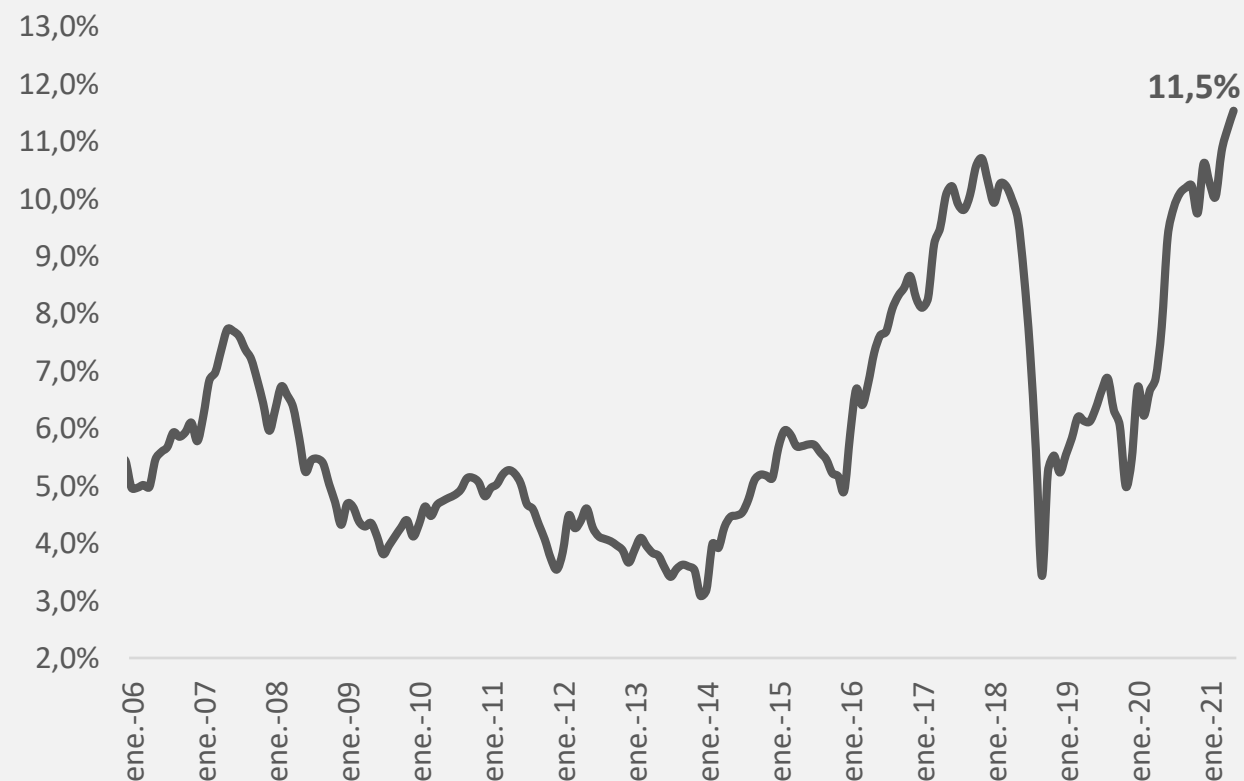
Pasivos remunerados del BCRA

**Pasivos remunerados del BCRA**  
ARS Bn del último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

**Pasivos remunerados del BCRA**  
% PBI. Hasta último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de dinero

Financiamiento al Tesoro

**Adelantos transitorios**

\$ MM

	Stock	m/m	Límite máx.	Margen
ene-21	1.260	0	1.601	341
feb-21	1.260	0	1.628	368
mar-21	1.395	135	1.653	258
abr-21	1.450	55	1.643	193
may-21	1.450	0	1.628	178

**PROYECCION dic-2021 >>>>**

**2.014**

**Margen disponible >>>>**

**563**

**Resultado cuasifiscal**

\$ MM

	Transf. Mensual	Acum.
ene-21	0	0
feb-21	0	0
mar-21	0	0
abr-21	0	0
may-21	50	50

**MONTO POTENCIAL AL TRANSFERIR >>**

**553**

**Margen disponible >>>>**

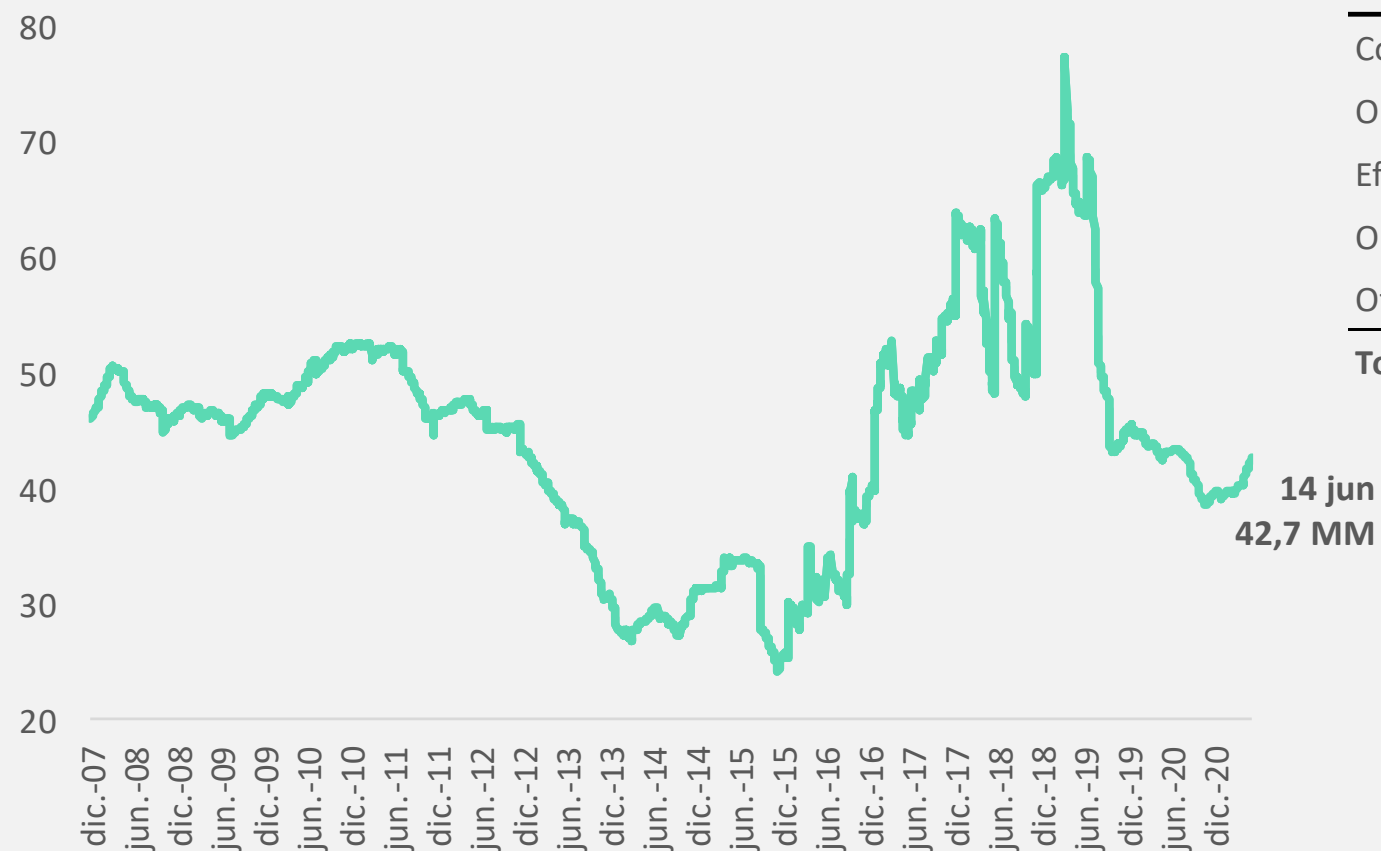
**503**

Reservas internacionales

Reservas internacionales

Reservas Internacionales

USD MM



Fuente: LCG en base a BCRA

Factores de explicación de Reservas internacionales

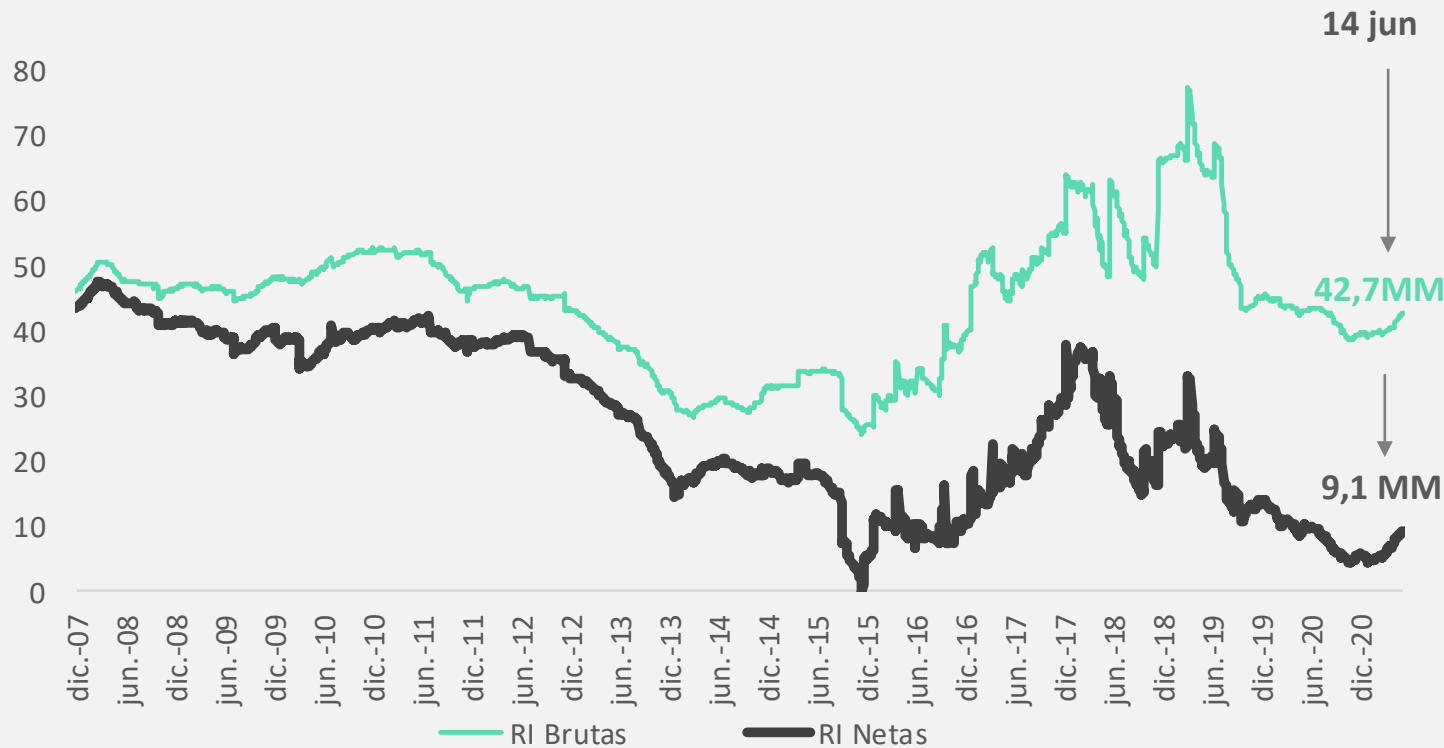
USD M	Acum. en el mes		Acum. 2021
	14-jun.	31-may.	
Compra/ventas de divisas	2.515	2.089	6.155
Organismos Internacionales	-406	-409	-1.243
Efectivo mínimo	228	-434	-150
Operac. Sector Público	-120	-81	-711
Otros	241	443	-717
<b>Total</b>	<b>2.457</b>	<b>1.609</b>	<b>3.333</b>

Reservas internacionales

Reservas internacionales netas

Reservas Internacionales

USD MM



Fuente: LCG en base a BCRA

Reservas internacionales

USD MM

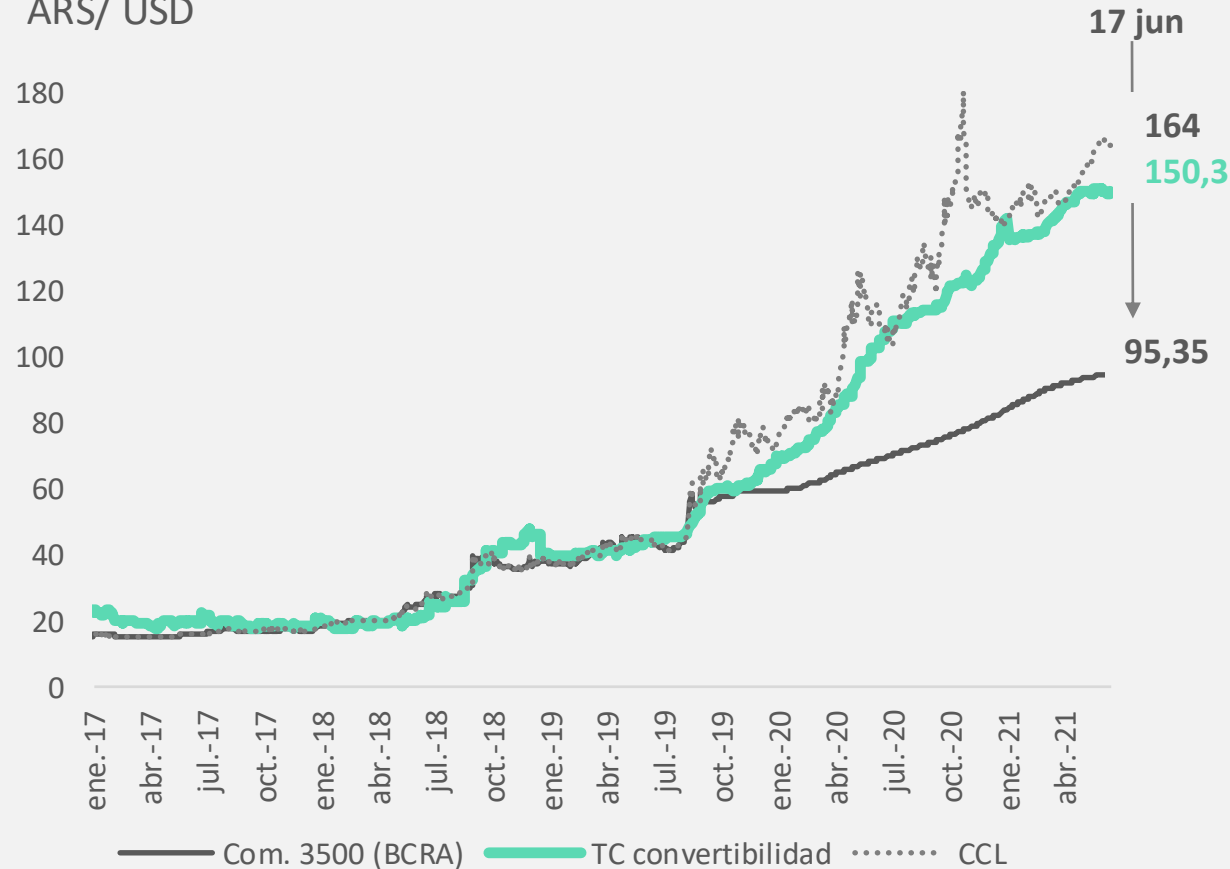
	14-jun.-21	31-may.-21	30-dic.-20
<b>RI Brutas</b>	<b>42,7</b>	<b>41,9</b>	<b>39,4</b>
% PBI	11,8%	11,5%	8,9%
Encajes	10,5	10,1	10,8
Swap con China	20,0	20,0	20,0
Otros Org. Internacionales	3,2	3,2	3,2
<b>RI Netas</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>5,4</b>
% PBI	2,5%	2,4%	1,2%
Oro	3,8	3,8	3,8
DEG	2,9	2,9	2,9
<b>RI de rápida disponibilidad</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,2</b>
% PBI	0,7%	0,5%	-0,3%

Reservas internacionales

Balance resumido del BCRA

Tipo de cambio de convertibilidad\* vs. FX oficial y CCL

ARS/ USD



Fuente: LCG en base a BCRA. \* Base monetaria + Pasivos remunerados/Reservas

Balance resumido del BCRA

USD MM

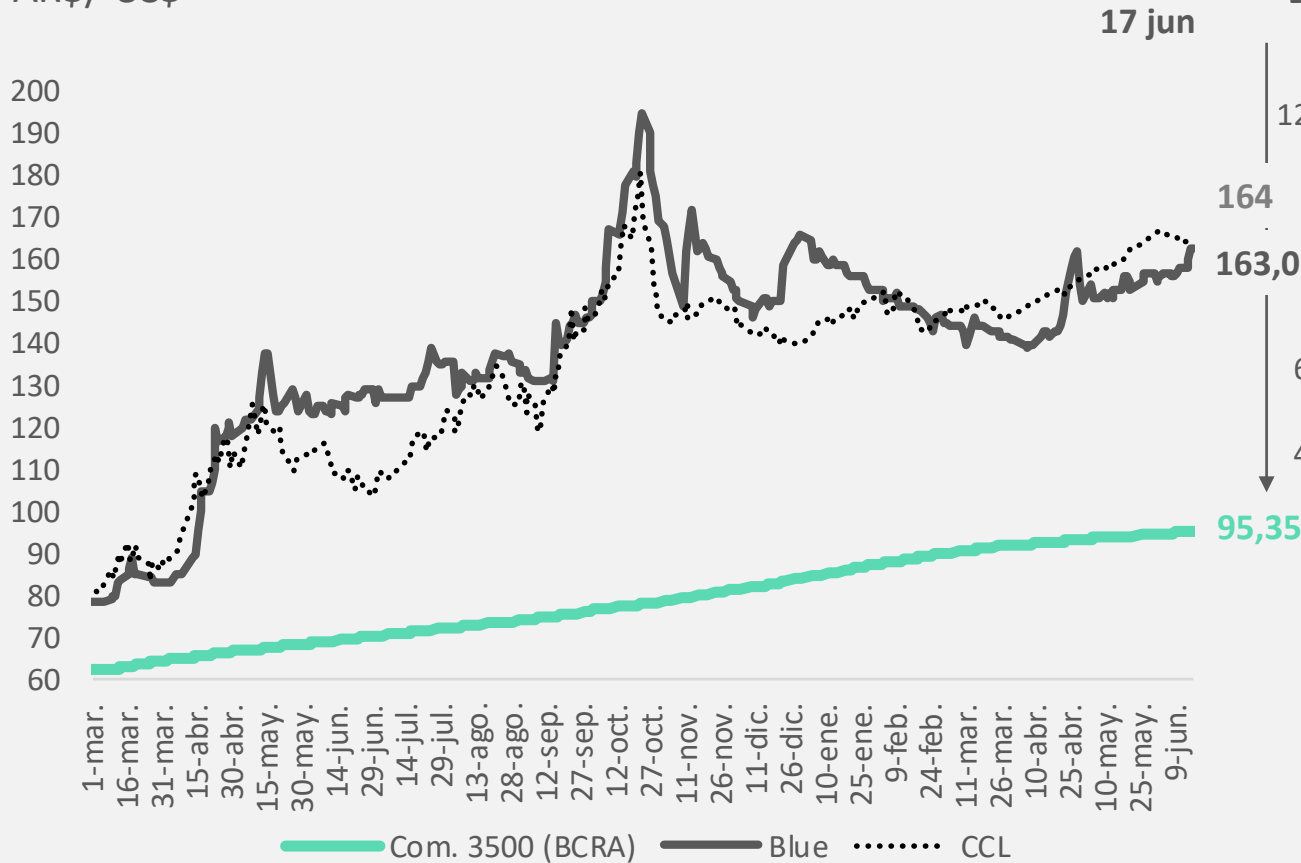
	31-may-21	31-may.-20	31-dic.-20	Δ Interanual	Δ Acum 2021
<b>Activo</b>	<b>165,4</b>	<b>158,6</b>	<b>159,1</b>	<b>7</b>	<b>6</b>
Reservas Internacionales	41,9	42,6	39,4	-1	2
Letras intransferibles	53,4	53,3	53,4	0	0
Otros Títulos Públicos	7,6	7,0	7,9	1	0
Adelantos Transitorios	15,3	17,0	15,0	-2	0
Otros Activos	47,2	38,8	43,4	8	4
<b>Pasivo</b>	<b>156,9</b>	<b>136,2</b>	<b>142,8</b>	<b>21</b>	<b>14</b>
Base Monetaria	26,6	31,1	29,4	-5	-3
Leliqs y Pases Pasivos	81,9	61,9	71,8	20	10
En poder de los bancos	32,5	30,2	36,3	2	-4
Utilizados como garantías	49,4	31,7	35,5	18	14
Depósitos del Gobierno	19,7	21,4	22,6	-2	-3
Encajes USD	10,1	11,2	10,9	-1	-1
Deuda con OIs	3,2	2,7	3,2	0	0
Otros pasivos	15,5	7,9	5,0	8	10
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>8,5</b>	<b>22,5</b>	<b>16,4</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>

Mercado de cambios

Tipo de cambio spot

FX

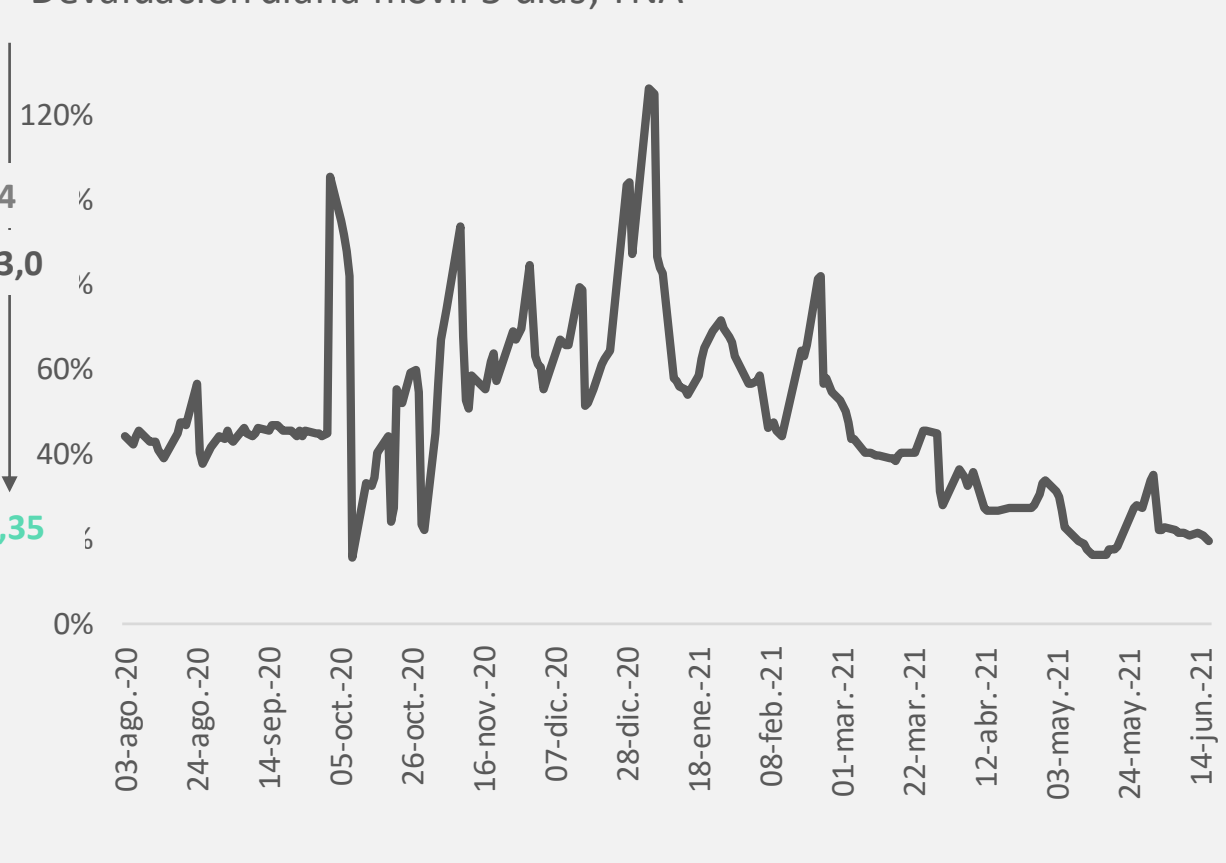
AR\$/ US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

FX

Devaluación diaria movil 5 días, TNA



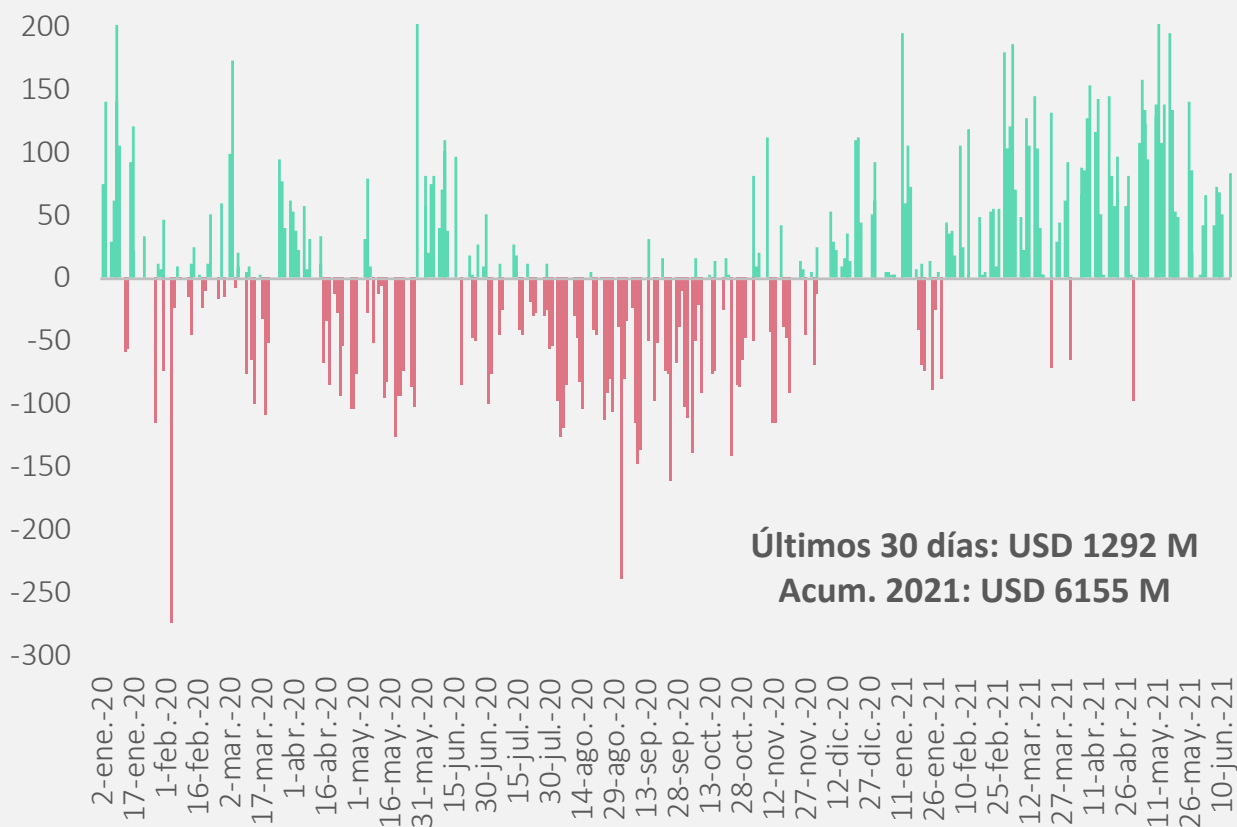
Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de cambios

Brecha cambiaria

BCRA: compra de divisas

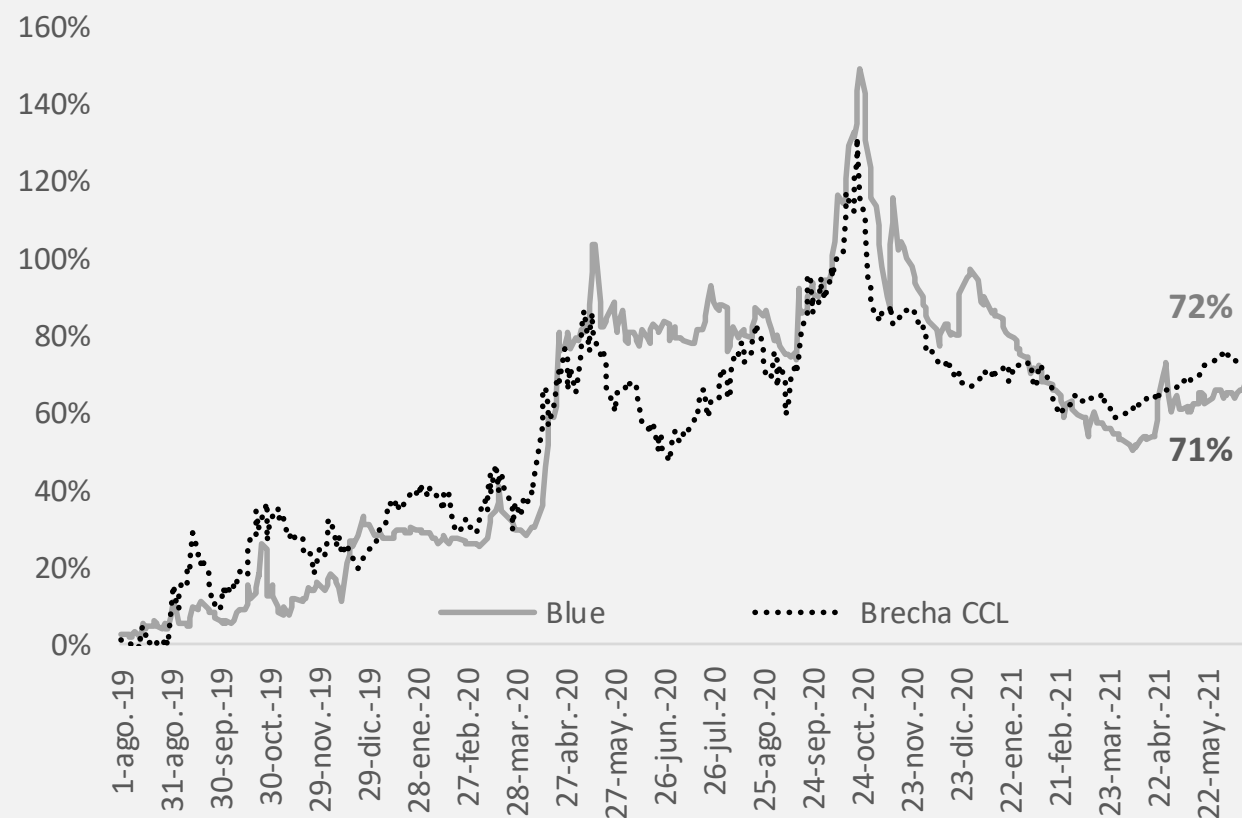
USD M



Fuente: LCG en base a BCRA

Brecha Cambiaria

% respecto al oficial



Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de cambios

Futuros del tipo de cambio

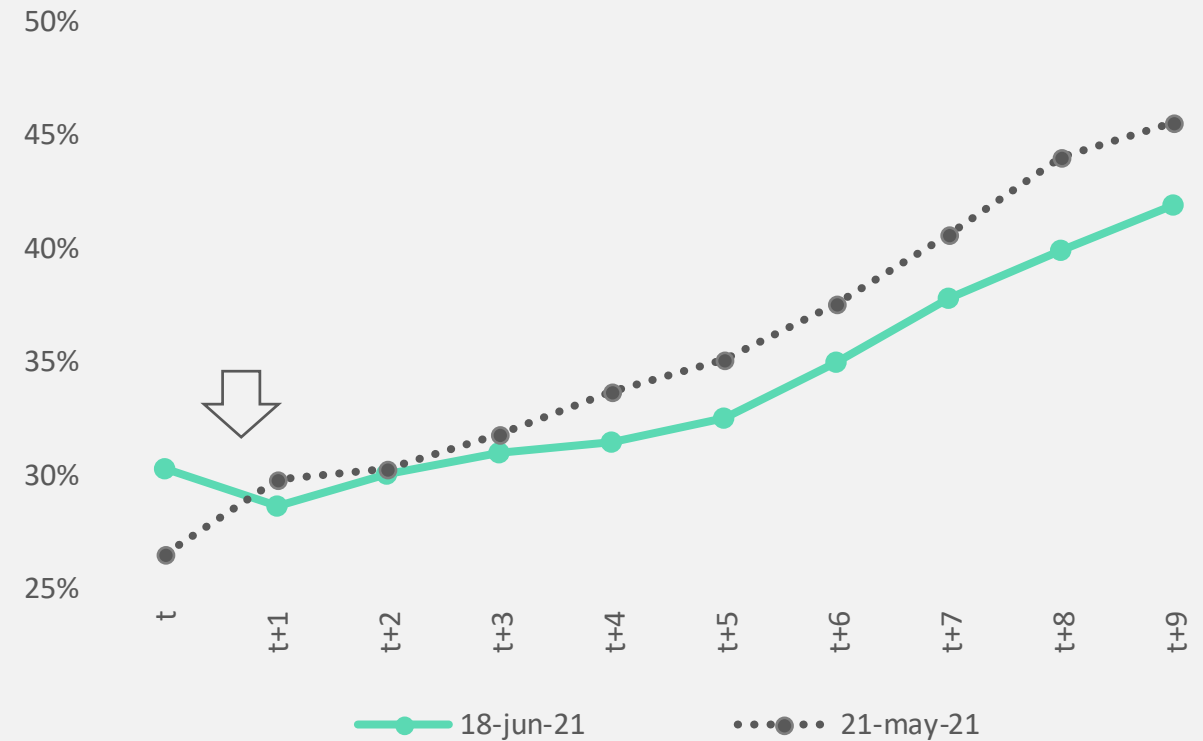
**Futuros Rofex**  
ARS/USD



Fuente: LCGen base a ROFEX

**Futuros Rofex**

Tasa de devaluación implícita. % anualizado



Fuente: LCGen base a ROFEX

Interés abierto al 18-jun: USD 2,5 Bn

### Principales monedas del mundo

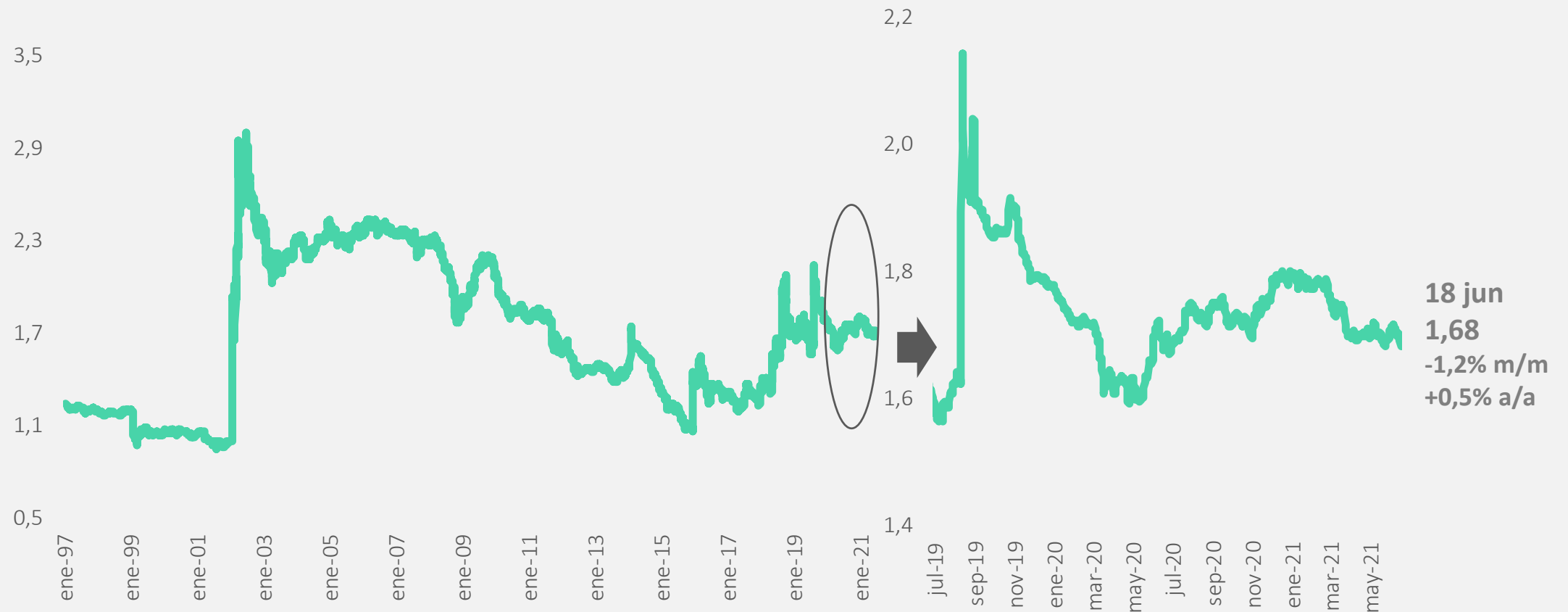
Mon. /USD

	22-jun.-21	Acum. Mes		Acum. Mes previo		Acum. 2021	
<b>Monedas de la región</b>							
Real (Brasil)	\$ 5,06	-2,9%	↓	-2,7%	↓	-2,3%	↓
Peso mexicano	\$ 20,63	3,6%	↑	-0,7%	↓	3,3%	↑
Peso colombiano	\$ 3.753	1,2%	↑	0,0%	↓	8,0%	↑
Peso uruguayo	\$ 43,74	-0,1%	↓	0,0%	↑	4,1%	↑
Peso chileno	\$ 746,17	2,9%	↑	2,8%	↑	4,9%	↑
Peso argentino (Ref. BCRA)	\$ 95,37	0,9%	↑	1,1%	↑	13,5%	↑
<b>Demás monedas</b>							
Yuan Renminbi (China)	\$ 6,46	1,5%	↑	-1,6%	↓	-0,9%	↓
Dólar australiano	\$ 1,33	2,7%	↑	0,8%	↑	1,5%	↑
Dólar canadiense	\$ 1,24	2,9%	↑	-1,7%	↓	-3,0%	↓
Libra esterlina	\$ 0,72	2,7%	↑	-1,8%	↓	-2,5%	↓
Euro	\$ 0,84	2,7%	↑	-0,7%	↓	3,1%	↑
Nueva lira turca	\$ 8,72	1,9%	↑	4,2%	↑	18,1%	↑
Yen (Japón)	\$ 110,16	0,3%	↑	0,8%	↑	6,4%	↑

Fuente: LCG en base a Bloomberg

### Tipo de cambio real multilateral

Índice base dic-01=1



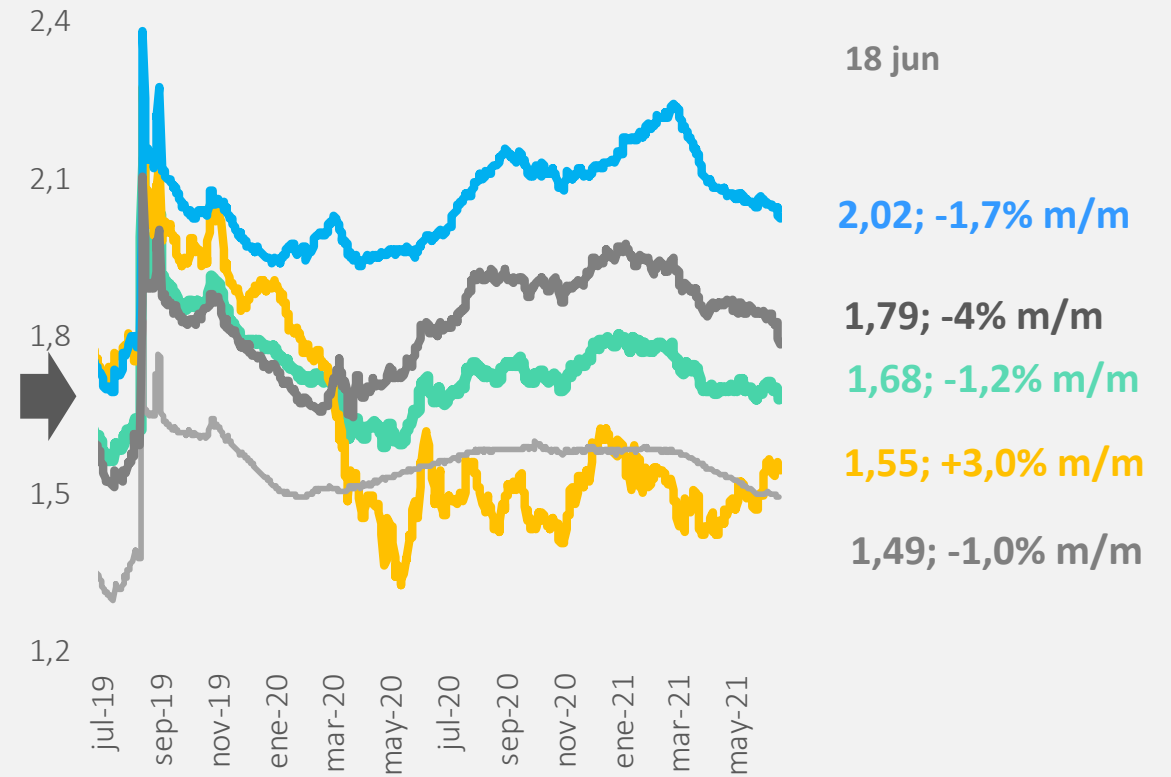
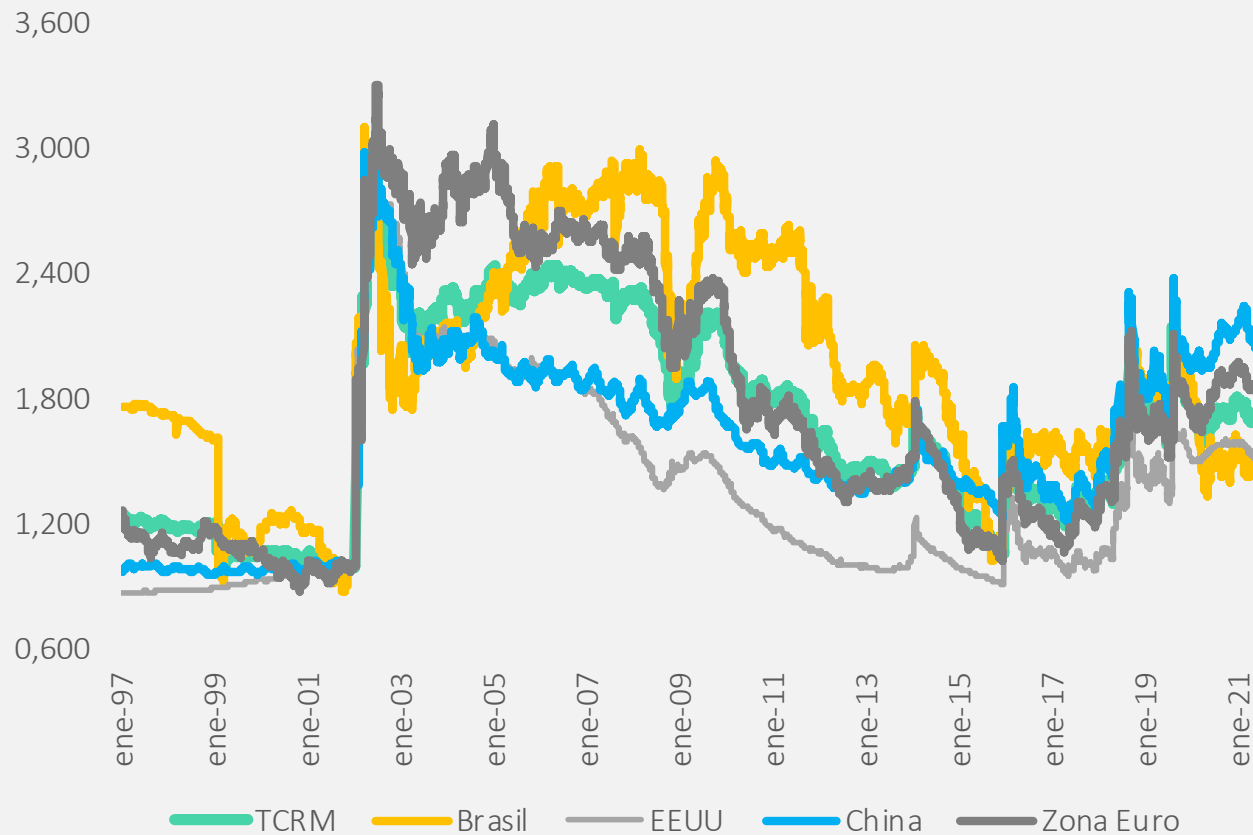
Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de cambios

Tipo de cambio real, principales socios comerciales

Tipo de cambio real multilateral

Índice base dic-01=1



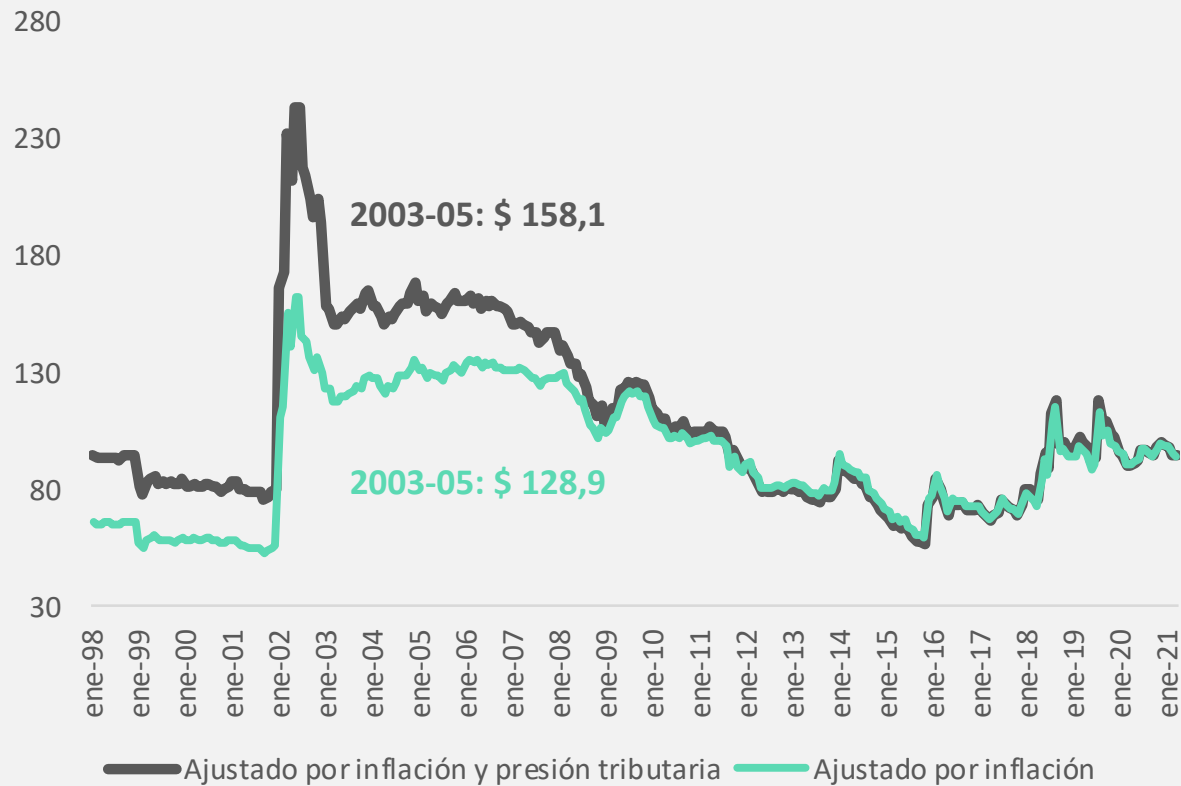
Fuente: LCG en base a BCRA

Mercado de cambios

Tipo de cambio a precios de hoy

FX ajustado por inflación

\$ del último mes



Fuente: LCG

FX necesario para retomar niveles de ...

AR\$/US\$

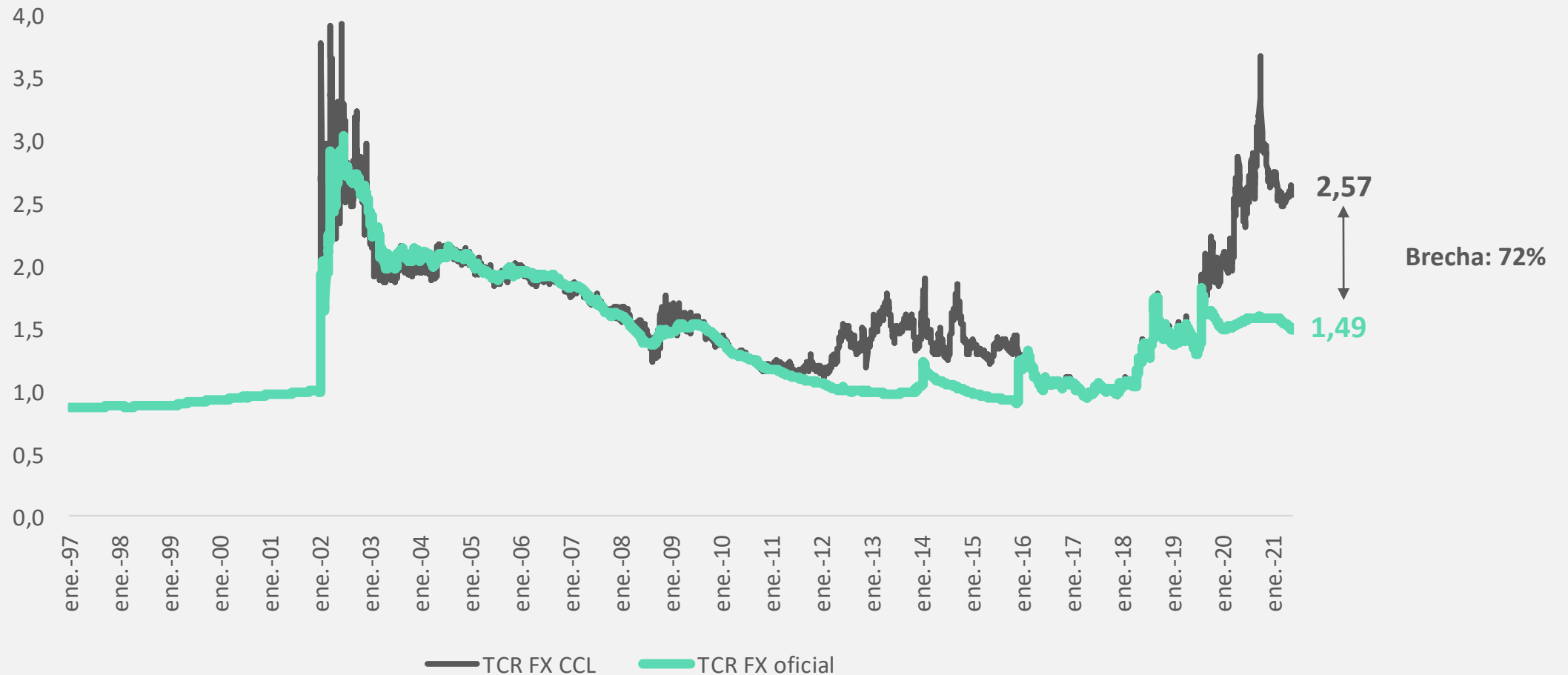
	FX necesario para recuperar competitividad de ...		Mismo cálculo pero ajustado por presión tributaria	
	AR\$/ USD	var %	AR\$/ USD	var %
2003/2005	<b>128,9</b>	35%	<b>158,1</b>	66%
2007/11	<b>114,6</b>	20%	<b>120,9</b>	27%
3T-11 (previo al cepo)	<b>98,2</b>	3%	<b>99,5</b>	4%
2012 (último año c/ eq. comercial)	<b>85,0</b>	-11%	<b>82,2</b>	-14%
Nov-15 (Fin era K)	<b>60,5</b>	-37%	<b>57,0</b>	-40%

Fuente: LCG

## Tipo de cambio real bilateral EEUU, oficial vs CCL.

### Tipo de cambio real bilateral ARS/USD: Oficial vs. CCL

índice base diciembre 2001=1

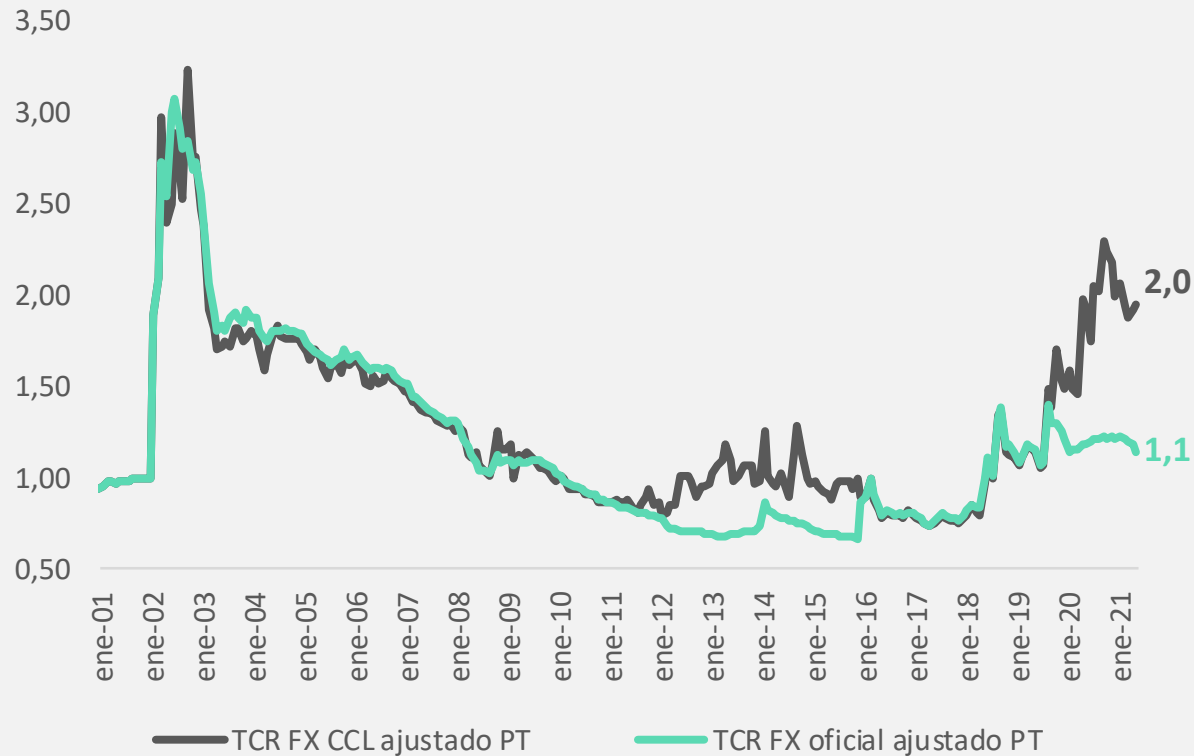


Fuente: LCGen base a BCRA

Mercado de cambios

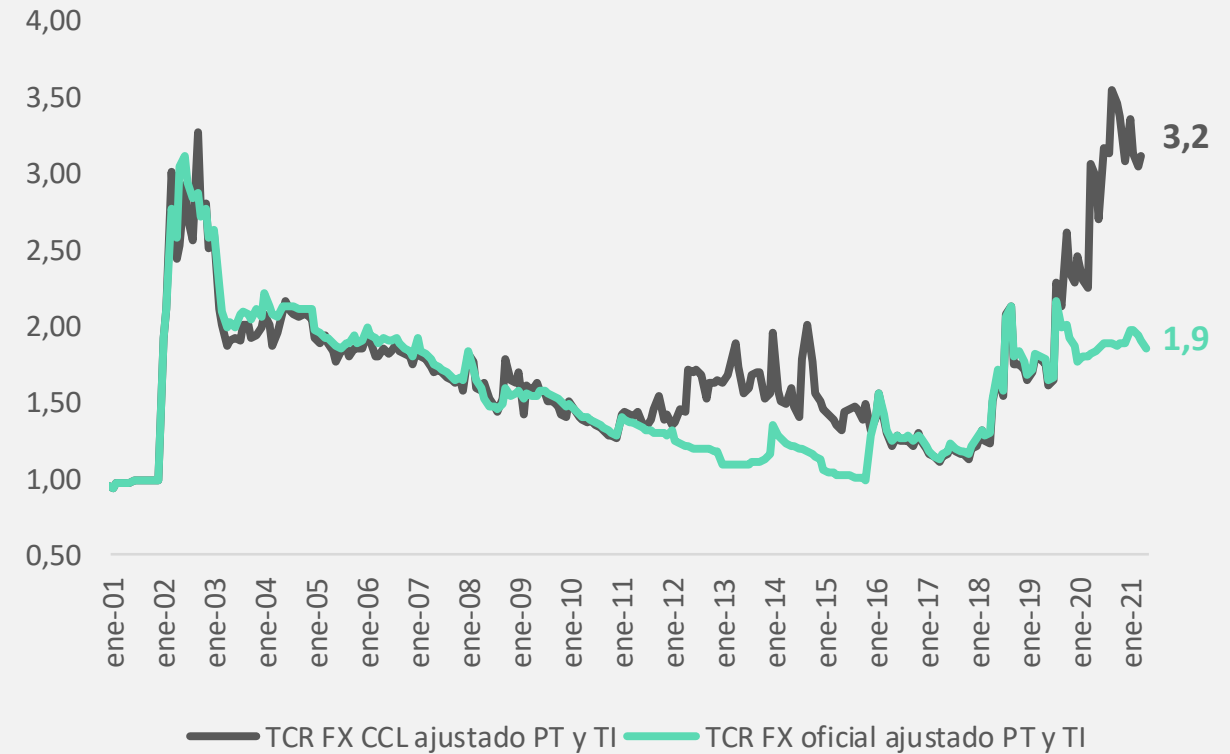
# Tipo de cambio real, ajuste por evolución de Presión Tributaria y Términos de Intercambio

### Tipo de cambio real bilateral ajustado por presión tributaria índice base diciembre 2001=1



Fuente: LCG en base a BCRA

### Tipo de cambio real bilateral ajustado por presión tributaria y términos de intercambio. índice base diciembre 2001=1



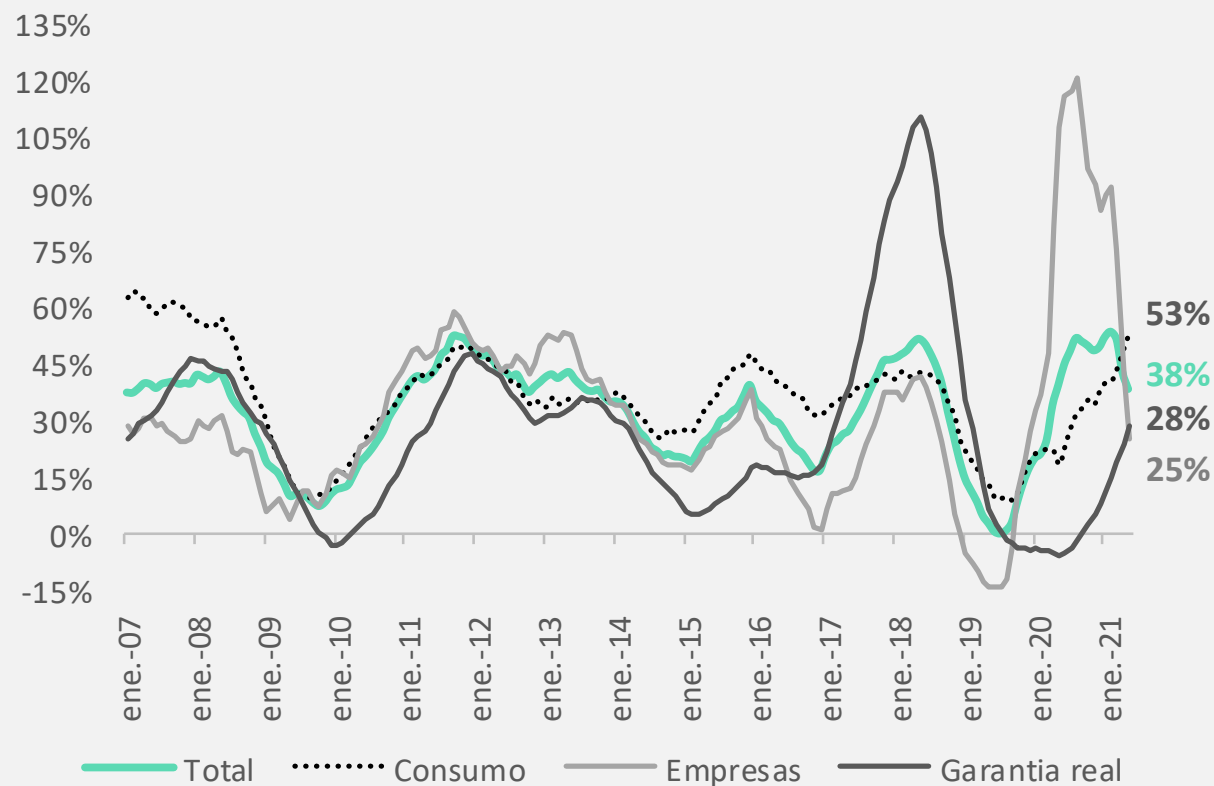
Fuente: LCG en base a BCRA

Préstamos y depósitos

Préstamos al sector privado

Préstamos privados en ARS

a/a promedio mensual, último mes cerrado



Fuente: LCG en base BCRA

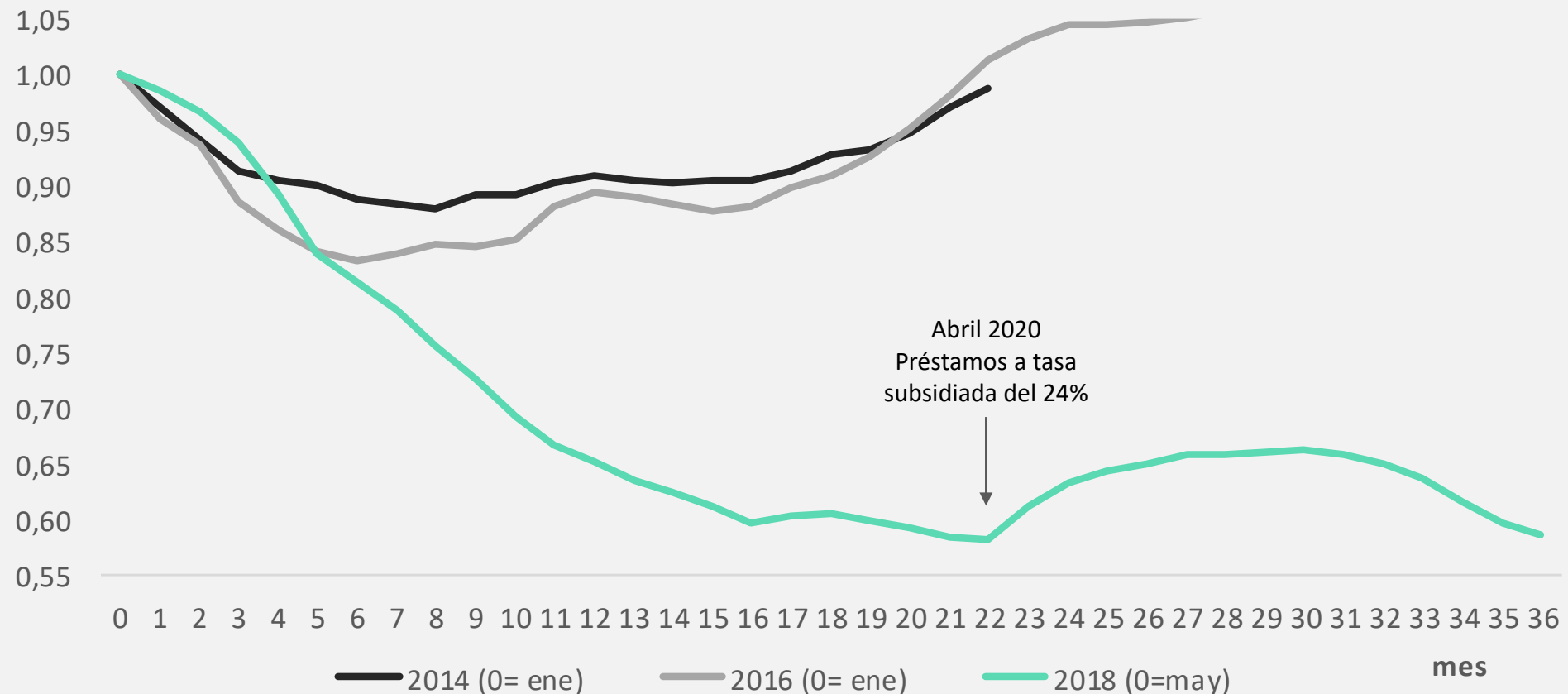
Préstamos privados en ARS

	Total	Empresas	Consumo	Personales	T. Crédito	Garantía real
<b>Último dato disponible</b>	<b>15-jun.-21</b>					
ARS MM	\$ 2.986	\$ 1.175	\$ 1.434	\$ 520	\$ 914	\$ 377
m/m	1,7%	2,5%	0,7%	1,7%	0,2%	3,3%
<b>Variación mensual último mes cerrado</b>						
m/m	1,5%	1,3%	1,2%	2,3%	0,6%	2,9%
m/m real	-1,8%	-1,9%	-2,0%	-0,9%	-2,6%	-0,4%
<b>Variación anual último mes cerrado</b>						
a/a	38,1%	25,3%	53,3%	27,8%	71,9%	28,8%
a/a real	-7,2%	-15,8%	3,0%	-14,1%	15,5%	-13,5%

Fuente: LCG en base a BCRA

## Préstamos al sector privado, comparación con otras recesiones

**Préstamos al sector privado en ARS constantes**  
Índice base 1=mes previo a la crisis



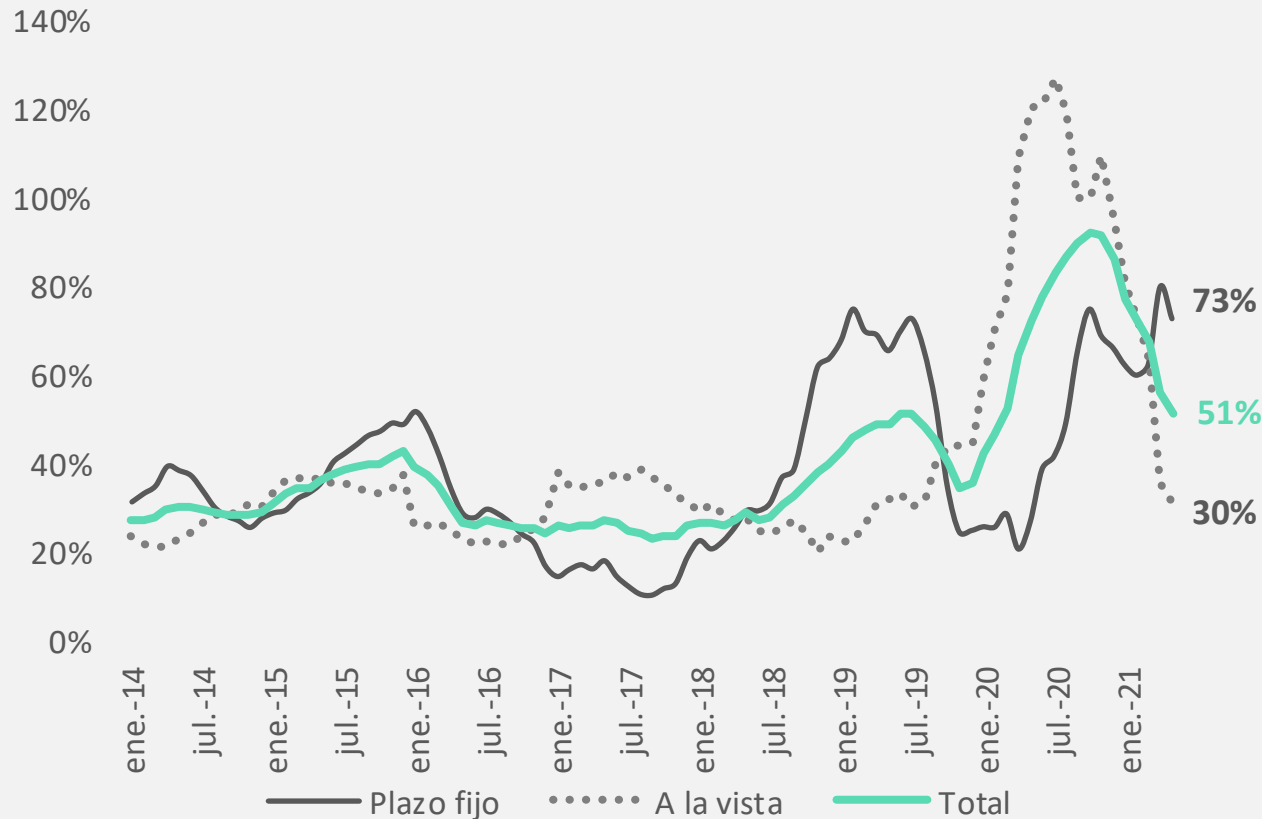
Fuente: LCG en base a BCRA

Préstamos y depósitos

Depósitos privados en AR\$

Depósitos privados en pesos

a/a promedio mensual, último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

Depósitos privados en ARS

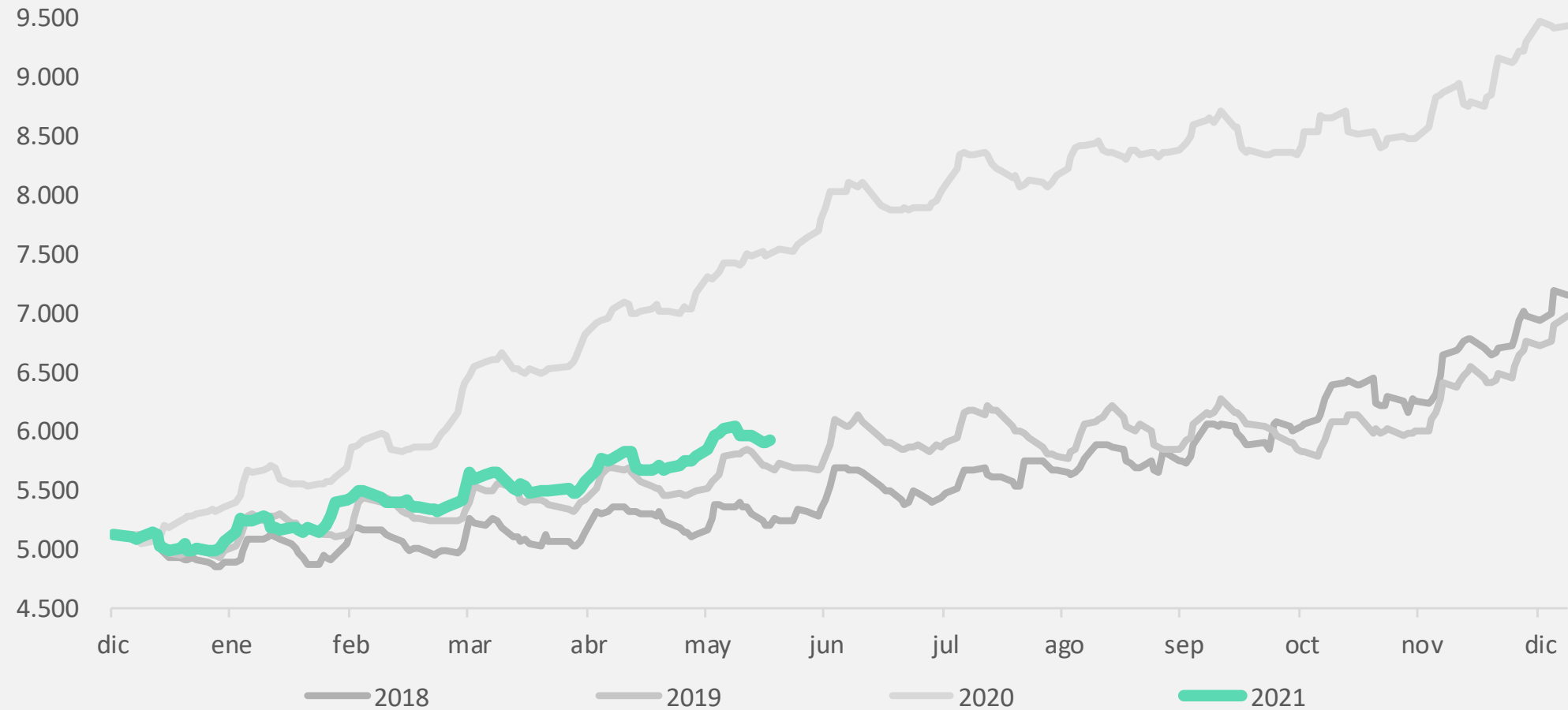
	Total	Vista	A plazo	Mayor.	Minor.
<b>Último dato disponible</b>	<b>15-jun.-21</b>				
ARS MM	\$ 5.931	\$ 2.867	\$ 2.577	\$ 1.814	\$ 730
m/m	3,8%	5,2%	2,4%	2,3%	2,6%
<b>Variación mensual último mes cerrado- dato fin de mes</b>					
m/m	3,4%	4,6%	2,8%	2,9%	2,4%
m/m real	0,1%	1,2%	-0,5%	-0,3%	-0,8%
<b>Variación anual último mes cerrado- dato fin de mes</b>					
a/a	50,9%	30,5%	72,6%	89,0%	42,6%
a/a real	1,4%	-12,3%	16,0%	27,0%	-4,1%

Fuente: LCG en base a BCRA

## Depósitos privados en AR\$

### Depósitos privados en ARS

Base dic=dic 2020 (ARS MM)



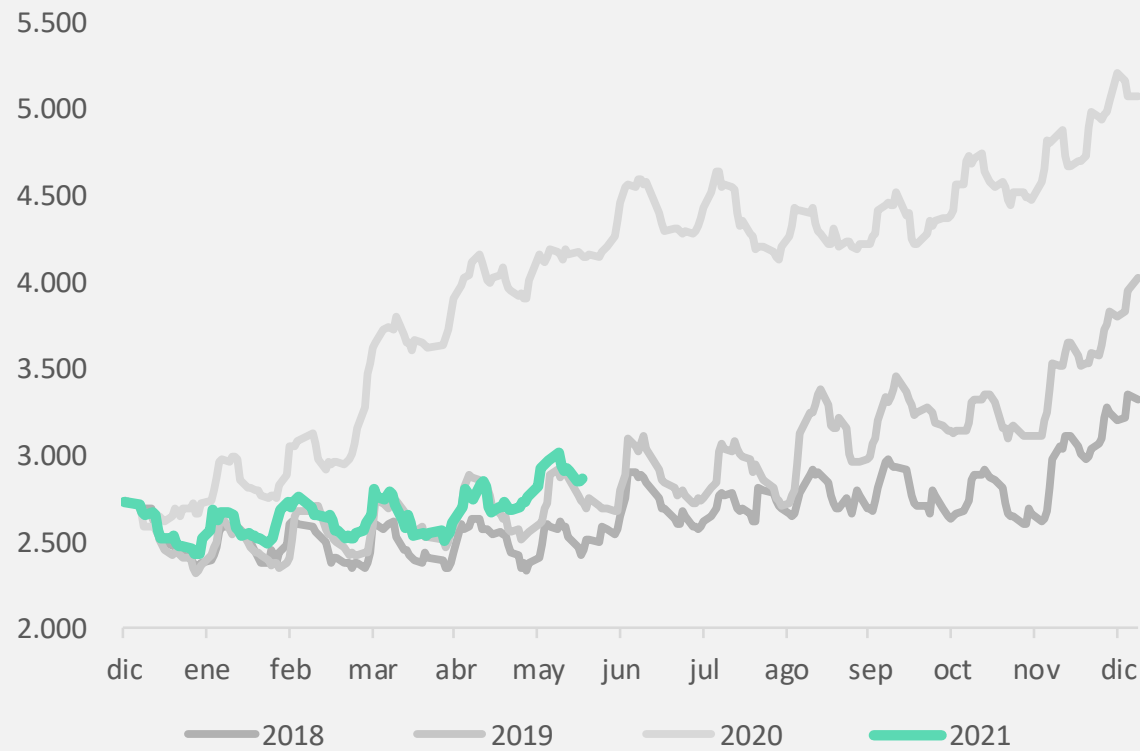
Fuente: LCG en base a BCRA

Préstamos y depósitos

Depósitos privados en AR\$

Depósitos privados a la vista en ARS

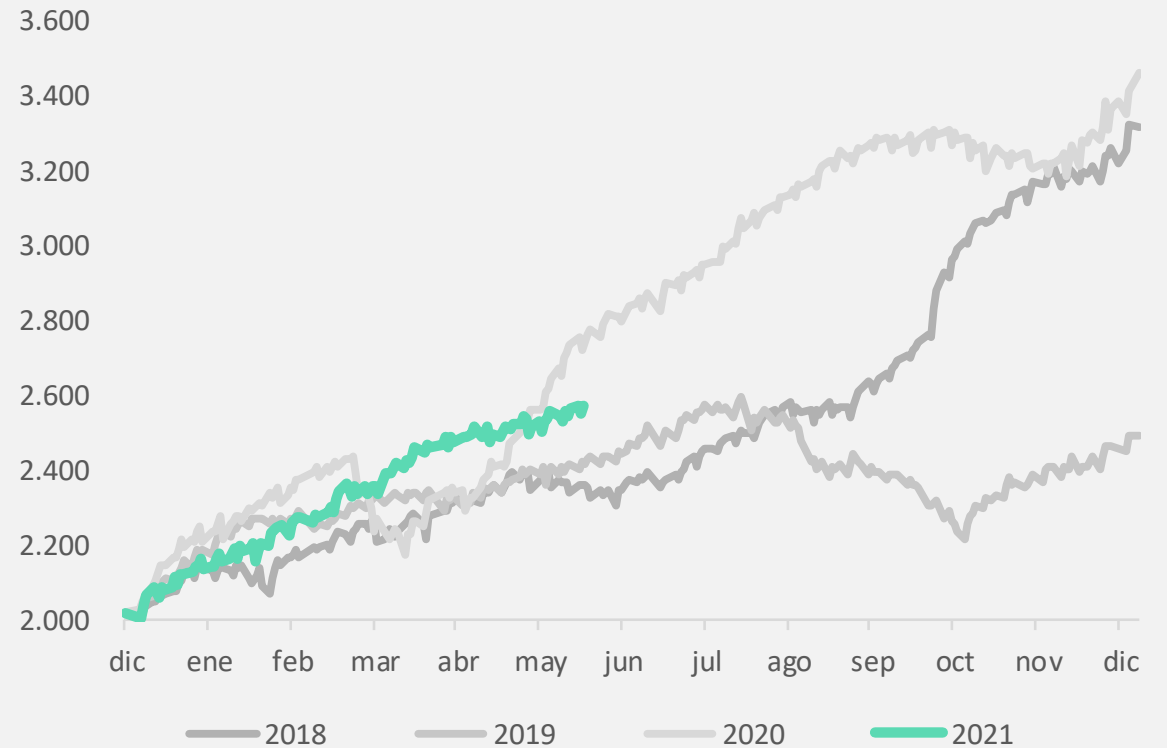
Base dic=dic 2020 (ARS MM)



Fuente: LCG en base a BCRA

Depósitos privados a plazo en ARS

Base dic=dic 2020 (ARS MM)



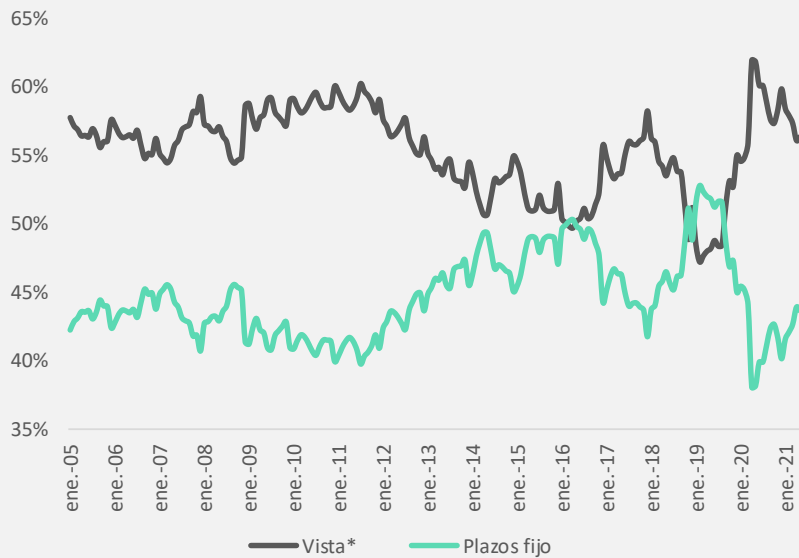
Fuente: LCG en base a BCRA

Préstamos y depósitos

Depósitos privados en AR\$

Depósitos privados en ARS

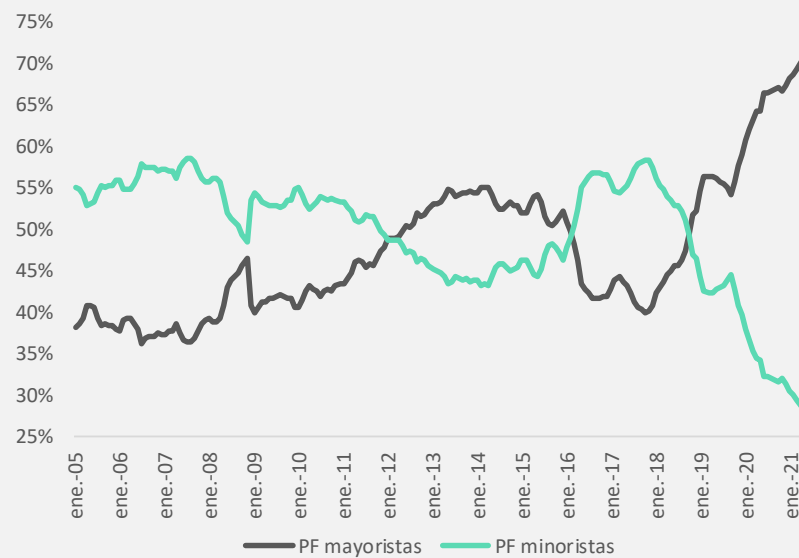
% del total



Fuente: LCG en base a BCRA. \* incluye otros depósitos

Depósitos privados a plazo en ARS

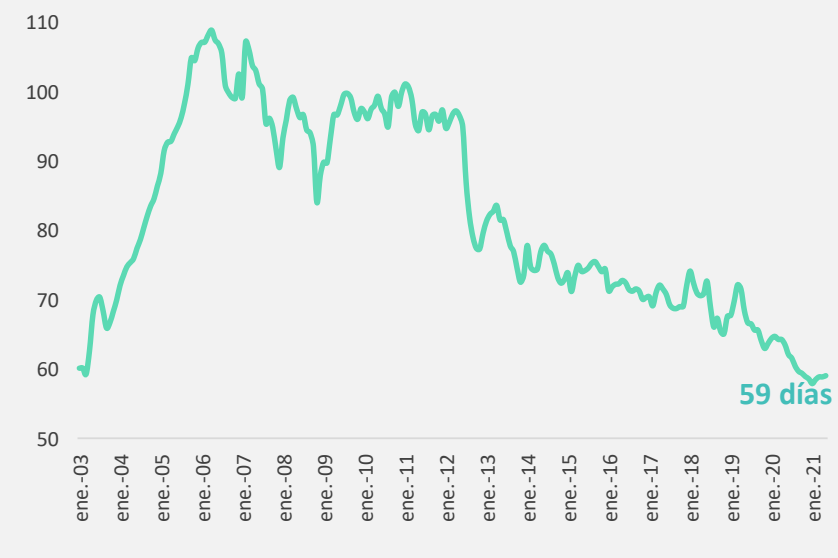
% del total



Fuente: LCG en base a BCRA

Plazo promedio depósitos privados a plazo en ARS

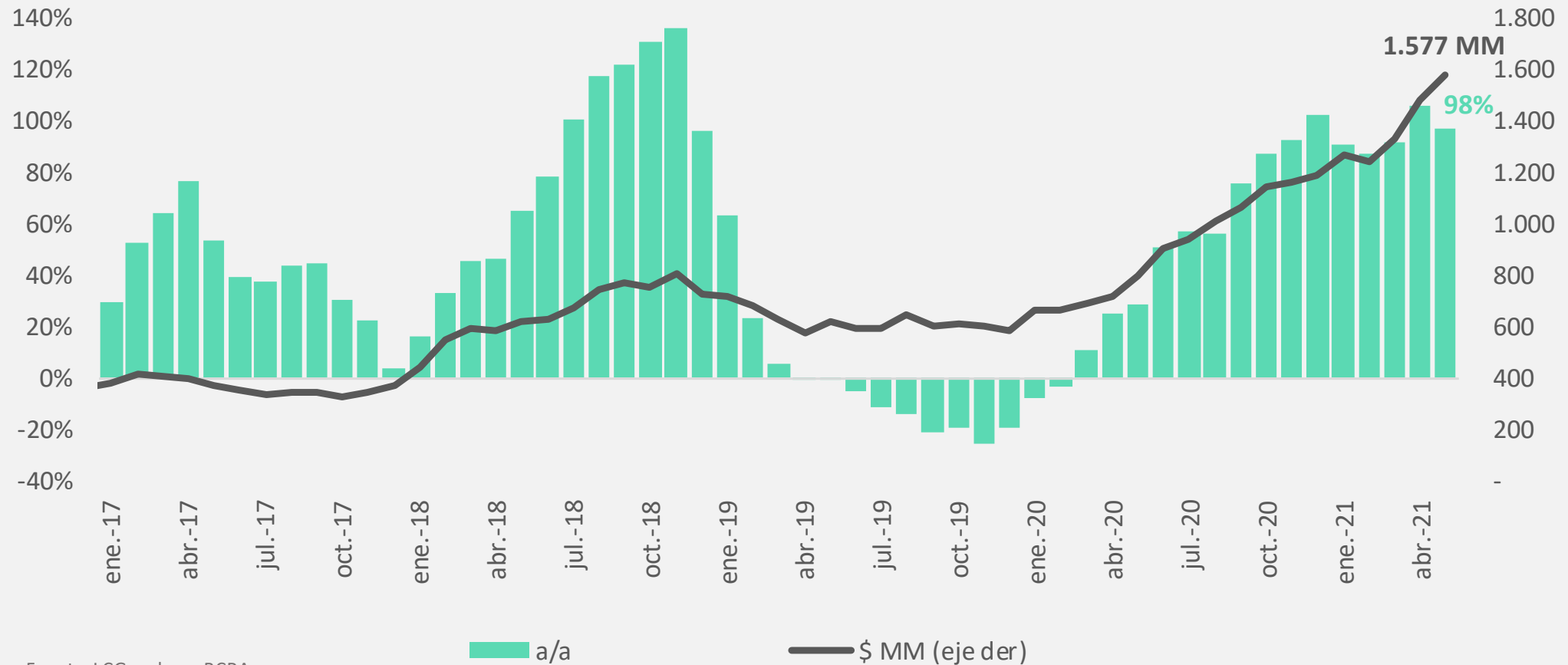
Días



Fuente LCG en base BCRA

Depósitos públicos en AR\$

Depósitos públicos en pesos  
ARS MM y a/a



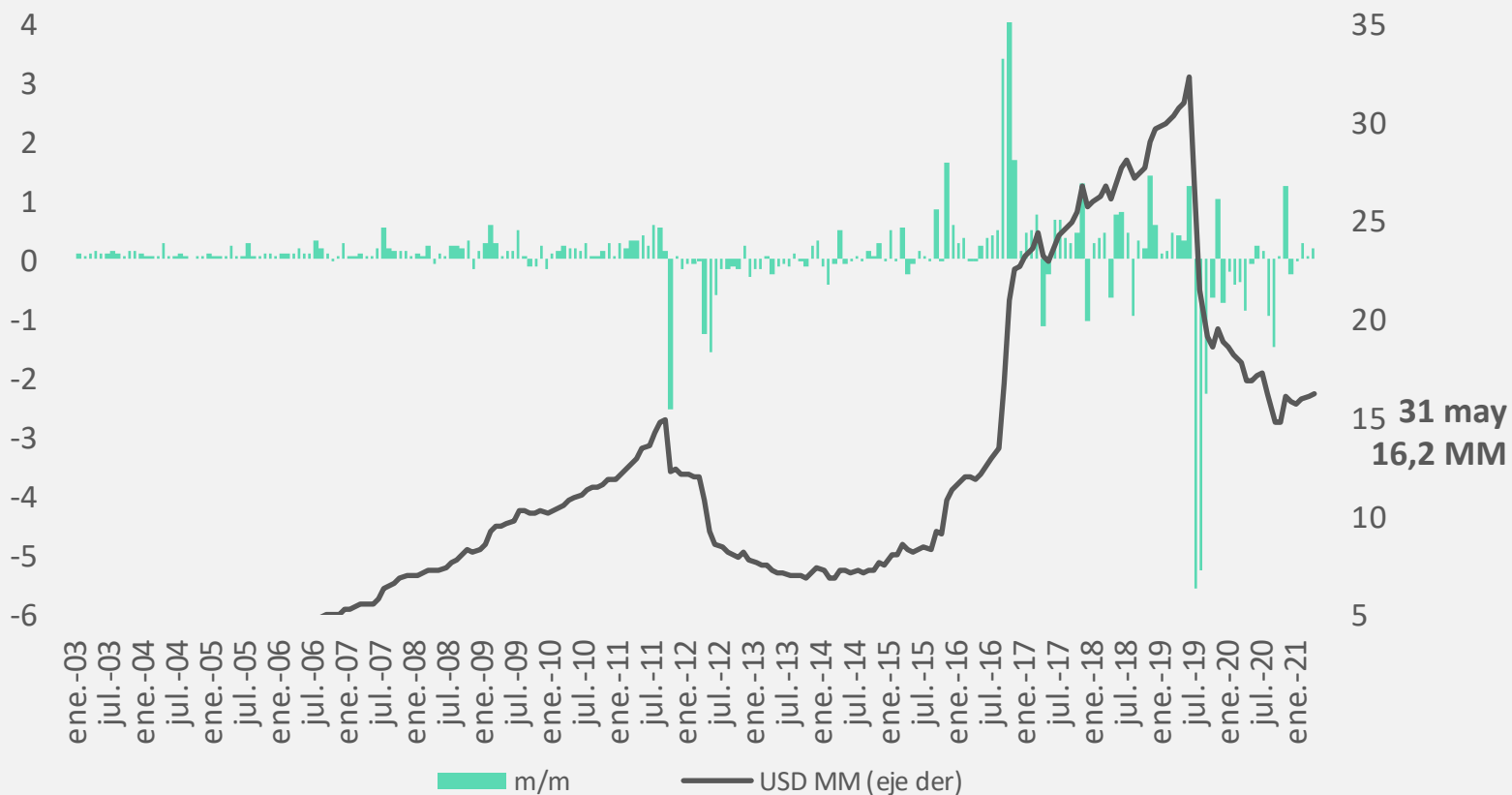
Fuente LCG en base BCRA

Préstamos y depósitos

Depósitos privados y préstamos en dólares

Depósitos privados en dólares

USD MM y m/m.



Fuente: LCG en base a BCRA

Préstamos y Depósitos privado en USD

31-may.-21

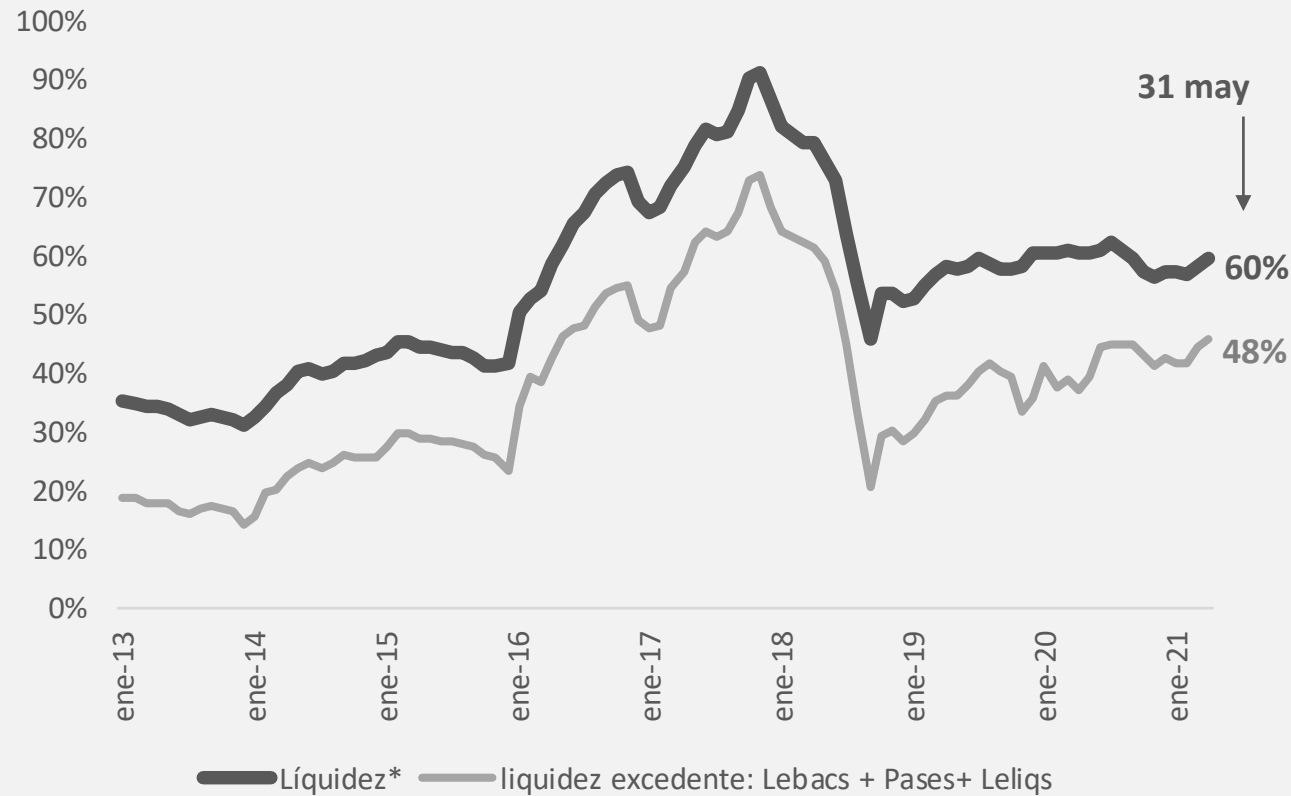
	Depósitos	Préstamos
<b>USD M</b>	<b>16.173</b>	<b>5.574</b>
USD M acum. mes	203	120
% acum. mes	1%	2%
USD M acum. 2021	197	223
% acum. 2020	1%	4%

Sistema financiero

Liquidez bancaria

Liquidez bancos

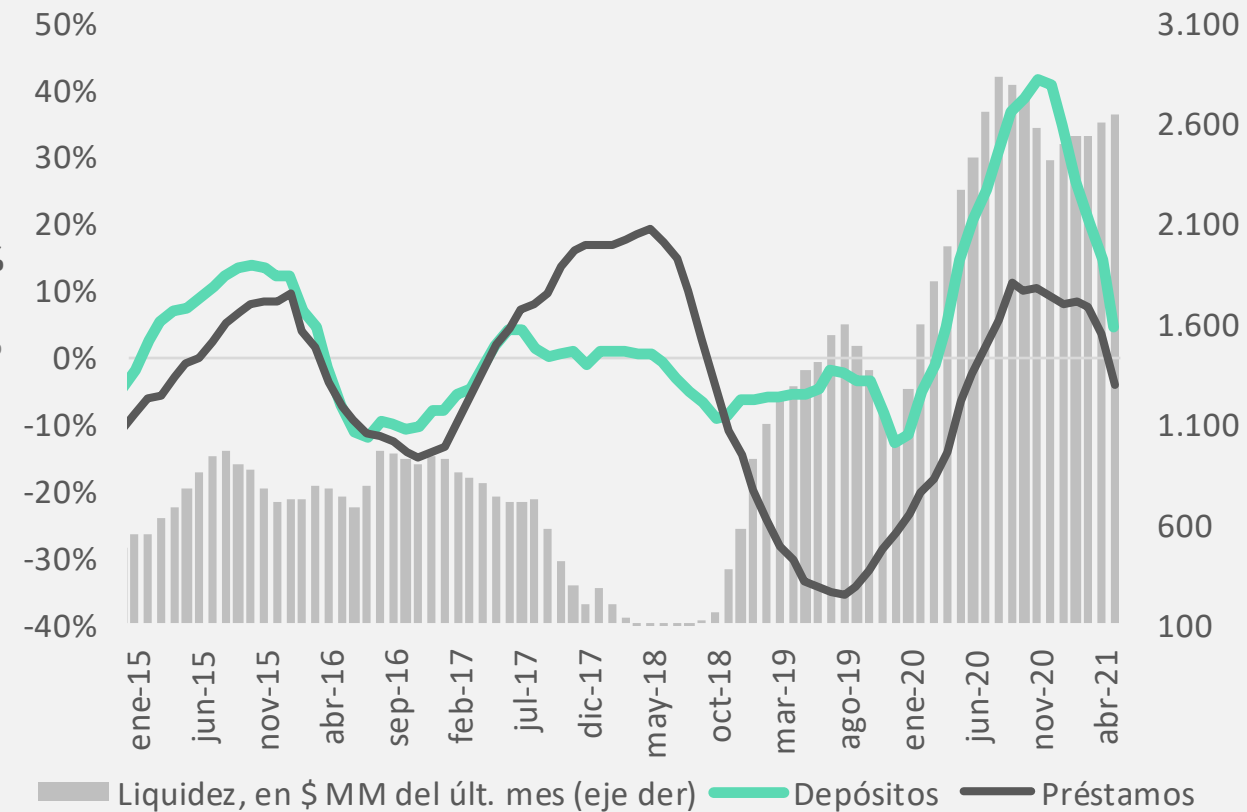
% de depósitos totales



Fuente: LCG en base a BCRA. \* liquidez excedente + disponibilidades

Préstamos y Depósitos Privados en ARS

a/a y \$ MM, último mes cerrado. En términos reales.



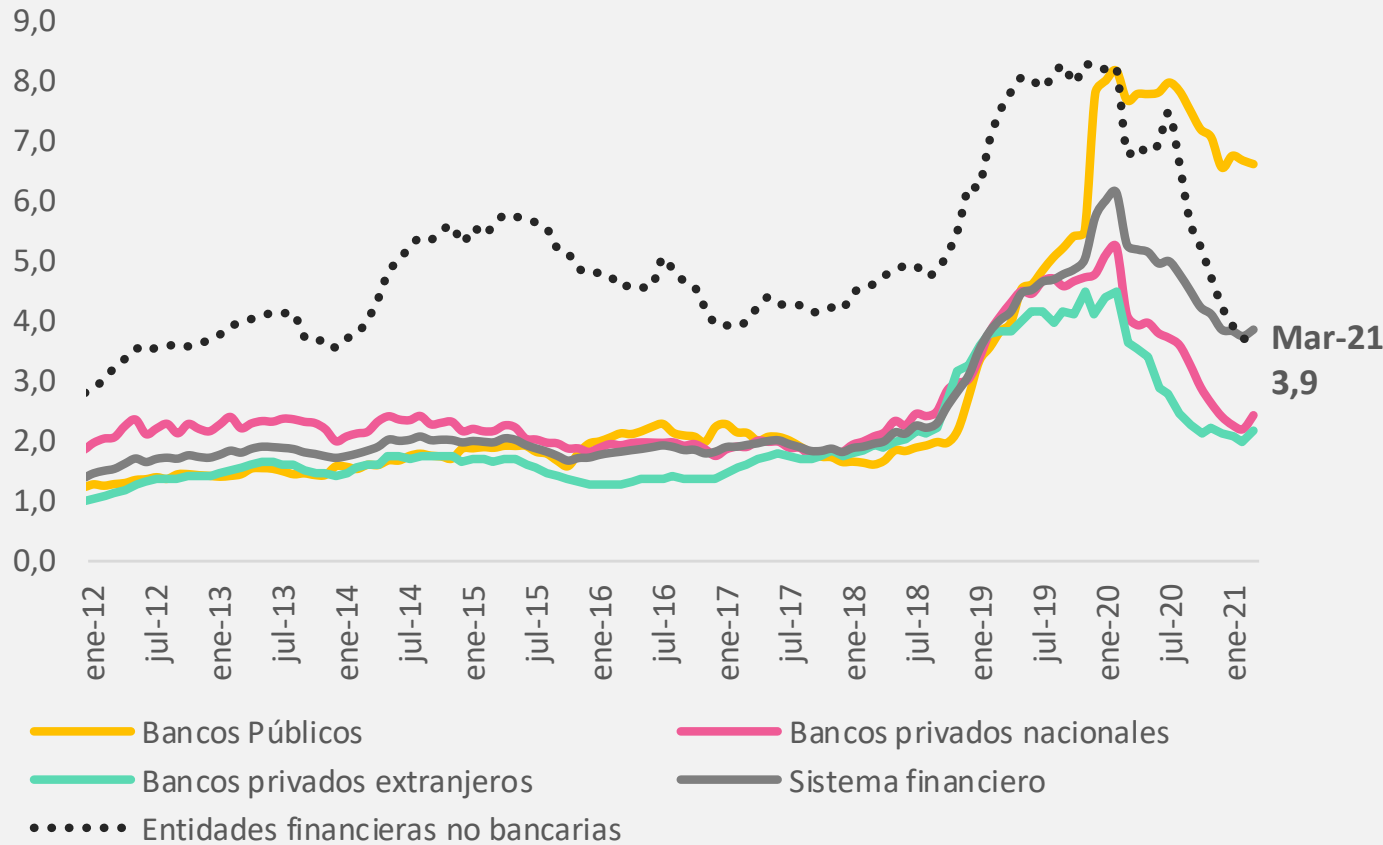
Fuente: LCG en base a BCRA

Sistema financiero

Irregularidad de la cartera

Irregularidad de la cartera

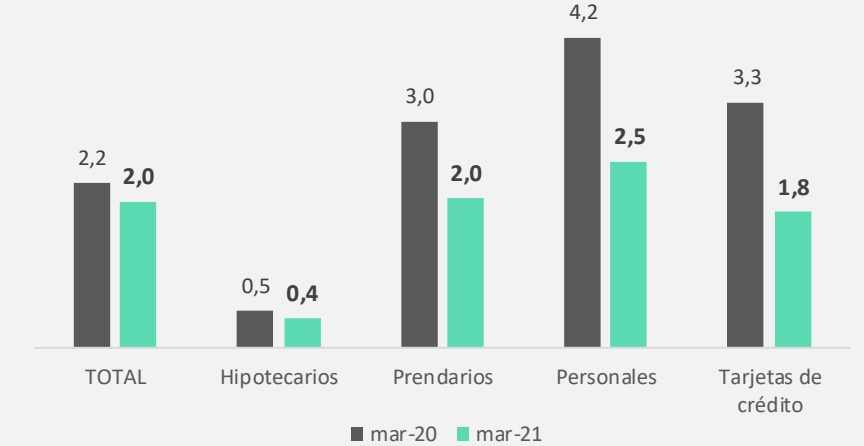
% del total financiado



Fuente: LCG en base a BCRA

Hogares: cartera irregular

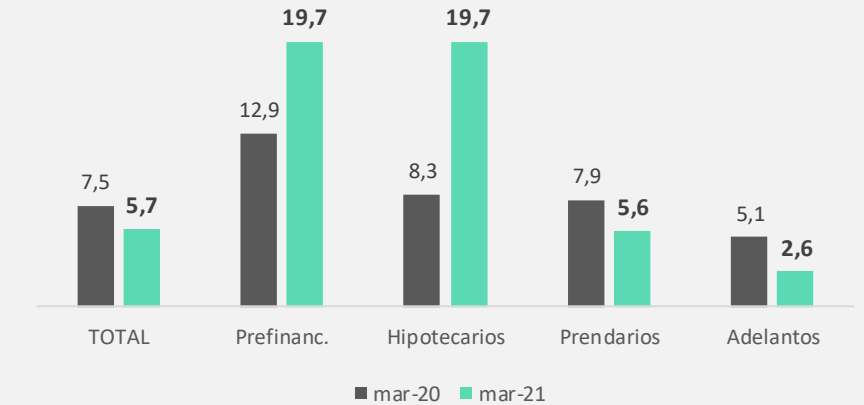
% del financiamiento total



Fuente: LCG en base a BCRA

Empresas: cartera irregular

% del financiamiento total



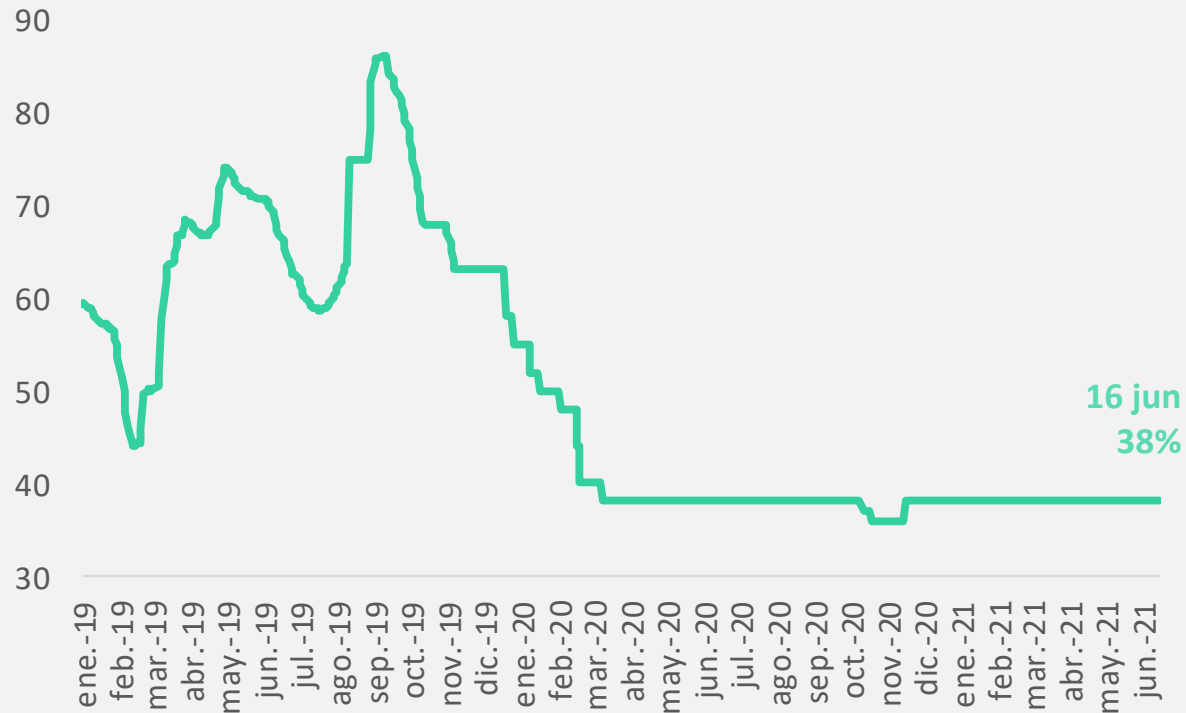
Fuente: LCG en base a BCRA

Tasa de interés

Tasas de interés

Tasa de política monetaria

TNA %

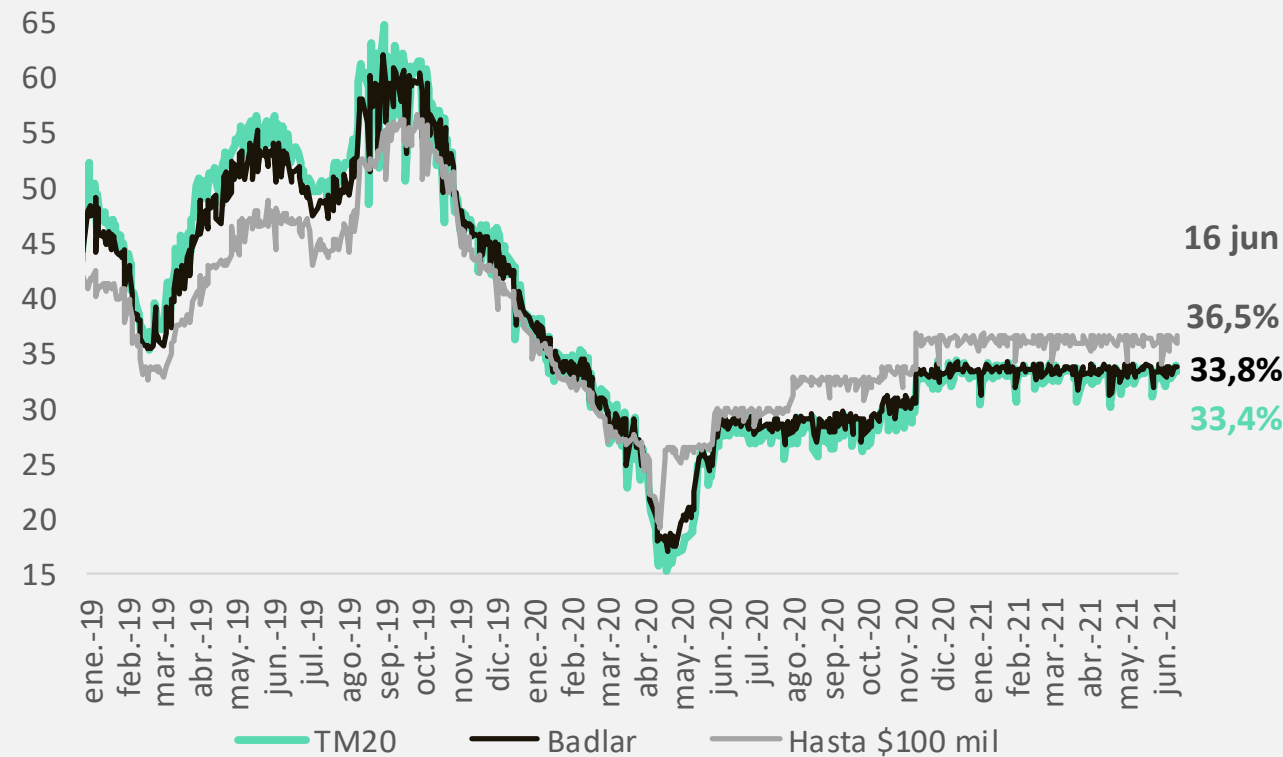


16 jun  
38%

Fuente: LCG en base a BCRA

Tasa depósitos privados a plazo

TNA %



16 jun

36,5%

33,8%

33,4%

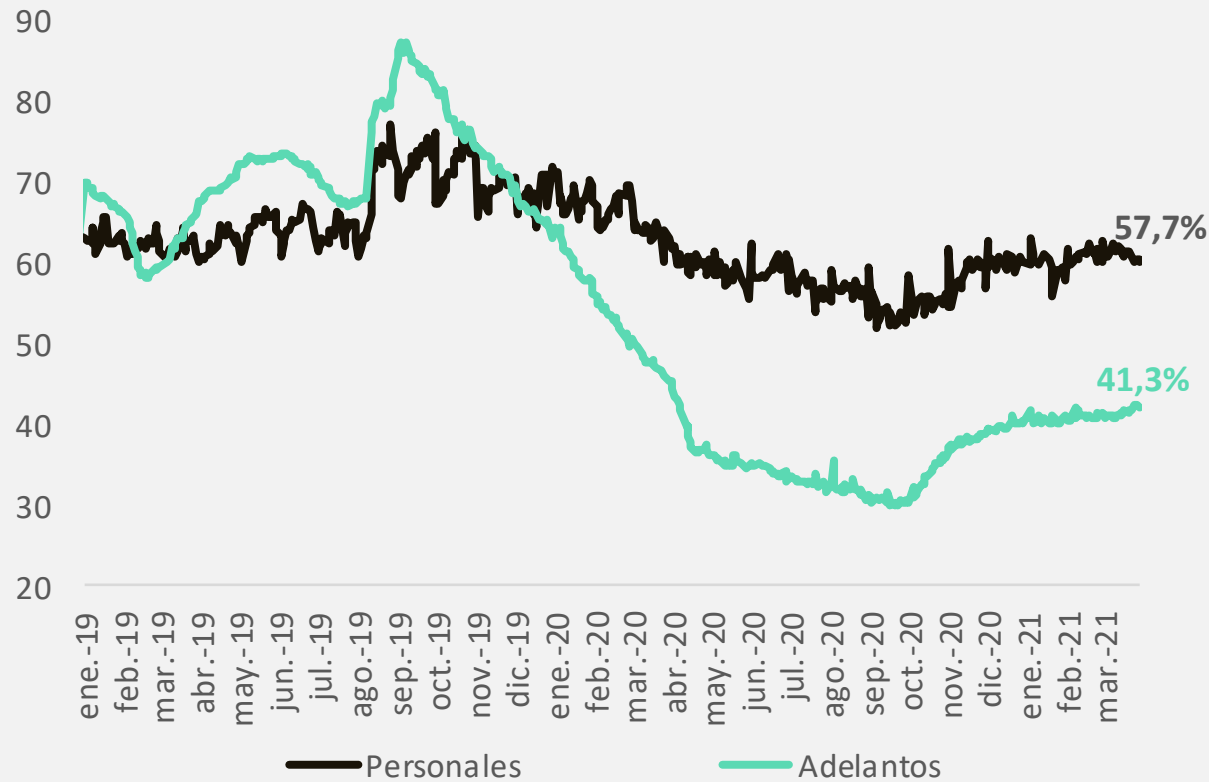
Fuente: LCG en base BCRA

Tasa de interés

Tasas de interés activas

Tasas activas

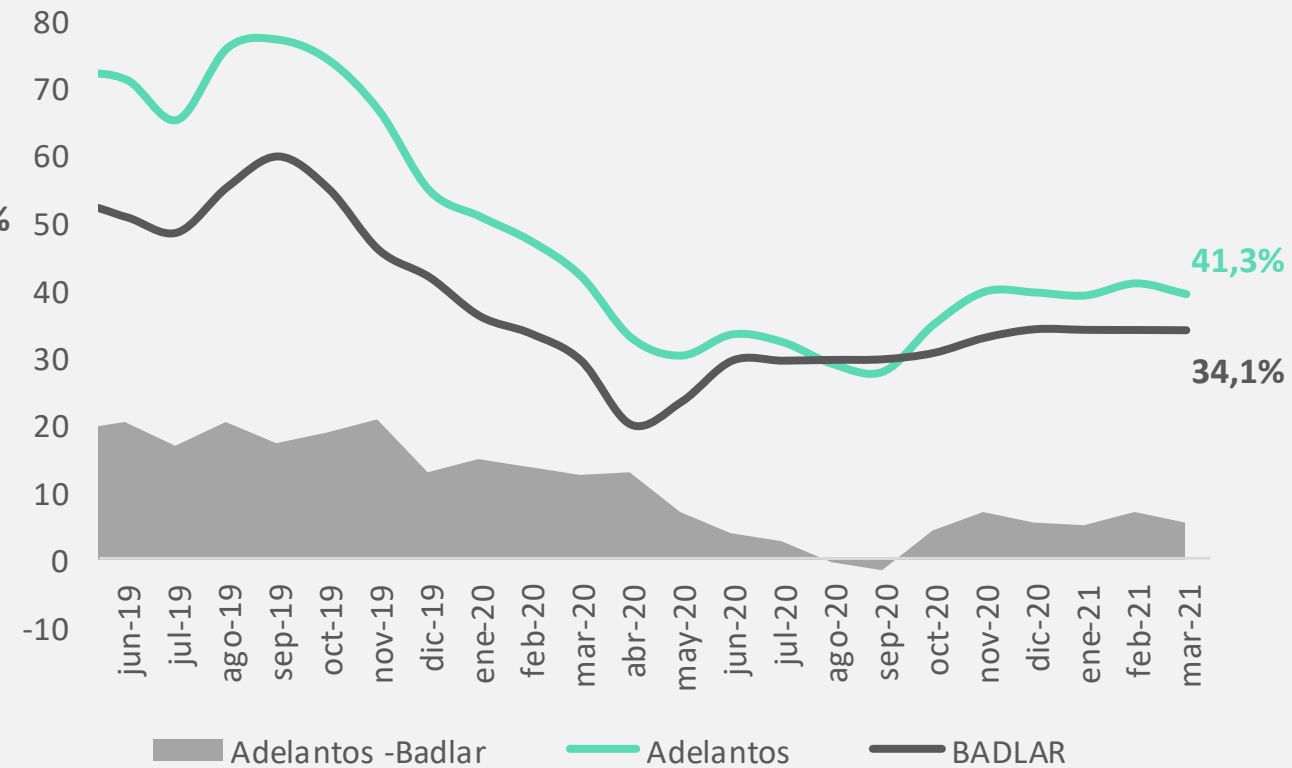
TNA %. último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

Tasa Adelantos vs BADLAR

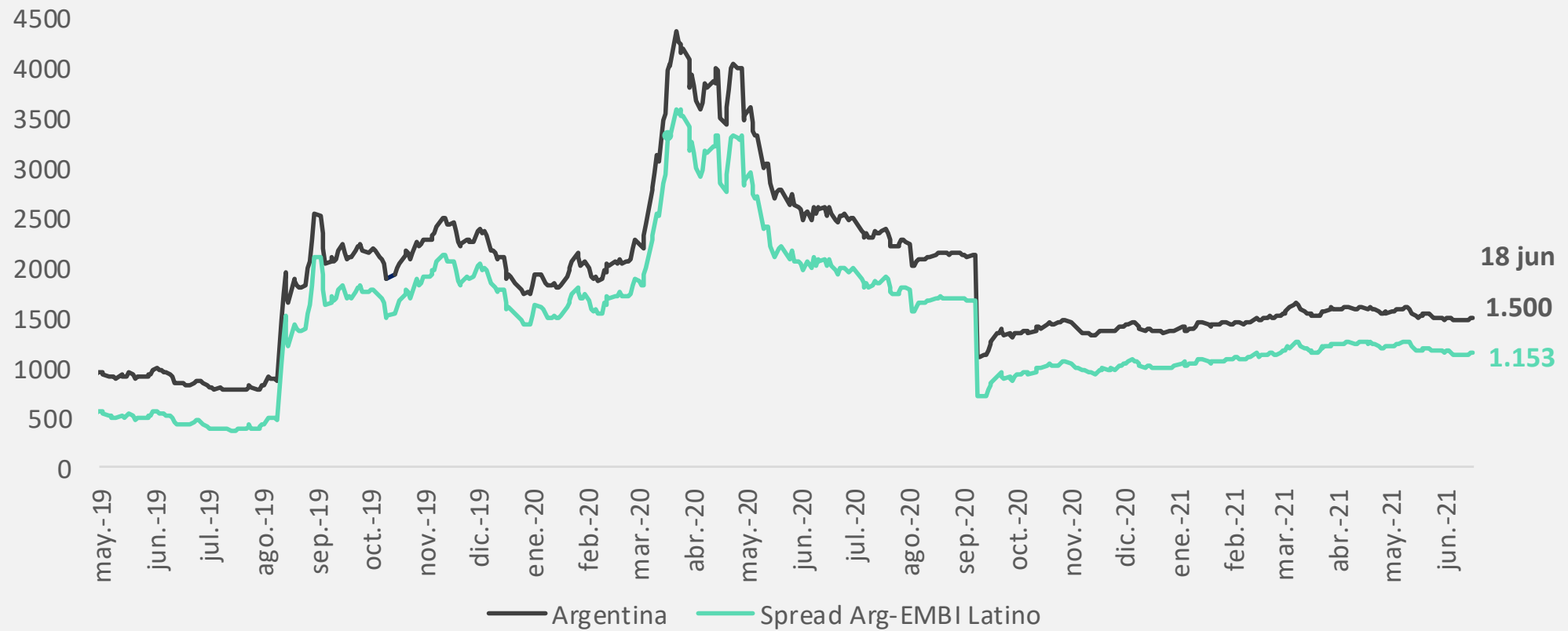
TNA %, promedio mensual. Último mes cerrado



Fuente: LCG en base a BCRA

### Riesgo País Argentina

Índice EMBI

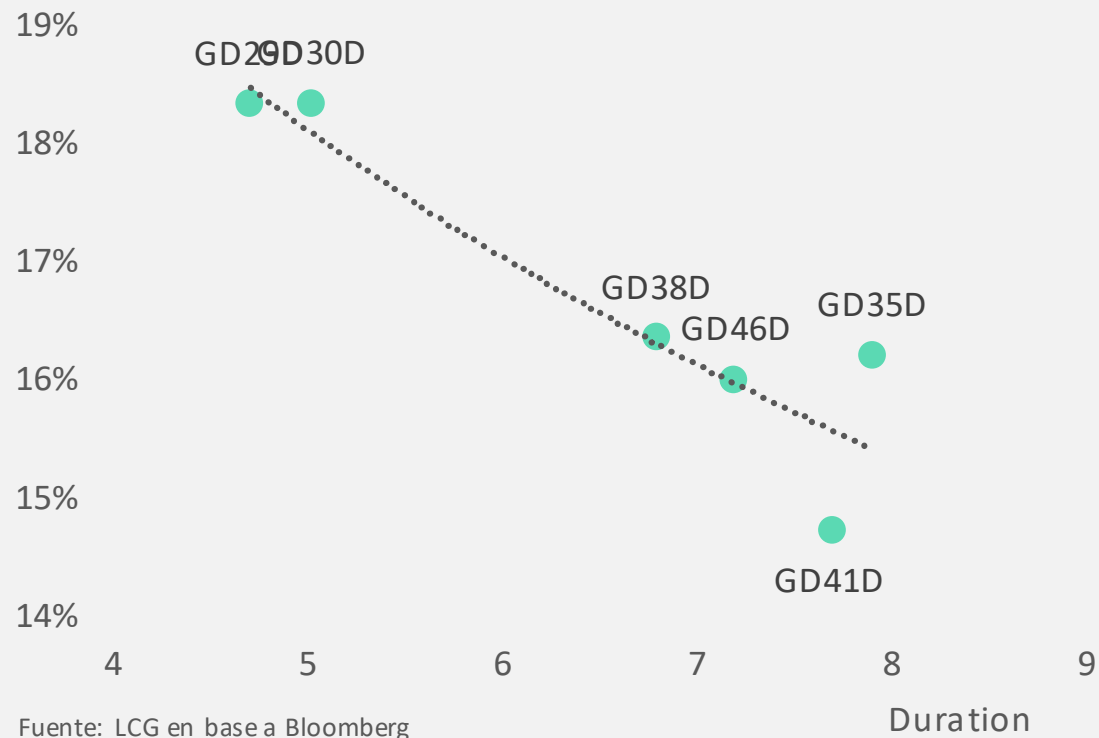


Fuente: LCG en base a Índice EMBI

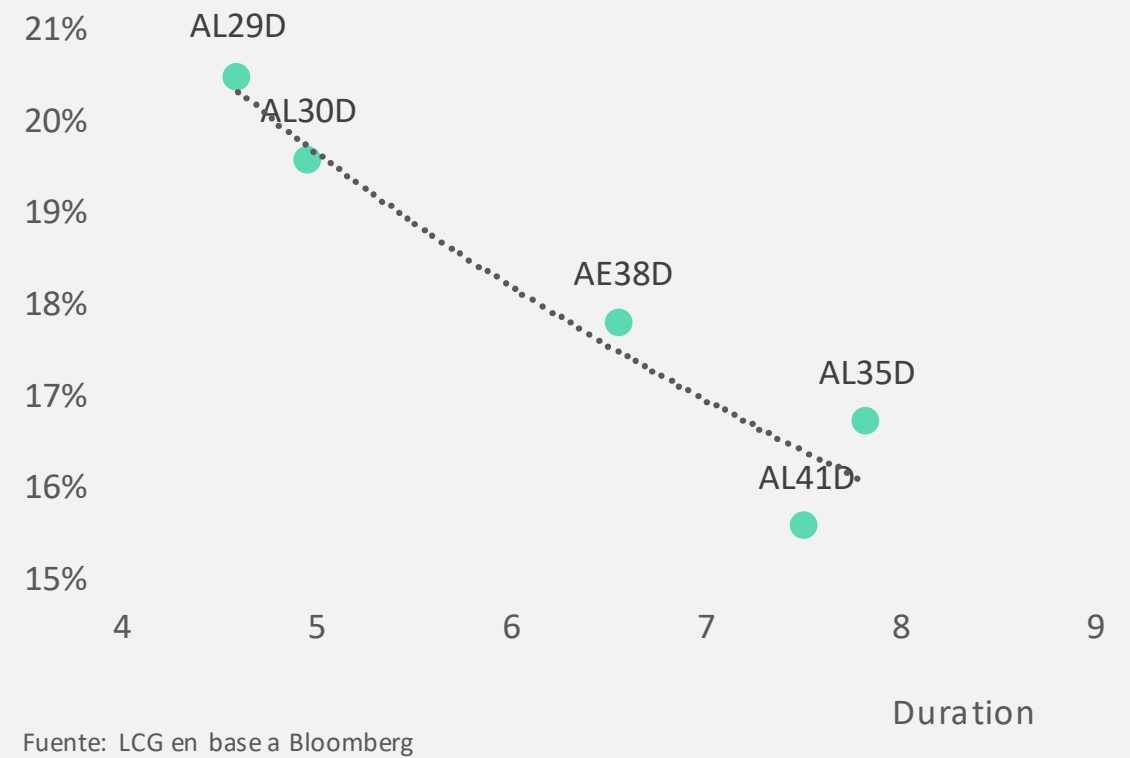
Mercado de deuda

Curva de rendimientos, deuda en USD

Renta fija en USD Ley NY  
% YTM



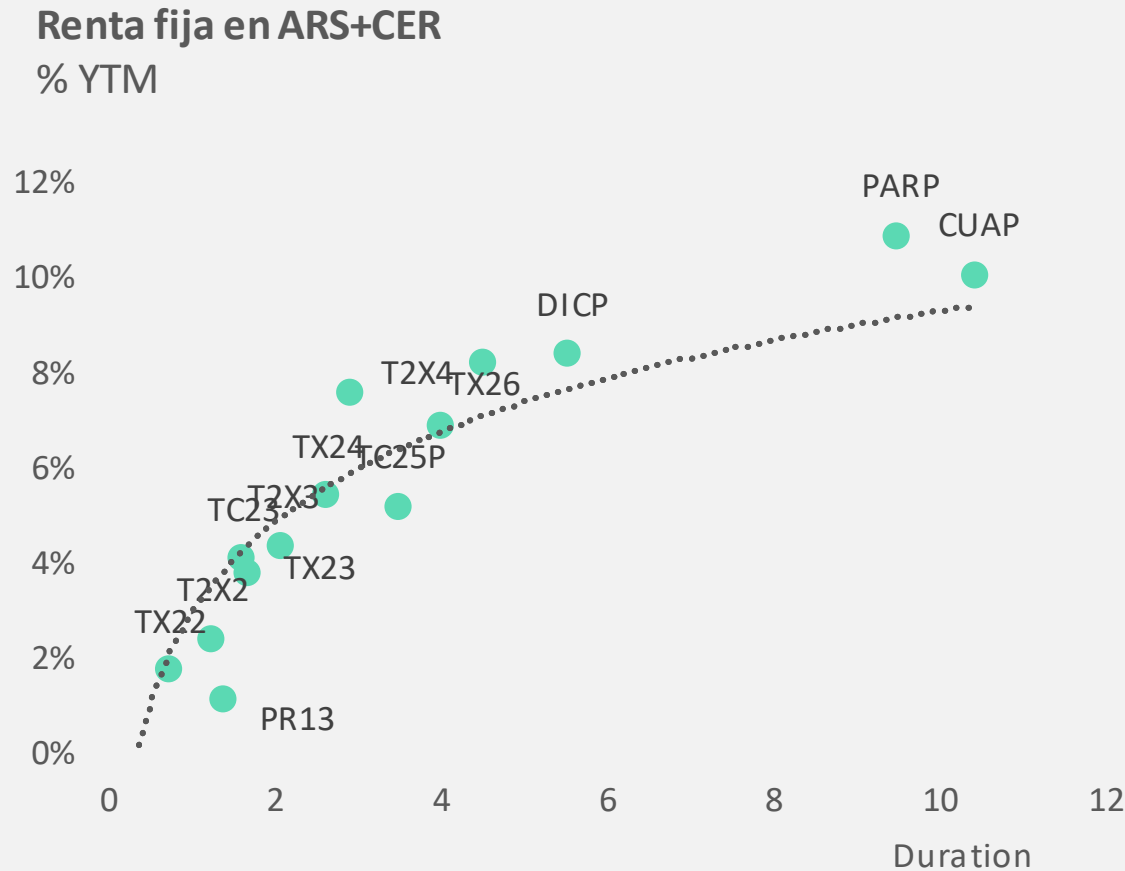
Renta fija en USD Ley Argentina  
% YTM



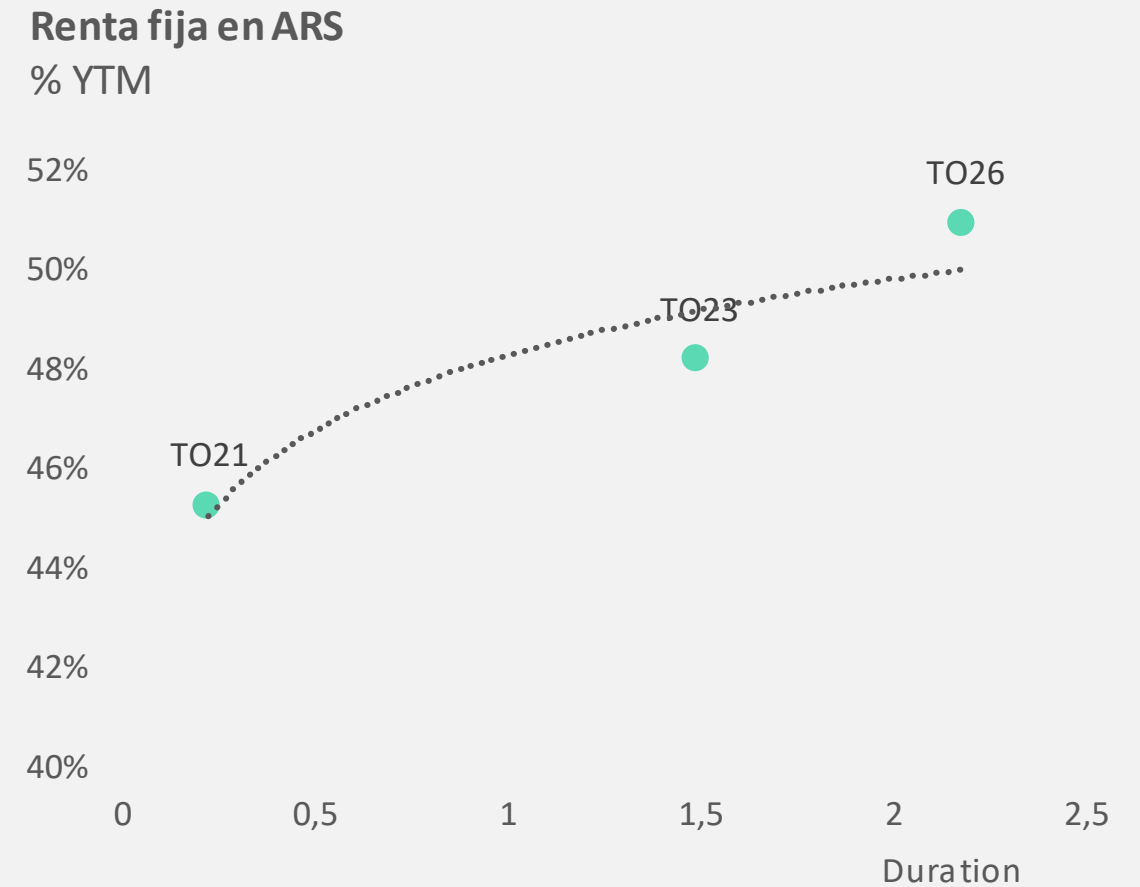
Datos del 17 de junio

Mercado de deuda

Curva de rendimientos, deuda en ARS



Fuente: LCG en base a Bloomberg



Fuente: LCG en base a Bloomberg

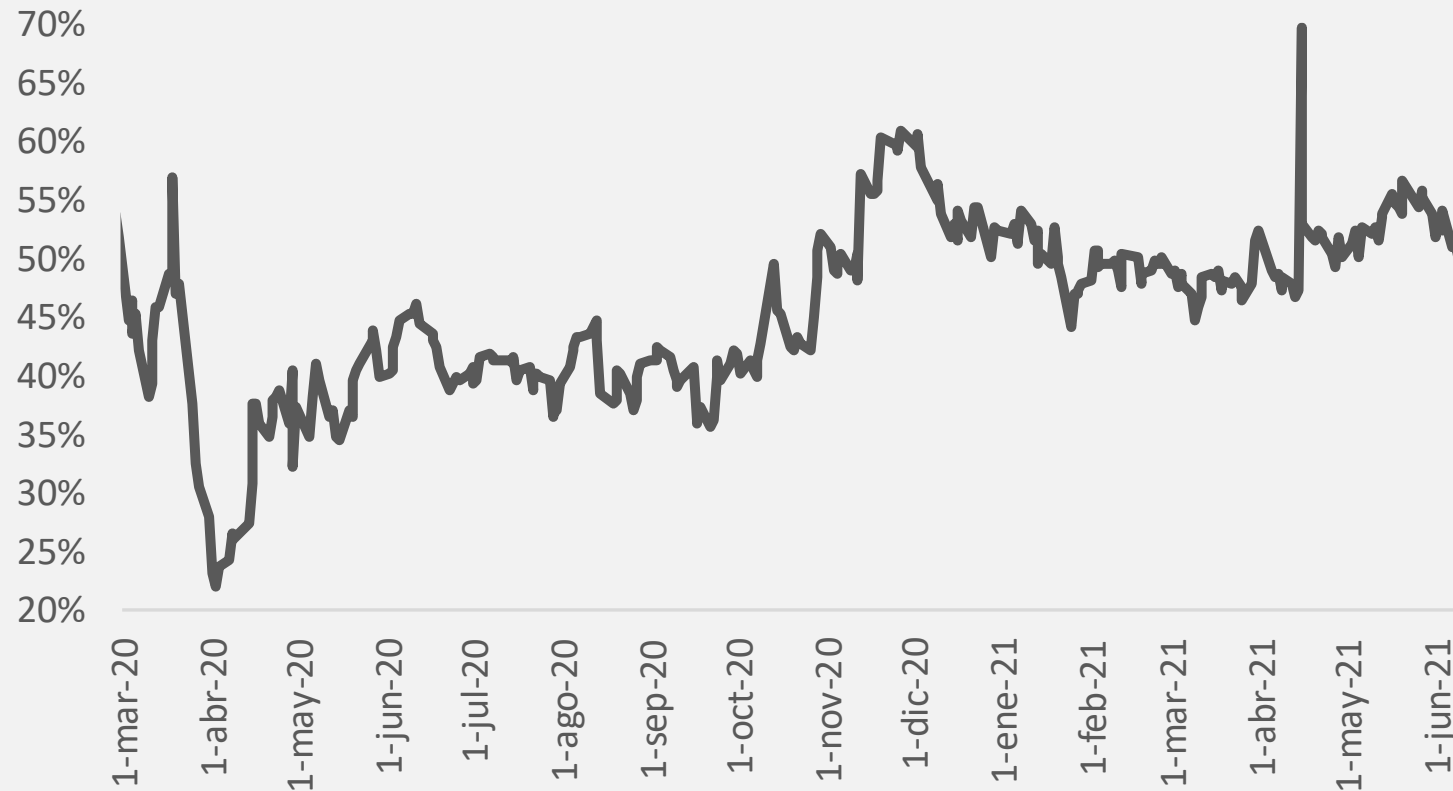
Datos del 17 de junio

Expectativa implícita de inflación: 46,6% anual

## Inflación implícita en la curva de rendimientos de la deuda en ARS

### Inflación implícita en TO21/ TX21

Tasa anualizada

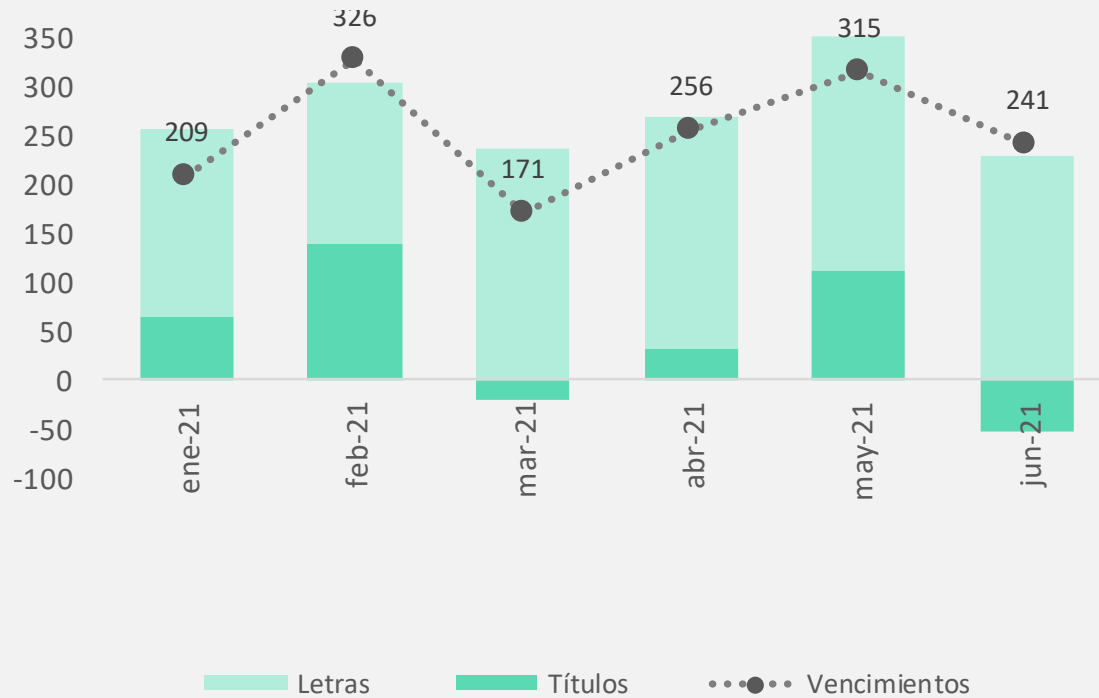


Fuente: LCG en base a IAMC

Mercado de deuda

Colocaciones vs. vencimientos

Colocaciones netas en ARS\*  
ARS MM



Fuente: LCG . \* incluye vencimientos en ARS, ARS+CER y dólar link

Acumulado a 22 de junio 2021

Colocaciones: \$ 1.592 MM

Vencimientos con privados: \$ 1.518 MM

Colocaciones netas: \$ 78,2 MM

Colocaciones del mes  
\$ M

Fecha	Título	Venc.	Moneda	VN adjudicado
11-jun-21	Lede	30-nov-21	ARS	12.102
11-jun-21	Lecer	31-mar-22	ARS+CER	69.372
11-jun-21	Lecer	23-may-22	ARS+CER	58.574
18-jun-21	Lede	30-sep-21	ARS	9.136
18-jun-21	Lepase	30-sep-21	ARS	583
18-jun-21	Lede	30-nov-21	ARS	2.523
18-jun-21	Lecer	31-mar-22	ARS+CER	29.871
18-jun-21	Lecer	23-may-22	ARS+CER	23.570
18-jun-21	BONCER 2021	22-jul-21	ARS+CER	-188.349
18-jun-21	BONCER 2022	20-sep-22	ARS+CER	51.540
18-jun-21	BONCER 2023	13-ago-23	ARS+CER	84.567
<b>TOTAL en ARS</b>				<b>24.344</b>
<b>TOTAL en ARS+CER</b>				<b>129.145</b>
<b>TOTAL (en pesos)</b>				<b>153.489</b>

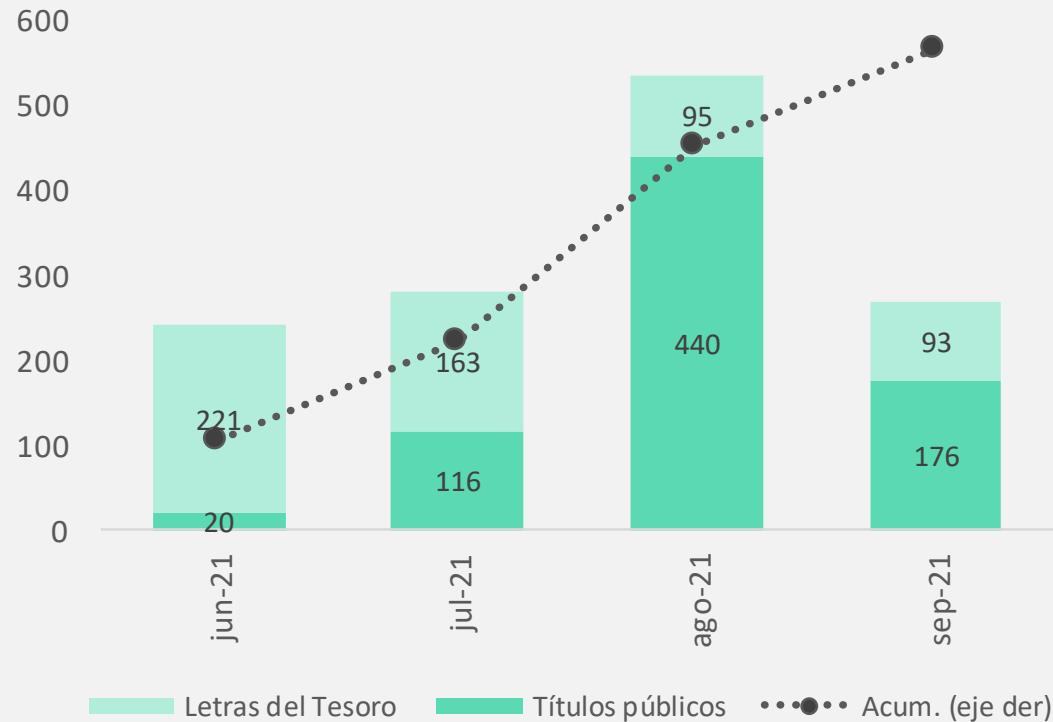
Canje  
TC21

Mercado de deuda

Próximos vencimientos

Vencimientos en ARS \*

ARS MM



Fuente: LCG; \* incluye vencimientos en ARS, ARS + CER y dólar linked

Vencimientos totales del mes

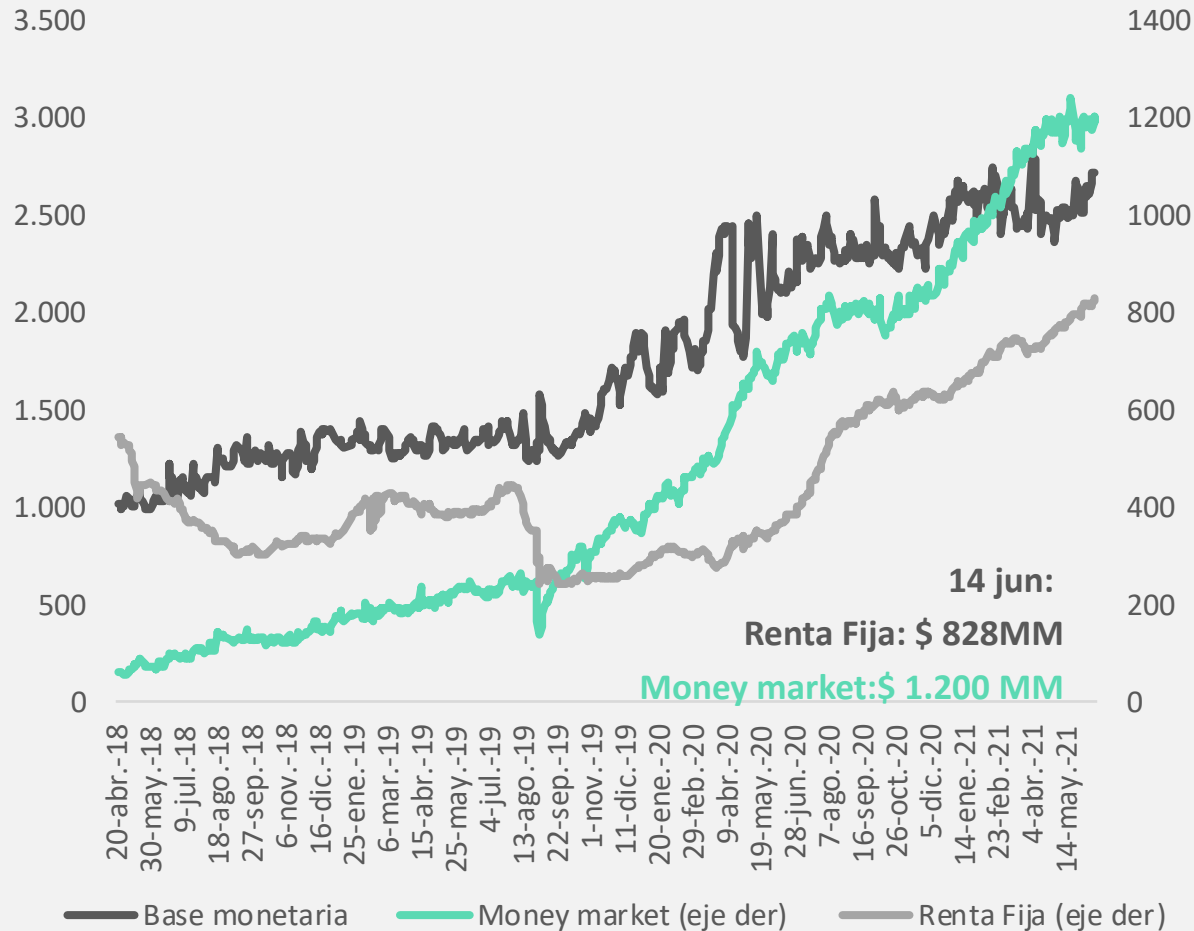
\$ M

TÍTULO	MONEDA	PAGO	INTERESES	CAPITAL	TOTAL
PR13	ARS+CER	15/6/2021	24	412	437
CUAP	ARS+CER	28/6/2021	10.688	0	10.688
DICP	ARS+CER	28/6/2021	8.500	0	8.500
Bono Cons. Fiscal	ARS	28/6/2021	148	205	353
LEPASE S30J1	ARS	30/6/2021	22.448	122.694	145.142
LEDE SJ301	ARS	30/6/2021		76.145	76.145
<b>Total en ARS</b>			<b>22.596</b>	<b>199.044</b>	<b>221.640</b>
<b>Total en ARS +CER</b>			<b>19.212</b>	<b>412</b>	<b>19.624</b>
<b>TOTAL</b>			<b>41.808</b>	<b>199.456</b>	<b>241.264</b>

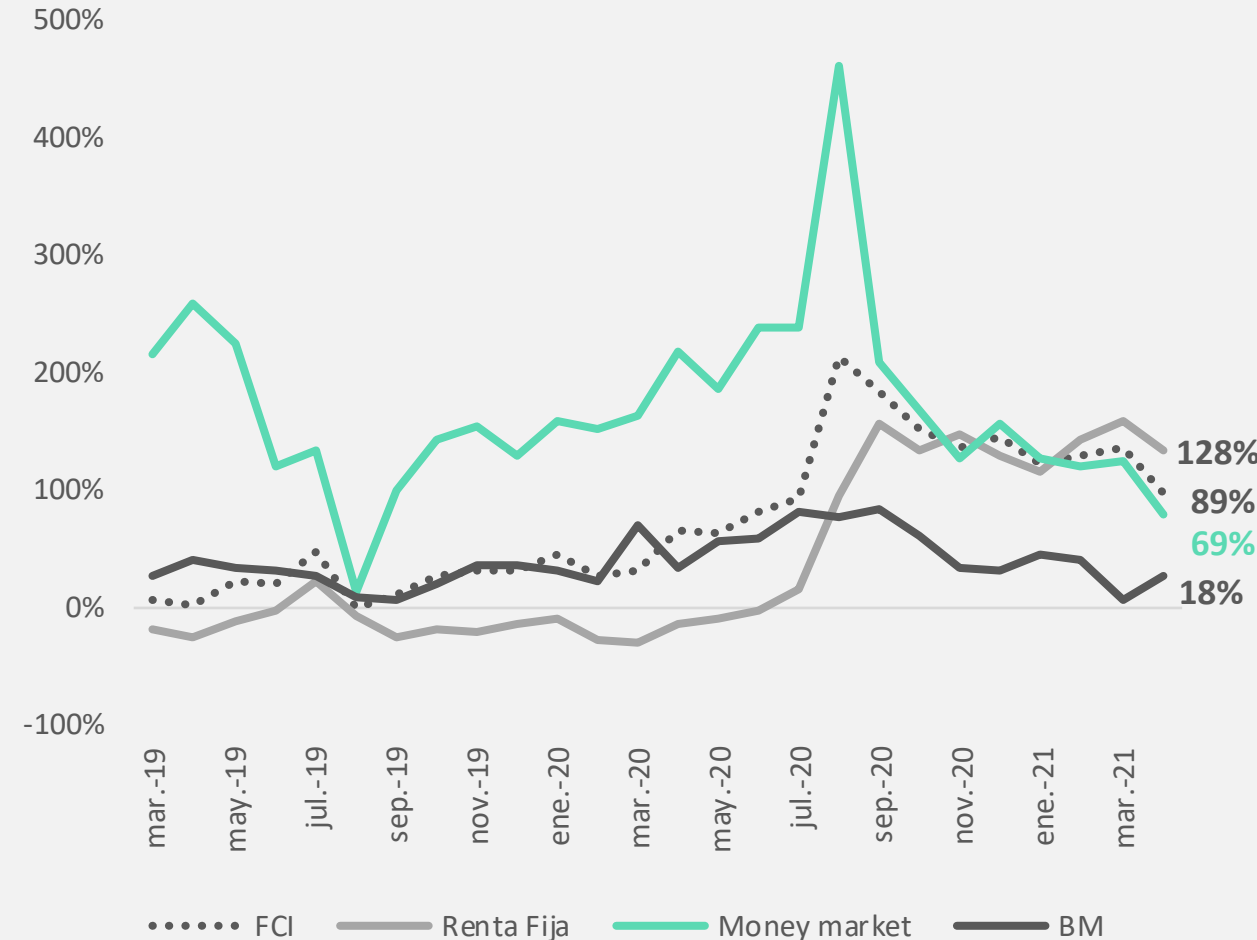
Fondos comunes de inversión

Patrimonio

Patrimonio de FCI en money market y renta fija en ARS  
ARS MM

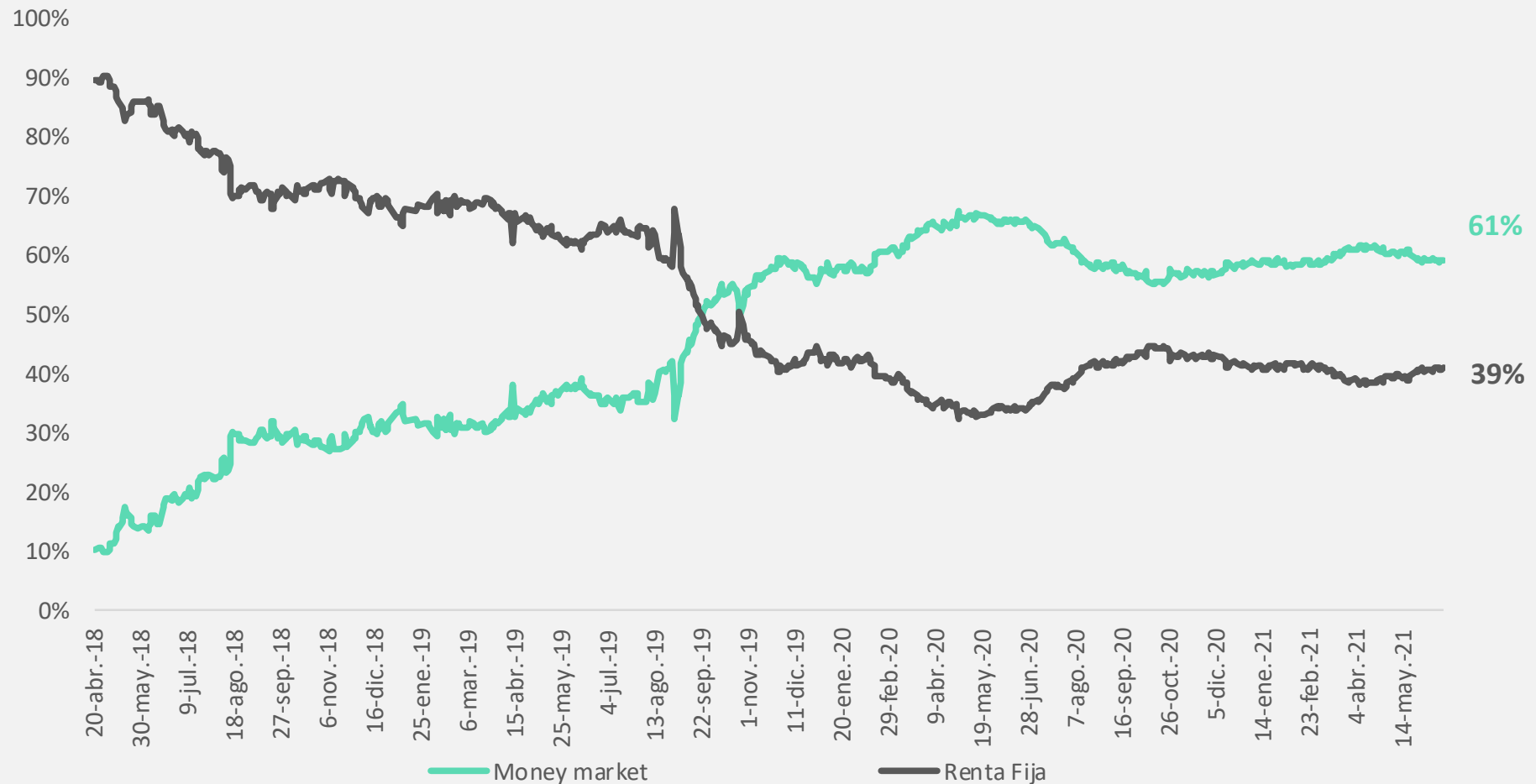


Patrimonio de FCI en money market y renta fija  
a/a último mes cerrado



Patrimonio

Patrimonio de FCI en money market y renta fija en ARS  
% del total



Se encuentra prohibida su reproducción y circulación no autorizada