

FINANCIERO

lcg.

Agregados monetarios– noviembre 2021

DATO

- Base monetaria (BM): \$3,1 Bn cierre nov.; +4,2% m/m (\$ 127 MM); +34% ia promedio (-13% ia real)

EN DETALLE

Factores de expansión de la base monetaria durante el mes

- La expansión de la base monetaria en noviembre respondió básicamente a los mismos motivos que los meses previos: asistencia financiera al Tesoro y pagos asociados al stock creciente de pasivos remunerados. A diferencia de lo ocurrido en la mayor parte del año, nuevas ventas de divisas en el mercado de cambios y las intervenciones realizadas con títulos a costa de reservas jugaron “a favor” de una contracción monetaria.
- En números, la asistencia al Tesoro en noviembre totalizó \$ 130 MM en la forma de Adelantos Transitorios. Sobre esto se sumó la monetización de depósitos públicos por \$ 4 MM.
- El pago de intereses de Pases y Leliqs alcanzó \$ 139 MM en el mes y fue el factor principal de expansión vía operaciones de mercado abierto. De hecho, el desarme de pases fue prácticamente absorbido por leliqs dejando un remanente de \$ 16MM.
- La venta de divisas en el MULC contrajo la base monetaria en \$ 90 MM, un nivel similar al visto en septiembre, mes de las PASO. A su vez, las intervenciones en mercados paralelos vía títulos contra reservas permitieron retirar otros \$ 70 MM.

Agregados monetarios

- La demanda de circulante frenó el ajuste real de los tres meses previos, reflejando una suba del 0,7% mensual en noviembre, en tanto que la de M2 privado consolidó un aumento del 2,5% mensual real en el mes. En la comparación anual, todavía se observan tasas negativas (8% y 2% a/a real, respectivamente) influenciadas por las bases altas que dejó el período del ASPO 2020 elevando la tenencia precautoria de pesos. En términos del PBI, los niveles ascienden a 4,7% y 13,2%.

PARA TENER EN CUENTA

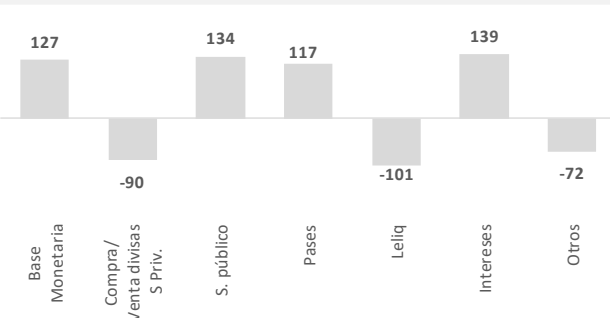
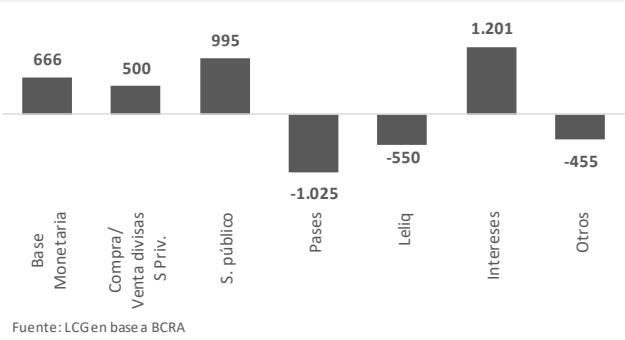
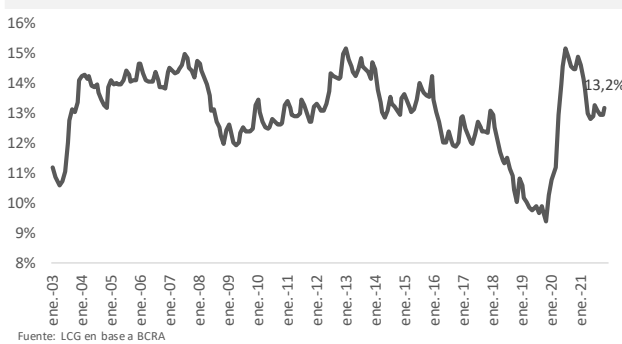
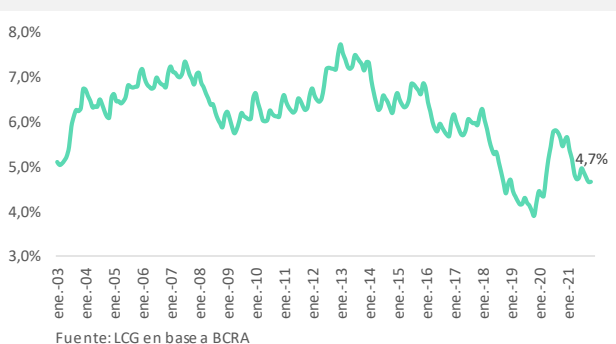
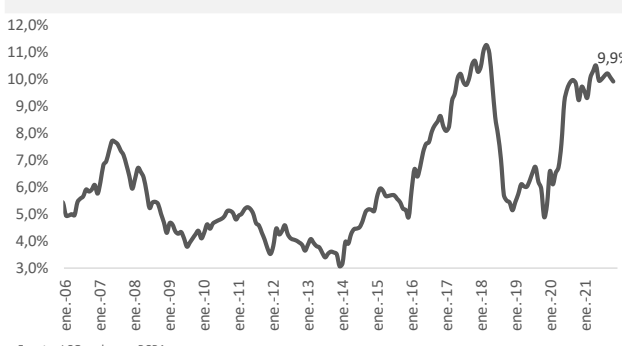
- Tal como estaba previsto en el segundo semestre se aceleró la asistencia del BCRA al Tesoro. En lo que va del año generó la inyección de \$ 995 MM. No obstante, podría decirse que esta suma fue totalmente reabsorbida vía la colocación de pases y leliqs al sistema financiero que creció \$ 1.575 MM en 11 MM, alcanzando la friolera suma de \$ 4.374 MM (9,9% del PBI).
- El costo de esta política de esterilización se tradujo en pagos de intereses por \$ 1.200 MM en el año y se constituye como la principal fuente de emisión en 2021.

EN PERSPECTIVA

- La demanda de dinero, medida en términos del circulante, parece estabilizada (más allá del efecto estacional que suele registrarse en julio y diciembre) en un nivel muy bajo, asimilable con los de fines de 2018 que presentaban inflación elevada y creciente inestabilidad cambiaria (véase gráfico adjunto).
- En este contexto, difícilmente el BCRA pueda revertir su política de esterilización de los excedentes.

QUÉ ESPERAMOS

- Más allá de la aceleración de la asistencia del BCRA en los últimos meses, el Tesoro cuenta todavía con margen de financiamiento disponible vía emisión: \$ 2,6 MM por el remanente de cuasifiscal y \$ 800 MM por Adelantos Transitorios. En total, 1,8% del PBI. Además, la Secretaría de Finanzas volvió a conseguir una tasa de rollo de los vencimientos muy por encima de la mínima obtenida en agosto a partir de una mayor oferta de deuda indexada y la convalidación de tasas más altas para la deuda en pesos. Esto hace presumir que la exigencia al BCRA podría ser menor en el último mes del año, aún cuando la estacionalidad del déficit primario juega en contra.
- Por otro lado, seguirá latente el costo inercial que conlleva la política de esterilización del BCRA reflejada en un abultado pago de intereses.
- En este contexto, la recuperación estacional de la demanda de dinero en diciembre podrá traer algo de alivio momentáneo al BCRA, pero hay que tener presente que sin un aumento sostenido de la demanda de dinero- algo que descartamos en un escenario de inflación cada vez más elevada-, la posibilidad de que el BCRA ponga freno al crecimiento de los pasivos remunerados parece alejada. Apostar a un escenario de mayor inflación para <licuar> este pasivo es una opción poco alentadora, pero sigue luciendo como la más probable.

Factores de explicación de la BM
\$ MM. Datos del último mesFactores de explicación de la BM
\$ MM. Datos acumulados en añoM2 privado
% PBICirculante
% PBIPasivos remunerados del BCRA
% PBIDemanda de dinero
Circulante, en \$ contantes ajustado por EMAE. Enero 2014=100