

DATO

- Base monetaria (BM): \$4,5 Bn al cierre de noviembre; (+4,9% m/m fdp; +\$ 209 MM); +46,5% a/a en 11M (-14% a/a real).

EN DETALLE

Factores de expansión de la base monetaria durante el mes

- Por segundo mes consecutivo, la Base Monetaria creció 4,9% m/m (-0,7% real m/m), equivalente a \$209 MM. En términos anuales el crecimiento fue del 44% (-26% real a/a) y en 11M-22 acumula un crecimiento del 47% a/a (en torno a -14% real a/a).
- En lo que respecta a los factores de explicación de la base, la venta de divisas al sector privado fue contractiva en \$68,5 MM (mismo monto que en octubre), mientras que el sistema financiero permitió absorber un neto de \$102 MM (a raíz de la colocación de pases y Leliq por \$611 MM, que se compensó parcialmente con el pago de intereses por \$510 MM).
- Por su parte, **el sector público fue expansivo por dos motivos que responden al mismo fenómeno: la deuda en pesos del Tesoro.** Por un lado, el componente de Resto de operaciones con el sector público resultó expansivo por \$216 MM, presumiblemente por el desarme de depósitos públicos en el BCRA. Por otro lado, el factor Otras operaciones inyectó un saldo de \$163 MM, atribuible a la intención de la autoridad monetaria por sostener la curva de rendimientos en pesos. Cabe recordar que estas operaciones no entran en la meta de cumplimiento de financiamiento monetario del acuerdo con el FMI.

Agregados monetarios

- Durante noviembre el Circulante creció en promedio 3,6% m/m (-1,8% real). Respecto a 12 meses atrás creció un 47% (-24% real a/a) y en 11M-22 acumula un crecimiento del 51% (-11% real). Así, se mantiene en mínimos, en torno al 3,9% del PBI (0,7 pp menos que un año atrás).
- Por su parte, el M2 privado creció a un ritmo del 4,2% m/m (-1,3% real). Respecto a 12 meses atrás, la contracción resulta del 17% real. Durante octubre representó el 12% del PBI (0,9 pp menos que un año atrás).
- M3 privado se expandió en promedio un 4,9% m/m (-0,6% real). Si bien las colocaciones a plazo crecieron por encima de la inflación, ello no fue suficiente para compensar la caída real de los depósitos a la vista. En términos anuales la caída de M3 asciende a 6% real y representa un 20,8% del PBI (1,1 pp más que un año atrás).

PARA TENER EN CUENTA

- Durante noviembre la secretaría de Finanzas logró un *rollover* de la deuda del 100%, el nivel más bajo desde abril. De este modo, sólo logró captar financiamiento para hacer frente a los vencimientos, pero quedó un saldo remanente para pago de intereses y el rojo fiscal del mes, lo cual tuvo su correlato en la deuda flotante de la APN que asciende a 1,2% del PBI (+0,45 pp vs. octubre). De este modo, el BCRA emitió \$163 MM para sostener la curva de rendimientos (donde los títulos y letras CER que hace unos meses cotizaban sobre la par, rindiendo algunos puntos negativos, ahora otorgan rendimientos del orden del CER +5% en el tramo corto), donde casi la mitad de la inyección se dio en los últimos 5 días hábiles del mes, coincidente con la última (y magra) licitación del 28 de noviembre.

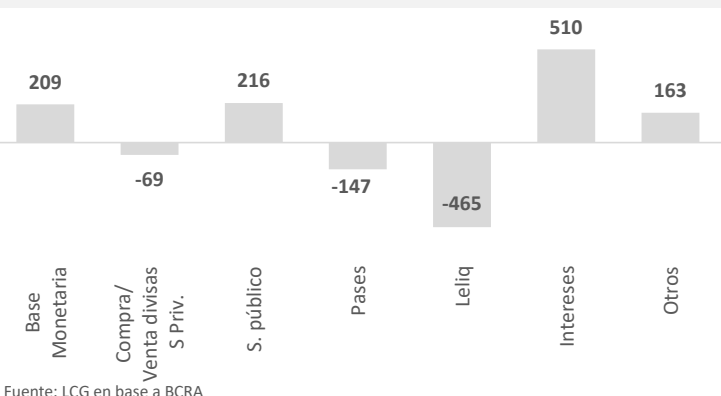
EN PERSPECTIVA

- En lo que va del año, la emisión por intereses de Pases y Leliqs alcanzó los \$2,8 Bn (3,4% del PBI). Dado que la demanda de dinero se mantiene en niveles mínimos, buena parte de esta emisión es reabsorbida en forma de pases y Leliqs. En efecto, el stock de pasivos remunerados alcanza casi el 12% del PBI (+2,1 pp a/a) y equivalen a 2 bases monetarias.
- Esto colisiona con una demanda de circulante que tocó su punto más bajo desde 2003, por un lado a raíz de una aceleración de la inflación y, por el otro, debido a una mayor nominalidad y un papel fiduciario que quedó pequeño en relación a los precios de la economía, lo cual pone un mayor peso sobre la tarea de esterilización de excedentes monetarios del BCRA.

QUÉ ESPERAMOS

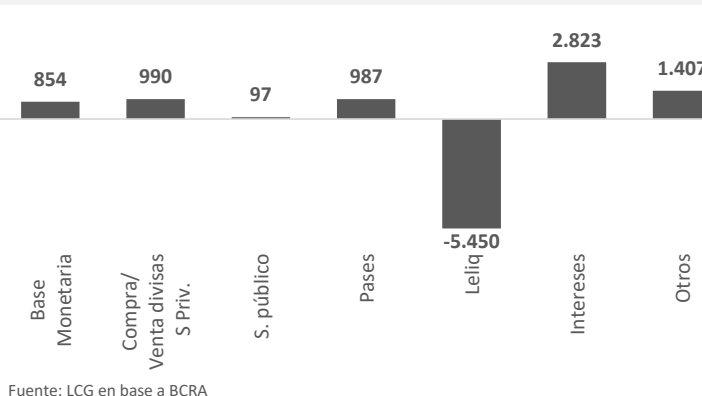
- Para lo que resta del año esperamos que el financiamiento monetario al Tesoro sea prácticamente nulo o marginal, en virtud de lo declarado por el gabinete económico en relación a no utilizar más Adelantos Transitorios. De todos modos, de acuerdo a la meta pactada con el FMI, la actual administración cuenta con un margen de \$145 MM para monetizar, carta que podrá utilizar especialmente hacia fin de año donde las necesidades fiscales son más abultadas, sumado a un mercado de deuda local que comienza a cerrarse.
- Complementariamente esperamos que Finanzas continúe convalidando un sendero ascendente de tasas de modo de poder cerrar el programa financiero de 2022 (la última letra a descuento licitada alcanzó una TEA del 118%, 3 pp más que en octubre). No obstante, en lo que respecta a *roll over* de la deuda, el desafío vendrá en 2023, donde los vencimientos promedian 1% del PBI en cada mes, concentrados en los meses previos a las elecciones. En este sentido, cabe esperar que el BCRA continúe sosteniendo la curva de rendimientos de la deuda pública, lo cual se está viendo reflejado en la cuenta Otras Operaciones del BCRA. Cabe destacar que dicha partida no forma parte de la meta de monetización del acuerdo con el FMI.
- En lo que respecta a la Base Monetaria, esperamos que crezca en línea a un 50% anual, consistente con una caída del 13% real, de acuerdo a la política de esterilización de excedentes que lleva a cabo el BCRA y una mayor nominalidad que desincentiva la tenencia de efectivo.
- De cara a fin de año esperamos que el M2 continúe reduciéndose en términos del PBI, lo cual podrá ver una reversión hacia el período de dic-ene-feb, producto de una mayor demanda estacional de dinero, aunque su efecto sería más bien transitorio.

Factores de explicación de la BM
\$ MM. Datos del último mes



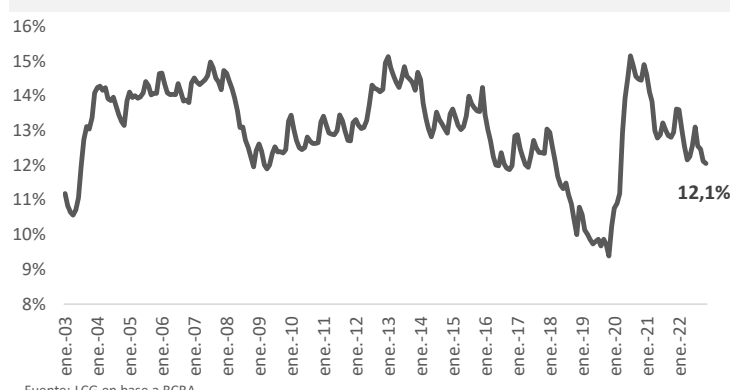
Fuente: LCG en base a BCRA

Factores de explicación de la BM
\$ MM. Datos acumulados en en año



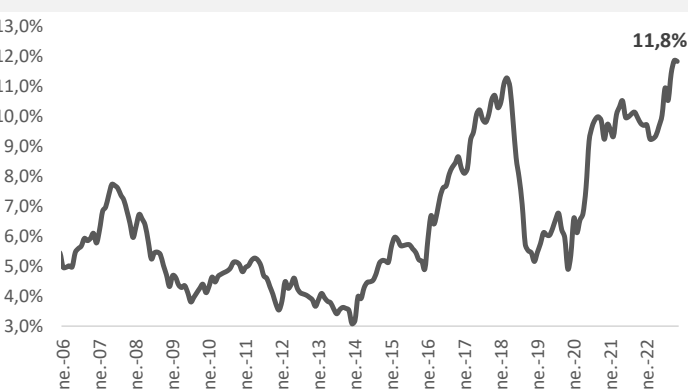
Fuente: LCG en base a BCRA

M2 privado
% PBI



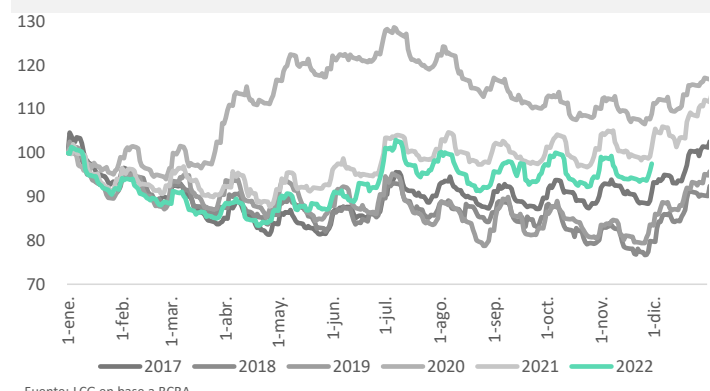
Fuente: LCG en base a BCRA

Pasivos remunerados del BCRA
% PBI



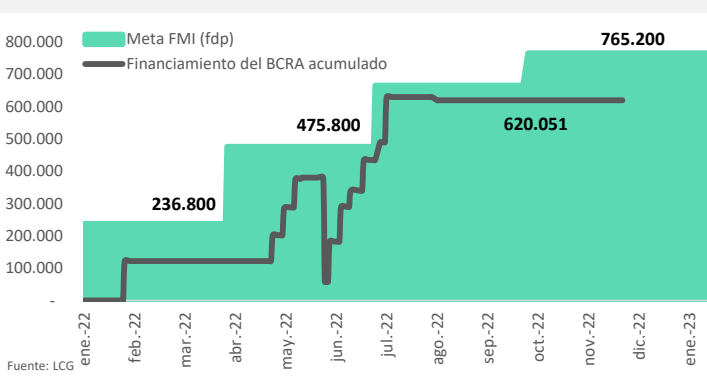
Fuente: LCG en base a BCRA

M2 privado (a precios constantes)
Base 100= 1-ene



Fuente: LCG en base a BCRA

Meta de Financiamiento del BCRA al Tesoro
ARS M



Fuente: LCG