

## UN NUEVO TEST PARA LA POLÍTICA MONETARIA 10 DE FEBRERO DE 2020

**Desde el 10 de diciembre se generó temor por el comportamiento expansivo de la política monetaria. Las necesidades fiscales estacionales, la compra de dólares y la potencial cancelación de las Leliqs alertaban por ese riesgo que podía derivar en más brecha cambiaria e inflación. Eso no sucedió. El resultado fue una expansión alta estacional en diciembre que comenzó a contraerse durante enero.**

De los lineamientos de la política monetaria explicitados por el BCRA la semana pasada surge que la política monetaria es y será altamente dependiente de las necesidades fiscales, tanto de pesos como de dólares. El BCRA satisfecerá la necesidad que tenga el Tesoro emitiendo pesos o prestándole divisas. Las necesidades del Tesoro vendrán ya si se transita por un período de déficit fiscal primario o de los vencimientos de deuda, en pesos o dólares, que se tengan que afrontar por el remanente que el Tesoro no pueda renovar en el mercado.

En el mes de diciembre la expansión promedio de la base monetaria fue del 8,5% (\$135.000 millones), con un aumento estacional de la demanda de circulante de \$95.000 millones. Es decir, la gente quiere tener más pesos en su bolsillo. Esos pesos salieron de la compra de dólares del BCRA (\$79.000 millones) y de la asistencia del BCRA al Tesoro, gastos corrientes, aguinaldos, etc. por \$146.000 millones (\$244.000 millones de punta a punta del mes). Hasta allí bastante en línea con lo esperado. La sorpresa, positiva, lo constituyó un BCRA que esterilizó a través de leliqs/pases un total de \$138.000 millones.

En enero hubo una contracción de la base monetaria del 1,6% (\$26.600 millones) con un aumento en la demanda por circulante que llegó a \$80.000 millones. El BCRA por compra de dólares expandió \$76.000 millones y por la asistencia al Tesoro \$143.000 millones. Cabe aclarar aquí que esta última asistencia se produjo casi en su totalidad durante diciembre, pero en promedio ha tenido ese impacto monetario en el mes de enero. Nuevamente el BCRA estuvo muy activo con la esterilización a través de leliqs y pases, absorbiendo \$305.000 millones.

## OFERTA Y DEMANDA DE BASE MONETARIA

Promedios Mensuales en \$ Mill	I-19	II-19	III-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20	Punta		Punta	
								dic-18	ene-19	dic-19	ene-20
<b>OFERTA DE BASE MONETARIA</b>	<b>-8.917</b>	<b>14.844</b>	<b>1.239</b>	<b>36.410</b>	<b>195.318</b>	<b>134.848</b>	<b>-26.623</b>	<b>67.802</b>	<b>19.030</b>	<b>223.760</b>	<b>-197.610</b>
Compras USD Sector Privado	12.182	0	-50.550	-143.707	-45.701	79.061	76.655	0	7.402	67.035	51.238
<b>Operaciones Tesoro Nacional</b>	<b>12.688</b>	<b>-158</b>	<b>16.050</b>	<b>90.001</b>	<b>15.366</b>	<b>145.203</b>	<b>142.971</b>	<b>1.625</b>	<b>40.296</b>	<b>244.282</b>	<b>14.076</b>
Compra de USD	13.757	-19.932	-29.227	97.381	0	-23.032	-11.037	2.428	41.271	-32.278	-1.791
Adelantos Transitorios	102	0	0	0	12.632	203.684	133.684	-306	306	290.000	0
Transferencia de Utilidades	0	25.748	42.333	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto	-1.171	-5.974	2.944	-7.380	2.734	-35.449	20.323	-497	-1.280	-13.440	15.866
Esterilización BCRA	-71.826	-43.351	-35.276	6.870	174.486	-138.185	-304.859	30.546	-65.821	-140.687	-314.636
Pases y LELIQ	-87.222	-43.348	-35.274	6.872	174.488	-138.183	-304.857	-70.234	-112.019	-140.685	-314.634
Títulos del BCRA	15.402	0	0	0	0	0	0	100.798	46.207	0	0
Otras Operaciones	38.038	58.353	71.015	83.246	51.168	48.768	58.609	35.631	37.153	53.130	51.712
<b>DEMANDA DE BASE MONETARIA</b>	<b>-8.917</b>	<b>14.844</b>	<b>1.239</b>	<b>36.410</b>	<b>195.318</b>	<b>134.848</b>	<b>-26.623</b>	<b>67.802</b>	<b>19.030</b>	<b>223.760</b>	<b>-197.610</b>
Circulante	5.056	15.900	22.899	5.266	6.498	95.024	80.250	50.511	33.342	167.149	-12.773
Efectivo en Bancos	1.200	-1.218	300	8.521	-2.142	19.825	2.562	346	13.332	30.121	-14.811
Encajes	-15.173	161	-21.960	22.624	190.962	19.999	-109.435	16.944	-27.644	26.490	-170.026
<b>Var % Prom Mes BM</b>	<b>-0,6%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>14,1%</b>	<b>8,5%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>-10,4%</b>

*Enero corresponde al día 30*

Este comportamiento implica que el BCRA está siendo cuidadoso con la expansión monetaria, utilizando sus mecanismos de esterilización para absorber los pesos excedentes del mercado. Es muy dependiente de la situación del Tesoro y a partir de allí actúa buscando, por lo que se puede ver hasta ahora, tener una política moderadamente expansiva. Según expresiones del propio presidente del BCRA, la política monetaria no debería alejarse mucho de la evolución de la demanda de dinero. Es decir, la expansión monetaria durante el año debería tener un ritmo sólo algo superior al aumento del PBI nominal, en el marco de un gradual descenso de la tasa de inflación.

El BCRA está cambiando las condiciones de sus mecanismos de esterilización. Busca la baja de costos de sus pasivos remunerados, bajando las tasas de interés y alargando el plazo de las Leliqs. Seguirá en ese camino durante los próximos meses. Hubo un período de transición en las primeras semanas de enero donde incrementó su posición de pases a un día no tomando más Leliqs, pero al estirar el plazo de las Leliqs a 14 días volvió a usarlo como principal instrumento de absorción. La tenencia de pases podemos considerarla como un indicador de liquidez excedente en la banca. Ese stock es muy bajo actualmente indicando la intención del BCRA de no dejar demasiada liquidez excedente. El stock de Leliqs + Pases se ha mantenido estable a partir de la segunda semana de enero. En algún momento el BCRA podría decidir forzar una mayor colocación de crédito de los bancos, no aumentando su stock de leliqs (que se vería en un mayor stock de pases a tasas del 50% de las leliqs) y forzando a la banca a colocar en crédito esos excedentes posiblemente a menores tasas que las actuales.

Fecha	ESTERILIZACIÓN			Pases / Total	Tasa Promedio
	Pases	Leliqs	Total		
Ene 2-3	497.469	762.359	1.259.828	39%	52,3
Ene 6-10	713.294	768.126	1.481.419	48%	51,1
Ene 13-17	785.790	775.877	1.561.667	50%	48,4
20-ene-20	774.965	780.344	1.555.309	50%	46,9
21-ene-20	190.990	1.289.165	1.480.155	13%	49,2
22-ene-20	337.177	1.157.081	1.494.258	23%	48,6
23-ene-20	41.709	1.571.873	1.613.582	3%	49,8
24-ene-20	90.141	1.440.958	1.531.099	6%	49,6
27-ene-20	34.961	1.261.870	1.296.831	3%	49,3
28-ene-20	8.972	1.413.907	1.422.879	1%	49,8
29-ene-20	47.867	1.413.907	1.461.774	3%	49,2
30-ene-20	50.505	1.472.838	1.523.343	3%	49,2
31-ene-20	36.086	1.472.838	1.508.924	2%	49,4
3-feb-20	5.595	1.472.838	1.478.433	0%	49,9

Podemos suponer que el BCRA seguirá comprando dólares en el mercado, aunque menos que los meses anteriores. Además, que las necesidades para cubrir el resultado primario son bastante acotadas. Ya entramos en un período donde la demanda de dinero (circulante) vuelve a bajar, aumentando la liquidez de la banca. Para febrero/marzo debería disminuir el circulante, por razones estacionales, en unos \$50.000 millones aumentando la liquidez.

Pero claramente el tema más delicado para la política monetaria surgirá de las necesidades del Tesoro para hacer frente a los vencimientos de deuda en pesos. Ello surgirá de los vencimientos netos de lo que el Tesoro pueda ir colocando en el mercado con sus nuevos instrumentos. El Tesoro está en una actitud proactiva en este sentido buscando colocar nuevos instrumentos. Pero los vencimientos son crecientes durante los primeros 4 meses del año.

VENCIMIENTOS DE DEUDA: CAPITAL E INTERESES CON SECTOR PRIVADO

Datos en USD Millones	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20
<b>NECESIDAD DE PESOS</b>	<b>642</b>	<b>1.827</b>	<b>3.287</b>	<b>4.590</b>	<b>1.163</b>	<b>2.434</b>
Intereses	139	140	426	371	299	493
Capital	504	1.686	2.862	4.219	864	1.941
Reperfilados	455	426	1.955	828	633	178
No Reperfilados	48	1.261	907	3.391	231	1.763
<b>Vtos. Acumulados ARG\$</b>	<b>642</b>	<b>2.469</b>	<b>5.756</b>	<b>10.346</b>	<b>11.509</b>	<b>13.943</b>

El próximo vencimiento del bono dual el 13 de febrero son \$106.000 millones, de los cuales sólo el 10% ha aceptado el canje por otros instrumentos. El remanente representa el 6% de la base monetaria y será un test de cómo decide el gobierno en esta situación que se podría repetir en el resto del cuatrimestre. La primera decisión sería seguir proponiendo a los inversores nuevos instrumentos más atractivos para el mercado, en su defecto como opciones aparecen el pago de los vencimientos, con el impacto que pueda producir una expansión

monetaria importante, que esta vez se podría realizar pero difícilmente en los próximos 2 meses, o un nuevo reperfilamiento.

Esta decisión servirá para ver como está fijando las prioridades, tendrá sus impactos cualquiera fuera la decisión, y será un antecedente para las perspectivas de la política monetaria de los próximos 2 meses.