

¿Cómo jugará en diciembre la moderación monetaria de octubre/noviembre?

Las tensiones cambiarias de septiembre y octubre llevaron al Gobierno a desplegar una serie de medidas tendientes a contener la demanda de USD oficial, forzar la baja de los USD libres a través de operaciones en los mercados de deuda y futuros y reducir el ritmo de expansión de la cantidad de dinero. El dato de la inflación de octubre de 3,8% también fue un factor que incidió en el cambio en la política monetaria. Ello se reflejó en un menor ritmo de expansión de la base monetaria, en la suba de la tasa de interés y en cambios regulatorios para permitir a los bancos aumentar su exposición de deuda del Tesoro Nacional, entre otros.

La pregunta es si en diciembre se podrá mantener el sesgo, dado que las necesidades de financiamiento ascenderían a ARS 650 mil millones. Probablemente, el Tesoro terminará utilizando una combinación de fondeo a través del mercado de deuda y de asistencia del BCRA. La mayor demanda estacional de dinero en diciembre -y parcialmente en enero- posibilita una mayor expansión de la oferta monetaria. Pero, en el primer trimestre del año, cuando se revierte esa mayor demanda estacional de dinero, la política monetaria y cambiaria enfrentará mayores desafíos. Si bien las necesidades financieras de ese período son menores a las del último trimestre del año, se sumarán a la absorción del excedente de fondos por la cuestión estacional. El Gobierno parece estar enfocado en lograr estabilizar -e inclusive incrementar- la demanda para evitar los efectos sobre la inflación y los tipos de cambio que tendría un escenario adverso.

1. La interacción del Tesoro con el mercado en octubre y noviembre

En el marco del cambio en el sesgo de la política monetaria, en octubre el Tesoro se esforzó en financiarse en el mercado de deuda, pudiendo más que financiar sus necesidades de caja del mes, que superaron los ARS 270 mil millones -sin apelar al BCRA. Colocó deuda por ARS 422 mil millones, lo

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

cual le permitió, además, cancelar Adelantos Transitorios del BCRA por ARS 126 mil millones y comenzar noviembre con un excedente de caja estimado en ARS 52 mil millones.

En noviembre pudo lograr un desempeño financiero similar, aunque debió acudir al BCRA para financiar alrededor de ARS 50 mil millones de ARS (neto de la renovación de Adelantos Transitorios del BCRA que vencieron por ARS 113 mil millones).

Estimación Usos y Fuentes en ARS del Tesoro Nacional en oct/nov/dic-2020

ARS MM

	oct-20	nov-20	dic-20
USOS			
Vencimientos ARS			
Capital	157.511	392.240	345.890
Títulos (bonos y letras)	131.678	279.224	275.138
Adelantos BCRA	25.780	112.949	47.928
Resto	52	67	22.824
Intereses	31.062	29.725	25.742
(1) Total vencimientos	188.573	421.966	371.632
(2) Resultado primario	-81.627	-110.000	-280.000
(3) Cancelación adicional Adelantos BCRA*	100.000	0	-
(4)=(1)+(2)-(3) Total Usos	-370.199	-531.966	-651.632
FUENTES			
(5) Emisión bruta de deuda en ARS	422.804	372.630	-
(6) Otras fuentes (ej, Adelantos, Utilidades y otros BCRA)/Excedente caja**	-52.605	159.336	-
(7)=(5)+(6) Total fuentes	370.199	531.966	-

* Neto de los ARS 25.780 millones expresados en vencimientos. En total ARS 125.780 millones

** Signo negativo implica excedente de caja positivo. En noviembre se renovaron los vencimientos Adelantos BCRA por ARS 112.949 millones

Fuente: MECON, BCRA y estimaciones propias

Para aumentar la participación del financiamiento en el mercado de títulos en el total de las necesidades, el Tesoro acomodó los términos y características de los títulos a emitir a la demanda del mercado. Así, en términos de instrumentos, plazo y costo del financiamiento, del total de emisiones de octubre y noviembre por ARS 795 mil millones, el 40% fueron emisiones de deuda ajustable por CER –principalmente bonos de largo plazo-, y el 33% deuda ajustable por USD. Además, el costo de financiamiento promedio fue creciente entre octubre y noviembre.

MONITOR SEMANAL

Emisiones de mercado en octubre y noviembre

ARS MM y %. Tipo de instrumento y tasa promedio

Tipo	Emisión	% total	Tasa promedio	
			Octubre	Noviembre
USD-Linked	265.909	33,4%	0,1%	-
CER	322.600	40,6%	1,3%	1,5%
Letras	106.853	13,4%	1,0%	0,8%
Bonos	215.747	27,1%	1,5%	1,9%
Variable	72.098	9,1%	36,1%	38,3%
Fija	134.827	17,0%	32,3%	-

Fuente: MECON, Bloomberg y estimaciones propias

Esto es, una mayor demanda por instrumentos que protegen por evolución del tipo de cambio oficial y por inflación, y a un costo creciente, lo cual indica condiciones de demanda que siguen incorporando incertidumbre como principal elemento.

2. Evolución de variables monetarias y financieras entre septiembre-noviembre

La tabla que sigue presenta la evolución de una serie de indicadores monetarios y financieros que muestran el cambio en la política y monetaria y de financiamiento del Tesoro.

Inflación e indicadores financieros y monetarios

% y ARS MM. Sept/Nov-2020

	sep-20	oct-20	nov-20
Inflación	2,8%	3,8%	-
Tasa plazo fijo 30d (minorista) TNA	32,6%	33,5%	36,2%
Badlar TNA	29,7%	31,8%	33,8%
Base monetaria	106.470	-168.634	2.214
Var. % (nominal)	4,7%	-7,0%	0,1%
Leliqs + Pases	42.037	31.469	21.226
Var. % (nominal)	1,7%	1,2%	0,8%
Asistencia BCRA al Tesoro			
Adelantos Transitorios	61.500	-125.780	0
Transf. Utilidades y otros	170.297	23.878	-44.508
Variación depósitos privados en ARS			
Total	103.852	43.005	83.606
Plazo fijo	113.303	-109.430	16.262

Fuente: BCRA

Se observa que entre septiembre y noviembre la base monetaria se contrajo en términos nominales, principalmente por la cancelación de Adelantos Transitorios del BCRA al Tesoro por ARS 126 mil millones dado el excedente de caja generado por la actividad de colocación de deuda en el mercado.

El mayor financiamiento del Tesoro en el mercado

MONITOR SEMANAL

tuvo impacto sobre los depósitos a plazo fijo en ARS del sector privado., que cayeron ARS 109 mil millones en octubre y prácticamente no crecieron en noviembre. A su vez, la tasa de interés de los plazos fijos fue creciente, más de 360 pbs entre puntas –para plazos fijos minoristas.

3. ¿Qué esperar en diciembre y el primer trimestre de 2021?

Como lo mencionamos, en diciembre las necesidades financieras del Tesoro ascenderían a ARS 650 mil millones. Esto es, una magnitud relativa importante, sobre todo si se tiene en cuenta que en diciembre aumenta la demanda de M1, lo que impacta en depósitos a plazo fijo y en la demanda de títulos públicos.

Considerando que por razones estacionales (principalmente pago del aguinaldo) el déficit de diciembre es el más alto de un año normal, ¿cuánta deuda por encima de los vencimientos de capital e intereses podrá emitir el Tesoro y, en consecuencia, reducir su financiamiento con el BCRA?

Probablemente el Tesoro termine haciendo una combinación de fuentes de financiamiento, - mercado de deuda y BCRA-, aprovechando el aumento estacional en la demanda de dinero, que juega a favor en el último mes del año.

Pero, en el primer trimestre del año próximo, cuando se revierte esa mayor demanda estacional de dinero, la política monetaria y cambiaria enfrentarán mayores desafíos. Absorber el excedente de fondos, reducir el déficit fiscal y encontrar un mercado financiero sin mayores turbulencias, son algunos de los elementos que le permitirían reducir las presiones inflacionarias y sobre los tipos de cambio.