

## *Oferta y demanda de Base Monetaria. Costo cuasifiscal y reservas*

Contrariamente al discurso oficial, la emisión monetaria siguió siendo significativa desde que asumió Milei.

Las fuentes de creación de base monetaria, es decir los factores que dan origen a la oferta monetaria, han sido:

1. La emisión para comprar dólares, la podríamos caracterizar como “emisión sana” dada la necesidad de recomponer reservas
2. Le emisión endógena producto de los intereses que devengan los pasivos monetarios remunerados, esto es lo que se quiere licuar con las tasas super negativas que define el BCRA
3. La emisión producto de la eliminación de las Leliqs como instrumento de absorción monetaria
4. La emisión por cancelación de Ledivs que hasta el 31/01 no había sido compensada con absorción de BOPREAL (implicando una expansión neta de Base Monetaria)
5. La emisión por la recompra de bonos contra pesos que el BCRA hace en el mercado secundario (también hubo algo de emisión en los primeros días para pago de futuros)

También hay una emisión fiscal neta que surge cuando se descompone el comportamiento monetario del Tesoro. Es cierto que, si se toma al Tesoro como un todo, en su comportamiento monetario, se vería una contracción monetaria total. Pero si se descompone ese concepto separando la cancelación de deuda con el BCRA obtenida con endeudamiento con el mercado con contrapartida en la caída del stock de Leliqs y/o Pases nos queda una expansión neta del Tesoro, aun cuando se ajusta esa expansión por compra de divisas al BCRA.

En el siguiente cuadro descomponemos las fuentes de oferta monetaria que desde el 11/12/23 hasta el 31/01/24 implicaron un aumento de la oferta monetaria equivalente al 140% de la Base Monetaria de ese momento. Como la demanda de base monetaria creció muy poco nominalmente (solo 8%), producto de que siguió habiendo un fuerte proceso de caída de la demanda de pesos (dada la estacionalidad positiva del período y la altísima inflación

Pablo Repetto – Head of Research – [research@aurum.com.ar](mailto:research@aurum.com.ar)

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

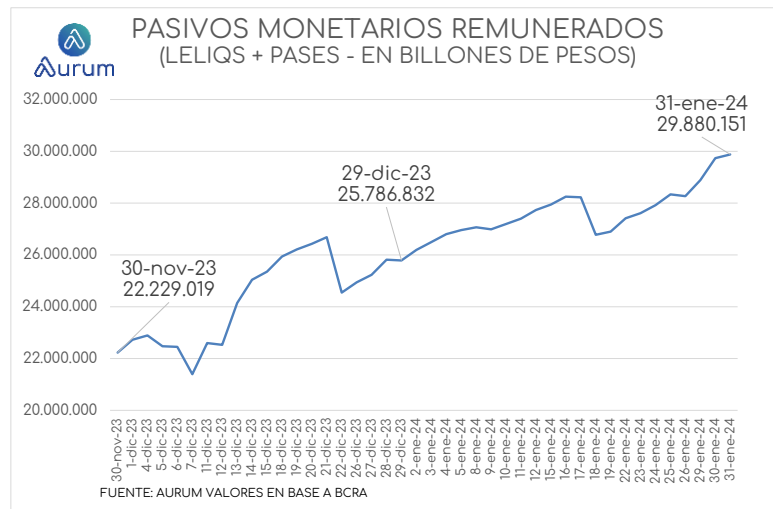


que debería haber ayudado a recomponer saldos monetarios nominales), el BCRA siguió aumentando el stock de Pasivos Monetarios remunerados (ahora como Pases en lugar de Leliqs).

OFERTA Y DEMANDA DE BASE MONETARIA DESDE QUE ASUMIÓ MILEI

| CONCEPTO   | MILLONES DE PESOS  | EN % DE BM DEL 07/12/23 |
|--|--------------------|-------------------------|
| 1 INTERVENCIÓN CAMBIARIA   | 4.990.253          | 49%                     |
| 2 CANCELACIÓN LEDIV/EFEECTO BOPREAL  | 1.035.108          | 10%                     |
| 3 CANCELACIÓN LELIQS   | 4.399.676          | 43%                     |
| 4 EMISIÓN CUASIFISCAL (INTERESES PASES + LELIQS)   | 4.351.630          | 43%                     |
| 5 CANCELACIÓN DEUDA TESORO EN BCRA CON ENDEUDAMIENTO EN MERCADO (USO DE LELIQS)              | -4.293.000         | -42%                    |
| 6 EXPANSIÓN FISCAL (USO DE CUENTA DEL TESORO EN BCRA AJUSTADOS POR COMPRA DE USD DEL TESORO) | 961.732            | 9%                      |
| 7 OTROS (EMISIÓN BCRA PARA COMPRA DE BONOS EN PESOS, PAGO DE FUTUROS, ETC)                   | 2.684.226          | 27%                     |
| <b>A OFERTA DE BASE MONETARIA (1+2+3+4+5+6+7)</b>  | <b>14.129.625</b>  | <b>140%</b>             |
| <b>B DEMANDA DE BASE MONETARIA</b>   | <b>798.573</b>     | <b>8%</b>               |
| <b>C ABSORCIÓN VIA PASES (A-B)</b>   | <b>-13.331.052</b> | <b>-132%</b>            |

FUENTE: AURUM VALORES EN BASE A BCRA



Más allá de la dinámica nominal creciente de los pasivos remunerados, lo verdaderamente relevante a la hora de medir el cuasifiscal y los riesgos que ello conlleva está dado por el ratio entre los pasivos remunerados y las reservas brutas.

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



En efecto, como para el resultado cuasi fiscal influye no sólo el stock de pasivos remunerados sino también el stock de activos, y las tasas de ambos, el resultado dependerá del nivel de los pasivos remunerados (incluyendo aquí el stock de pasivos remunerados en dólares como el BOPREAL dado que si no deberíamos detraerlo de las reservas) y del stock de las reservas internacionales brutas expresadas en pesos.

El otro factor es la tasa de interés de la deuda remunerada en comparación con el rendimiento de las reservas brutas (suma de la tasa de interés que recibe el BCRA por sus stocks de reservas más la tasa de devaluación de la moneda local). Es por eso que lo ideal sería que el ratio de Pasivos Remunerados sobre Reservas Brutas esté debajo de 1 (de ese modo la tasa de devaluación que es el rendimiento del stock de reservas podría estar debajo de la tasa de interés que el BCRA paga por los pasivos remunerados).

Este ratio fue por mucho tiempo superior y, para peor, fue creciente desde abril de 2022 (coincidente con la crisis de la deuda en pesos). La devaluación post PASO y la del 13/12/23 corrigieron vía saltos cambiarios discretos ese desequilibrio. Sin embargo, desde diciembre, cuando el ajuste fue mucho más pronunciado, y aún a pesar de la acumulación de reservas brutas, el ratio se estancó en 1,5 (con una mejora reciente por el ingreso de los DEGS del FMI).



Es decir que los pasivos remunerados siguen estando por encima del stock de Reservas brutas lo que implica un factor de alerta. En gran parte este

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



estancamiento está reflejando la disparidad entre la tasa de devaluación del 2% mensual versus la tasa que paga el BCRA sobre sus pasivos remunerados de aproximadamente el 9% mensual). Para mantener ese ratio entonces el BCRA deber acumular reservas permanentemente, a un nivel estimado para lo que queda de febrero de USD 100 millones diarios. Además debe lograr que no crezcan los pasivos monetarios remunerados más allá del crecimiento endógeno, dado que si la demanda de Base Monetaria siguiera cayendo los Pasivos Monetarios Remunerados crecerían más y generarían más costo cuasifiscal. Es decir sería necesario que la demanda de Base Monetaria absorbiera también la emisión cambiaria y la emisión por deuda en pesos.

La otra alternativa es acelerar el crawl de modo que la tasa que "cobra" el BCRA por sus activos mejore. Este mecanismo permitiría además evitar que continúe el fuerte proceso de apreciación del peso que está determinado por la decisión de fijar el crawl en niveles extremadamente bajos con tasas reales muy negativas, pero mucho más altas que el crawl.

Creemos en definitiva que la disparidad extrema de inflación del 20%, tasas debajo del 10% y crawl del 2% está por terminar. Y que lo prioritario ante este panorama monetario-cambiario será el ritmo del crawl.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Pablo Repetto – Head of Research – [research@aurum.com.ar](mailto:research@aurum.com.ar)

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA