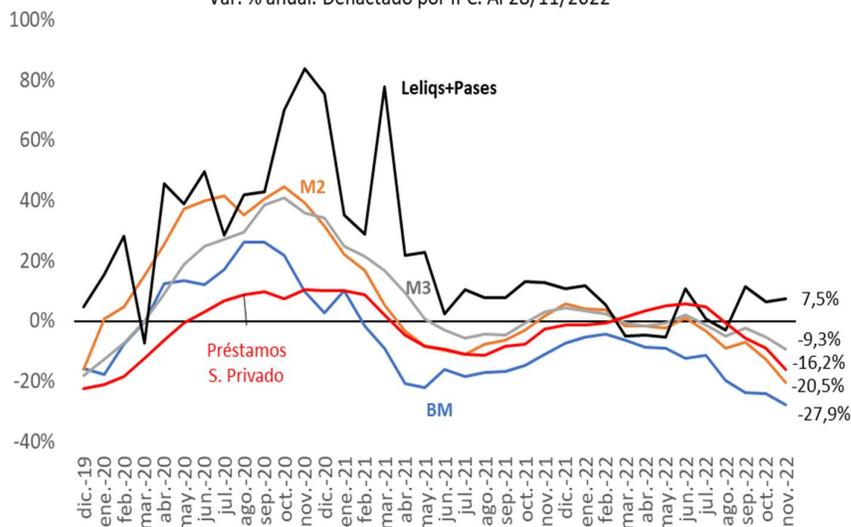


MONITOR SEMANAL

## USD soja 2 en contexto

El mercado de dinero continúa en una etapa contractiva. Oferta y demanda siguen reduciéndose como lo muestran las caídas de la base monetaria y los agregados M2 y M3 en términos reales. Ello limita las posibilidades de financiamiento. El Tesoro sigue siendo el actor más dinámico en ese mercado más reducido, desplazando parcialmente al sector privado.

**Pasivos en ARS del BCRA, agregados monetarios y préstamos al s. privado en ARS\***  
Var. % anual. Deflactado por IPC. Al 28/11/2022



\* M2 = circulante en público + depósitos caja ahorro y cuenta corriente en ARS. M3 = M2 + depósitos plazo fijo en ARS  
Fuente: BCRA e INDEC

Datos al 28-nov muestran a la base monetaria cayendo 27,9% real comparado con un año atrás, M2 20,5% y M3 9,3%<sup>1</sup>. Por otro lado, los préstamos al sector privado en ARS se contraen 16,2% en la misma comparación, indicando cancelación neta de financiamiento<sup>2</sup>. El crecimiento de Leliqs y Pases de 7,5% en términos reales refleja la adaptación de la oferta a la menor demanda de dinero y una mayor asignación de fondos de los bancos a pasivos del BCRA.

En este contexto, la edición del USD soja 2 hasta fin de año traerá alguna mejora. Por un lado, generará mayor oferta de dinero por las compras de divisas que el BCRA hará en el MULC, en momentos en que la demanda de dinero es estacionalmente

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

JuanSommer  
CONSEJERO



<sup>1</sup> Se asume inflación de 6,5% en nov-22.

<sup>2</sup> La tasa activa promedio de las líneas subsidiadas es menor que la inflación lo cual también incide en la evolución de los préstamos totales en términos reales.

## MONITOR SEMANAL

mayor -aunque en los últimos años es menos marcada -. También aportaría ingresos por retenciones que podrían oscilar entre 0,25-0,40% del PBI –dependerá de lo que finalmente se liquide por exportación de soja- y permitiría cumplir con la meta de reservas internacionales de fin de año acordada con el FMI -. Ello a costa del deterioro del balance del BCRA porque comprará reservas contabilizándolas al tipo de cambio oficial, pero las pagará ARS 230. Ese efecto luego será compensado por el Tesoro con una Letra Intransferible en USD, que se contabilizará a valor nominal y al tipo de cambio oficial.

Por otro lado, la emisión monetaria resultante podría tener impacto en los tipos de cambio libres y en otros precios, aunque no necesariamente en diciembre por la mayor demanda estacional de dinero, sino en las primeras semanas/meses de 2023 cuando ese efecto se revierta. Ello dependerá, entre otras cosas, de lo que finalmente se termine absorbiendo -mediante ventas netas de divisas y/o emisión de Leliqs y Pases-.

### Algunos números que se derivan de esta nueva etapa de USD soja 2

Los efectos del USD soja 2 dependerán de cuánto finalmente liquiden los productores y qué hagan con los pesos que obtienen. Si se liquidasen entre USD 2.000-4.000 millones, algunos de los efectos serían los siguientes:

- Reservas internacionales: el impacto de esa liquidación sobre las reservas sería menor porque el resto de las operaciones de cambio que se cursan en el MULC están mostrando un saldo negativo, a pesar del fuerte control de pagos. Sin embargo, el cumplimiento de la meta de acumulación de reservas internacionales netas de USD 5.000 millones durante 2022 sería fácilmente alcanzado (estimamos que las reservas acumuladas al 24-nov en la medición del acuerdo con el FMI está en el orden de USD 3.500 millones). También ayudará el próximo desembolso del BID de USD 500 millones. Queda la duda si el FMI haría en dic-22 o ene-23 el desembolso correspondiente a la aprobación -aún bajo análisis- de las metas de sept-22.
- Fiscal y financiamiento: se podrían generar ingresos por retenciones del orden de 0,2-0,40% del PBI que disminuirían el

## MONITOR SEMANAL

déficit primario y las necesidades de financiamiento inmediatas, particularmente en momentos en que se mantiene la tensión en el mercado de deuda en ARS del Tesoro. El mayor rendimiento relativo de la deuda en ARS del Tesoro y que en la última licitación de nov-22 se logró refinanciar el 85% de los vencimientos reflejan esta situación. De hecho, durante noviembre se estima que hubo rescates de fondos comunes de inversión que invierten en títulos soberanos ajustables por CER y USD Linked por alrededor de ARS 40 mil millones, que fueron principalmente a fondos de *money market* (cambiaron riesgo Tesoro por riesgo BCRA).

- Mercado de dinero: el impacto inicial directo sobre la base monetaria significaría un aumento del 7%-14% sobre el stock de fin de nov-22. Si este fuese el único factor de expansión, implicaría que, en términos reales, la base monetaria cerraría el año con una contracción del 30-35% interanual, similar a la variación observada al 28-nov. El efecto final dependerá cuánto y cuándo se termine absorbiendo con Leliqs y Pases y/o con ventas netas de divisas en el MULC. Un desafío adicional representa la migración que se ve desde fondos comunes de renta fija a *money market*. Su contrapartida son plazos fijos y, en parte, pasivos remunerados del BCRA, reflejando cambios en las preferencias de tipos de activos del sector privado.
- Impacto inmediato sobre el balance del BCRA: su balance se deterioraría en USD 600-1.200 millones porque comprará reservas contabilizándolas al tipo de cambio oficial (en el entorno de ARS 174 promedio<sup>3</sup>) pero las pagará ARS 230. Si bien ese efecto será compensando con la emisión de una que hará el Tesoro de una Letra Intransferible en USD que entregará al BCRA, su balance se resentiría.

En síntesis, el USD soja 2 tendrá beneficios inmediatos en materia fiscal y reservas. Pero el impacto de la mayor expansión monetaria asociada sobre la inflación y el precio de los activos dependerá, entre otras cosas, si el Gobierno logra mejorar las expectativas y, consecuentemente, aumentar la demanda de dinero. Queda la duda si al final se tratará de un nuevo “financiamiento” o simplemente adelantamiento de ingresos para el Tesoro y de ingreso de divisas.

---

<sup>3</sup> Según la curva de ROFEX al 30/11/2022.