

¿ES UN PROBLEMA EMITIR SI HAY TANTA ILIQUIDEZ?

El Covid-19 paraliza al mundo y a la Argentina. En lo inmediato genera un problema masivo de iliquidez tanto en empresas como en las familias, en particular las de trabajadores informales. Se trata de un fenómeno transitorio, pero que puede dejar fuertes secuelas. Buena parte de la solución debe llegar a través de abundante financiamiento dirigido especialmente a las empresas que sufren interrupciones abruptas y generalizadas en sus flujos de caja, e inyecciones a los trabajadores informales no bancarizados. Esto es, más emisión monetaria. Aquí analizamos sus efectos.

- El mundo recurre a distintos grados de distanciamiento social forzoso e intervenciones económicas para enfrentar la pandemia. En la Argentina se sigue un mix adecuado desde lo sanitario (cuarentena total en etapa temprana) pero insuficiente todavía para frenar la fenomenal caída de la actividad. Los estímulos económicos, además, presentan dificultades de implementación debido a la escasa bancarización del sistema.

- El problema de implementación no es menor. Existen sólo 300 mil firmas que pagan los salarios a través de instituciones financieras, dentro de un universo de 2 millones de empresas, considerando autónomos y monotributistas. Lo más grave es que sólo una pequeña fracción de las bancarizadas está calificada por las entidades financieras para ser considerada sujeta de crédito. También se suman alrededor de 3 millones de trabajadores informales que no tienen cuenta bancaria. Este complejo cuadro implica que las inyecciones de liquidez vía financiamiento no tienen la capilaridad que se necesita.

- El Coronavirus impacta sobre una estructura económica y social ya debilitada por el freno de la actividad productiva desde agosto pasado y la crisis financiera que derivó en el reperfilamiento de la deuda del sector público nacional. Para las empresas la situación de estrés se arrastra desde el año pasado, lo que torna este nuevo evento definitorio para la suerte de sus negocios.

- Para hacer frente al ahogo financiero y de liquidez es necesario recurrir a la emisión monetaria. Lógicamente, no de manera permanente, ya que llevaría a nuevos desequilibrios macroeconómicos. De lo que se trata es de hacer coincidir un salto espectacular en la

demanda de pesos por los motivos anteriores con una mayor emisión de carácter transitoria.

- En ese escenario, los medios de pago amplios (M2 más cuasi monedas ⁽¹⁾) podrían llegar a crecer hasta 85% i.a en 2020, en la medición entre puntas (diciembre vs. diciembre), por el bache fiscal de las provincias y, de no mediar intervención del BCRA, esta expansión podría modificar la proyección previa de inflación, de 40% pre-Covid19.

- Sin absorción por parte del Banco Central, el M2 amplio se ubicaría a fines de 2020 en torno al 17% del PBI, cuatro puntos más que el año pasado. Es difícil pensar que el aumento en la demanda de pesos alcance para absorber todo el incremento y por lo tanto el *BCRA deberá recurrir a una nueva oleada de emisión de Leliqs para aspirar buena parte de esa expansión, aumentando la tasa de interés.*

Con la extensión del aislamiento **hasta el 13 de abril, la caída proyectada de la actividad por la parálisis es de 4%, llevando a una declinación de no menos de 6% del PBI 2020.**

En teoría, una emisión monetaria como la estimada para contener la crisis de liquidez generada por el Covid-19 tendría efectos claros sobre los precios y la tasa de interés. Sin embargo, en este contexto, la caída en la demanda de bienes y servicios propia del aislamiento y de la incipiente reducción de salarios en algunos sectores como automotrices y petroleros que pueden reproducirse en otras actividades para preservar fuentes de trabajo, no permiten ser tan concluyentes respecto de una aceleración de los precios por encima de las proyecciones previas.

¿POR QUÉ CRECE LA EMISIÓN?

Los factores que explican la expansión de la base monetaria en el nuevo escenario son básicamente tres:

- El superávit en el mercado de cambios, que este año será de USD 5.000 millones (a un tipo de cambio promedio de \$ 75), supone un incremento de \$375.000 millones en la base.
- El déficit primario de 0,5% del PBI (antes del Covid-19) suponía una inyección monetaria de \$ 150.000 millones, que sumado al paquete de asistencia por 0.6% del

¹ M2 = billetes y monedas en poder del público + cajas de ahorro y cuentas corrientes (depósitos a la vista). Se incorpora el concepto de cuasimoneda en caso de que algunas provincias lo utilicen en un contexto de fuerte deterioro de las transferencias nacionales automáticas y de los ingresos tributarios propios.

producto, lleva a una expansión total de la base por motivos fiscales de \$325.000 millones.

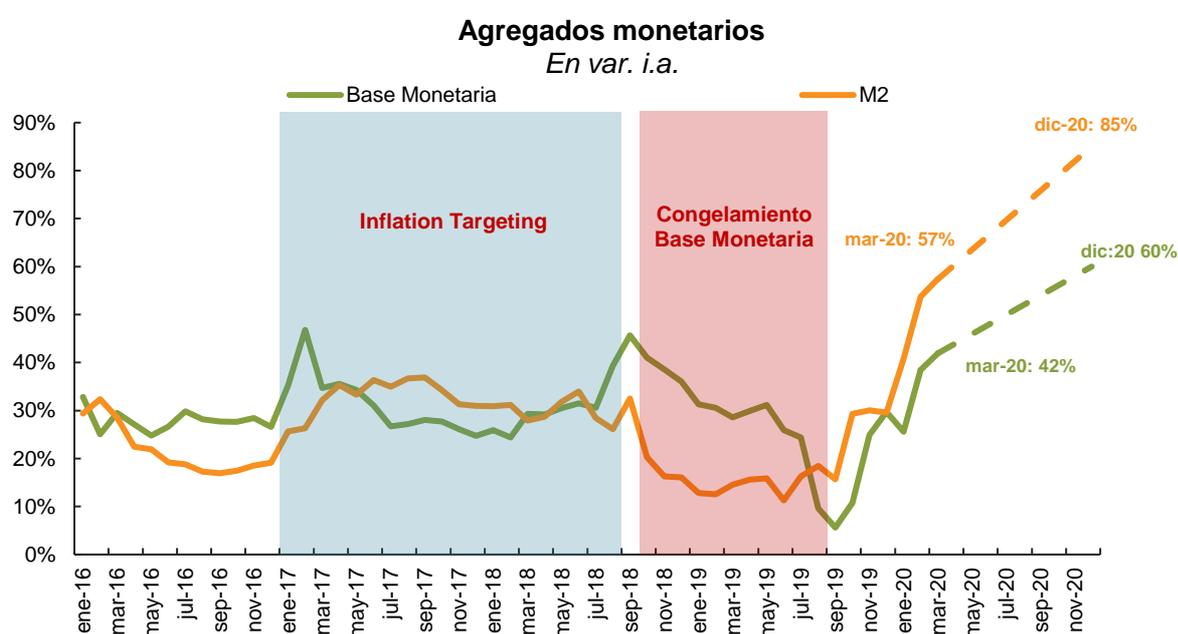
- Por el lado de los intereses de deuda en pesos (asumiendo reperfilamiento del capital), la cantidad de dinero crecería \$ 275.000 millones.

La suma de estos tres factores de expansión supone un incremento de la base monetaria de \$ 1 billón en el año, frente a una base que en diciembre era de \$ 1.7 billón (+60% i.a.).

Este billón de pesos que se volcará al mercado no es grave y las tasas bajaron significativamente. Como se asume que el evento es de naturaleza transitoria y el tamaño del paquete fiscal no es demasiado relevante, la proyectada expansión de la base sería manejable.

¿Pero qué sucede con los agregados monetarios más amplios?

Aun así, el paquete de créditos subsidiados (\$ 375.000 millones para capital de trabajo, tecnología y parques industriales) y las necesidades financieras de las provincias que podrían requerir la emisión de cuasimonedas, pueden llevar los medios de pago amplios (medidos como M2 y cuasimonedas) a una expansión de hasta 85% i.a. Tamaña expansión sí demandará de algunos mecanismos de coordinación, como veremos a continuación.



Fuente: Analytica

EL FANTASMA DE LAS CUASIMONEDAS

Generar liquidez es una necesidad de primer orden. La Nación puede emitir, con los riesgos ya definidos. En varias provincias ya circulan proyectos para el retorno de las temidas cuasimonedas, que obviamente agregarían combustible al problema de la expansión del

M2. Con los desarreglos fiscales en las provincias (recaudan menos y reciben menores recursos de la Nación) y una cuarentena de tan sólo un mes y medio de duración, la emisión de cuasimonedas podría ubicarse en 0,9% del PBI, unos \$ 225.000 millones. Esta emisión, sumada al multiplicador del crédito, llevaría los agregados amplios a la zona de \$ 4.6 billón (+85% i.a.) y en ausencia de mecanismos de coordinación podría causar inconvenientes.

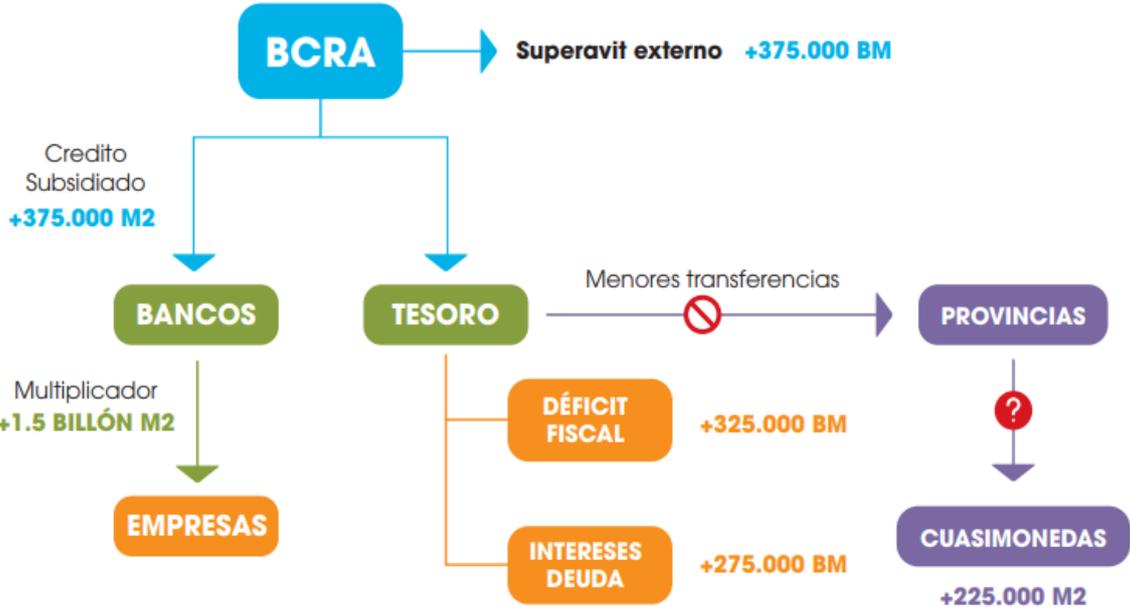
¿Por qué esta expansión del M2 puede ser un problema a mediano plazo, a diferencia de los efectos potenciales del crecimiento de la base monetaria? Por el control relativo del BCRA sobre los movimientos de los depósitos en los bancos que integran el M2. El Central controla la emisión de billetes, no las cuentas corrientes ni las cajas de ahorro, que luego son utilizados por los bancos para prestar. Si ese circuito crece demasiado, el BCRA se verá obligado a aumentar la tasa de las Leliqs para absorber el dinero que los privados no demanden y contener todo lo posible el impacto sobre los precios. A este cuadro se le suma además la posible emisión de cuasimonedas.

Aunque en el contexto actual la inflación (y dada la aguda recesión que se avecina) es un problema de segundo orden, el multiplicador del crédito puede aceitar el fenómeno de los precios, sumando mayores pérdidas al salario real y afectando nuevamente la demanda de préstamos y el consumo (por un mayor nivel de tasa de interés).

Estos movimientos en la base monetaria y en los medios de pago amplios (M2) se resumen en el siguiente esquema.

UNA GRAN EXPANSIÓN DE PESOS

Base Monetaria y M2+cuasimonedas, en \$ millones



Fuente: Analytica

Sin embargo, esta inyección de pesos en el mercado no está claro que tenga efectos directos sobre la inflación en el corto plazo. Esa presión es más probable en alimentos y artículos básicos de consumo (que tienen precios máximos), pero no en el resto de los bienes y especialmente en los servicios, impactados por las necesidades de liquidez y la pérdida de ingresos de las familias (sea por menor salario o caída en el empleo).

De todos modos, para evitar eventuales impactos inflacionarios y centralizar la emisión sólo en el Banco Central, podría pensarse una alternativa a las cuasimonedas estableciendo que las provincias le coloquen deuda de corto plazo por única vez, garantizada por la coparticipación de impuestos y/o recursos propios, calculados en base a una trayectoria "normal" de los ingresos tributarios. Esta deuda de corto plazo podría ser refinanciada en forma parcial y en directa relación con las capacidades de cada una de las provincias para evitar impactos macro no deseados (inflación, por caso).

El otro problema relevante que presenta el cuadro de iliquidez actual es que, aun existiendo líneas suficientes, éstas lleguen a las empresas (pymes en especial) con la velocidad necesaria. La estructura regulatoria propia del sistema financiero no puede atender más allá de la situación de un grupo de empresas con historia, formalizadas, e indicadores sólidos. Es muy complejo que los bancos puedan dar respuesta a las empresas más vulnerables por su situación financiera y económica. En este sentido, las provincias deberían utilizar sus mecanismos institucionales para llegar a la mayor cantidad de destinatarios posibles y proteger los puestos de trabajo.

DIRECTORES

RICARDO DELGADO - RODRIGO ALVAREZ