

# Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez  
Directores

## NO TODO ES “MAQUINITA”, SINO TAMBIÉN DEUDA EN PESOS

El Covid-19 sigue generando la necesidad de un impulso fiscal sin precedentes en momentos de renegociación de la deuda. Es evidente que no hay posibilidad de obtener financiamiento externo. Sin embargo, el mayor déficit fiscal no se financia exclusivamente con emisión. Empieza a activarse el mercado de deuda en pesos. Y más aún; el fuerte crecimiento de los agregados monetarios no se explica por la emisión de dinero del Banco Central para cubrir gasto público sino por los cambios recientes en los encajes, exclusivamente asociados a paliar los efectos de la pandemia.

- En el inicio de junio el BCRA absorbió \$ 300.000 millones a través de la emisión de pasivos remunerados, específicamente Leliqs. Si se asume que la autoridad monetaria sigue transfiriendo unos \$100.000 millones por semana al Tesoro, como lo viene haciendo en promedio desde el inicio de la cuarentena, la base monetaria (suma del circulante y los depósitos de los bancos en el BCRA) crecería en torno al 40% anual, por debajo de la inflación (45%). Sin embargo, los medios de pago más amplios crecen a más del doble. En este informe te contamos por qué. Un adelanto: este exceso de emisión es transitorio y se asocia a los efectos del Covid-19. Por lo tanto, no debería generar grandes interrupciones en las variables nominales en los próximos meses.

- Es interesante notar un cambio de tendencia en la estructura de financiamiento del fisco: hasta abril las transferencias del BCRA al Tesoro excedían el déficit primario. En mayo, fueron equivalentes. Esto significa que el mercado de capitales en pesos está aumentando su predisposición a financiar el Tesoro, en particular el vencimiento de los intereses. Por otra parte, las emisiones de deuda ya superan a los vencimientos por primera vez desde agosto de 2019.

## LA CULPA NO ES DE LA BASE MONETARIA

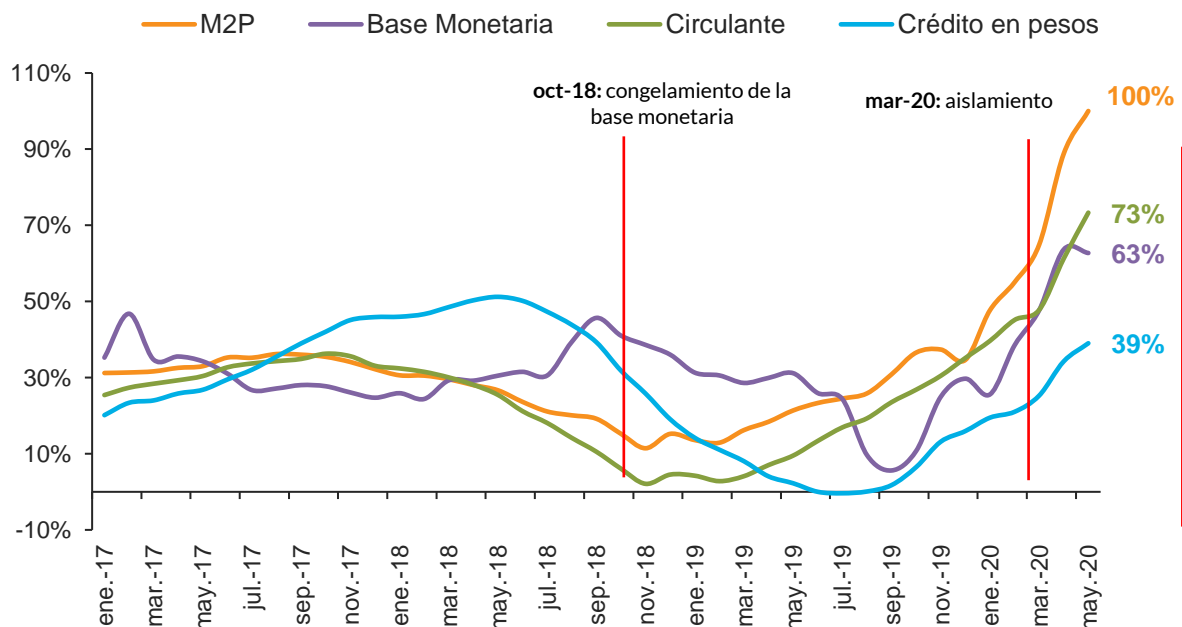
- Es evidente la discrepancia muy marcada entre la evolución de la base monetaria y la de los agregados más amplios, como el M2 privado (circulante en poder del público más depósitos a la vista). Hasta fines de mayo, mientras la base crecía al 55% anual, el M2 privado lo hacía al 90%. Sin embargo, el BCRA emitió Leliqs por \$300.000 millones en la primera semana de junio, lo que ubicaría el crecimiento de la base por debajo del 40% anual.

- ¿Por qué esta diferencia? A partir de la emergencia planteada por la pandemia para las empresas, el Banco Central redujo los encajes bancarios para financiar los programas oficiales de crédito y retiros por cajero automático. En la actualidad, por cada peso que ingresa a los bancos en concepto de depósitos, unos 38 centavos no pueden prestarse, en promedio. Para las cajas de ahorro y cuenta corriente los requisitos alcanzan el 45% (unos \$ 900.000 millones quedan inmovilizados) y para los plazos fijos un 30% (\$ 500.000 millones).

- El M2 privado creció en el último año \$550.000 millones por encima del nivel que hubiese tenido si el BCRA no hubiera reducido los encajes y hubiese seguido la evolución de la base monetaria. La diferencia surge a partir del crecimiento del crédito a PyMEs (\$350 mil millones) y del circulante requerido en los retiros por cajero automático (\$ 200 mil millones), ya que ambos permiten a los bancos reducir sus requisitos de liquidez, lo que expande los agregados monetarios.

### M2 PRIVADO, BASE MONETARIA, CIRCULANTE Y CRÉDITO

Crecimiento interanual



Fuente: Analytica en base a BCRA

- Asumimos que esta dinámica es de naturaleza transitoria y se revertirá cuando los efectos de la pandemia disminuyan. En particular, existen reducciones específicas de los requisitos de liquidez asociados a normas que surgen por el Covid, en especial los créditos blandos a las Pymes.

## MEJOR DESEMPEÑO DE LA DEUDA EN PESOS

En general, cuando el mercado se cierra el Tesoro debe recurrir lisa y llanamente a la emisión, tanto para financiar el déficit primario como para cancelar intereses y amortizaciones de deuda. Sin embargo, desde mayo esta situación está mejorando como lo reflejan al menos dos circunstancias:

- Durante el mes pasado, y por primera vez desde agosto de 2019, con la última gran devaluación de la era Macri, la emisión de pesos (vía adelantos transitorios y utilidades contables) se ubicaría por debajo del déficit primario del mes. En Analytica lo estimamos en \$287.000 millones, \$60 mil millones por encima de abril. Esto implica que el mercado de deuda en pesos financia las amortizaciones y los intereses de deuda en situación de pago regular. Además, lo hace a tasas razonables, apenas por encima de la inflación.
- Además, las emisiones en pesos superan los vencimientos de capital e intereses. En el gráfico se ilustran ambas circunstancias.

### FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL TESORO

#### Emisión y deuda en pesos

En millones de pesos				
	Resultado Primario	AT y UT del BCRA	Diferencia	Financiamiento neto
	(I)	(II)	(II - I)	(emisiones de deuda - vencimientos)
ago-19	13.746	127.000	140.746	-70.824
sep-19	-25.368	0	-25.368	-56.784
oct-19	8.527	0	8.527	-87.825
nov-19	-6.397	60.000	53.603	-75.530
dic-19	-120.143	290.000	169.857	-117.538
ene-20	-3.766	0	-3.766	-77.266
feb-20	-27.497	107.000	79.503	-111.128
mar-20	-124.728	205.000	80.272	-475.123
abr-20	-228.822	310.000	81.178	-241.382
may-20	-287.381	290.000 (*)	2.619	161.698

(\*) El número refleja el acumulado hasta el 28-may. El día inmediatamente posterior se registraron transferencias de utilidades por \$140.000 M. Sin embargo, por cuestiones de calendario, la utilización efectiva de esos fondos será en junio.

(\*\*) El monto incluye las colocaciones de deuda en pesos por el canje de Letes en moneda extranjera reperfiladas en 2019 y el bono AF20.

Fuente: Analytica en base a BCRA y MECON.

Con una reestructuración de la deuda en proceso, el mercado de colocaciones en pesos en franca mejoría y un exceso de liquidez que podría ser revertido cuando se normalicen las restricciones a la movilidad, están dadas las condiciones para poner sobre la mesa un programa monetario que sea un primer paso para comenzar a controlar la inflación. Siguen sin estar dadas las condiciones para que la Argentina viva tiempos de descontrol de los precios producto del financiamiento monetario del déficit fiscal, como ocurrió entre fines de los años 80s y comienzos de los 90s.