

El programa financiero para lo que resta de 2021

Primeros cinco meses del año: control monetario, ajuste fiscal y emisión de deuda para financiar al Tesoro en ARS

Durante 2020 la pandemia llevó a una fuerte expansión del gasto público (déficit fiscal de 8,5% del PBI), que se financió prácticamente en su totalidad con emisión monetaria. El efecto sobre la aceleración en la tasa de inflación es uno de los elementos que llevó al cambio en las políticas fiscal y monetaria en lo transcurrido de 2021.

Durante los primeros cinco meses, el sesgo de la política fiscal y monetaria fue contractivo en lo concerniente a ARS, aunque el BCRA financió al Tesoro sus necesidades en moneda extranjera por USD 3.500 millones sin contrapartida. El importante ingreso de divisas comerciales y el control monetario lograron reducir las expectativas de devaluación, que se fueron moviendo hasta ubicarse por debajo de la tasa de interés en ARS y de la tasa de inflación esperada.

En ese contexto, volvieron a ser atractivos activos financieros en moneda local ajustables por inflación. Esta situación favoreció al Tesoro, que pudo financiar en el mercado de deuda prácticamente la totalidad de sus necesidades de caja en ARS del período –déficit fiscal y vencimientos de capital de la deuda en ARS- con aumentos mínimos en la tasa de interés. La contracara de ello es que el BCRA prácticamente no emitió pesos para financiar al Tesoro.

Variación de base monetaria y sus factores de explicación

ARS MM. Al 31/5/2021

	Base monetaria	Compra neta divisas al S. Privado	Asistencia neta al Tesoro Nacional*	Leliqs y Pases	Intereses Leliqs y Pases	Resto
Stock inicial	2.470.260					
Var. acum. 2021*	46.937	526.593	46.150	-878.634	460.381	-107.553
Stock final	2.517.197					

* Neta entre adelantos transitorios y transferencia de utilidades y compra neta de divisas

Fuente: BCRA

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

JuanSommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

Se observa que la asistencia neta al Tesoro fue menor (ARS 46,15 mil millones). A su vez, la base monetaria se expandió en una cantidad similar (ARS 46,9 mil millones), producto de la expansión monetaria por compras netas de divisas al sector privado y el pago de intereses de Leliq y Pases. Estos factores de expansión fueron compensados prácticamente mediante la colocación de Leliq y Pases. De esta manera, la base monetaria aumentó 1,9% desde fines de 2020 en términos nominales y se contrajo 21% en términos reales en la comparación interanual mayo 21/mayo 20.

Las necesidades de caja del segundo semestre y su financiamiento

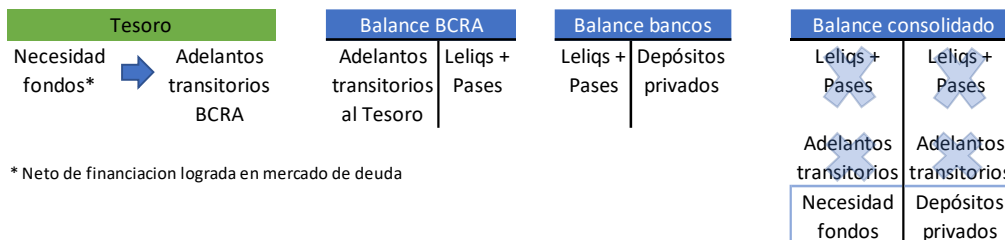
Las necesidades de caja del Tesoro en ARS dependen de la magnitud del déficit fiscal y los vencimientos de deuda pública. Los vencimientos de capital de los títulos en ARS suman aproximadamente ARS 1,78 billones en el segundo semestre de 2021 (el 41% son instrumentos ajustables por CER), siendo julio y agosto meses muy demandantes -ARS 430 mil millones en julio y 512 mil millones agosto. En la licitación de esta semana se volvió a ver lo que se viene notando muy marcadamente en las licitaciones de 2021, la preferencia de los inversores por instrumentos ajustables por CER. En este caso, de los ARS 160 mil millones captados, el 75% fue ajustable por inflación con vencimientos en 9-11 meses.

A diferencia del año pasado, cuando durante buena parte del año el Tesoro tuvo dificultades para financiarse en el mercado de deuda, en lo que va de 2021 el cambio en su estrategia financiera -básicamente convalidando las preferencias de inversores- logró ese objetivo. En consecuencia, como mencionamos más arriba, prácticamente no ha recibido asistencia en ARS del BCRA (distinto en el caso de USD).

Es interesante mostrar el mecanismo de financiamiento del Tesoro en ARS durante la mayor parte de 2020 y la interacción entre las distintas partes que intervinieron. Resumidamente, el Tesoro registró necesidades de financiamiento monetario -déficit fiscal y vencimientos de capital de títulos, netos de lo refinanciado en el mercado de deuda. Ese financiamiento fue provisto por el BCRA. Los ARS que el BCRA transfiere al Tesoro, generan depósitos, primero públicos y luego privados a medida

MONITOR SEMANAL

que se usan los fondos recibidos. A su vez, los depósitos que reciben las entidades financieras y que no se prestan, terminan siendo absorbidos por el BCRA con Leliqs y Pases.

Esquema de financiamiento del Tesoro en ARS durante gran parte de 2020


La figura muestra que, al consolidar las operaciones, el resultado es que los depositantes terminaron financiando al Tesoro. Y el BCRA emitió pasivos remunerados para mantener el equilibrio entre oferta y demanda de ARS.

Últimamente, esa dinámica de aumento de los pasivos remunerados del BCRA comenzó a encender algunas alertas - representan actualmente 9,6% del PBI, son instrumentos de muy corto plazo y crecen a un ritmo anual del 44-45% por los pagos de intereses.

En lo que va de 2021, el mecanismo de financiamiento del Tesoro se modificó, ahora logrando cerrar sus necesidades de caja prácticamente en su totalidad a través de la emisión de títulos de deuda. No está claro si esta tendencia se puede mantener en los próximos meses, por los límites de endeudamiento de los inversores, incluidos los bancos.

La combinación de estos elementos fue lo que probablemente llevó al BCRA a modificar la política de integración de efectivo mínimo de los depósitos a plazo fijo de los bancos – Comunicación A 7290 del 27/5/2021. Desde junio los bancos pueden elegir voluntariamente integrar los requisitos de liquidez con Leliqs o con instrumentos de deuda del Tesoro en ARS -excluyendo los ajustables por tipo de cambio- de plazo no menor a 180 días ni mayor a 450 días, adquiridos en suscripción primaria. Para reducir el riesgo por descalce de plazos, el BCRA dará liquidez inmediata a los bancos en caso de que la necesitaran.

Dado el stock de depósitos actuales, el monto que los bancos podrían asignar a instrumentos del Tesoro ascendería a ARS 450

MONITOR SEMANAL

mil millones (18% de la base monetaria). Surge como interrogante si los bancos sustituirán instrumentos, principalmente por niveles y límites de exposición a riesgo sector público. En la medida que se produzca esta sustitución, el BCRA irá reduciendo sus pasivos en Leliqs y expandiendo la base monetaria. En consecuencia, si bien los bancos financiarían en forma directa al Tesoro, es el BCRA quien proveería los fondos para que ello tenga lugar. Pero no está claro en qué medida los bancos incrementarán su exposición al riesgo del Tesoro Nacional por esta decisión del BCRA.

Este análisis supone que las necesidades de financiamiento del Tesoro están determinadas y que no incrementará los gastos por disponer de mayor capacidad para endeudarse. De no ser así, no sólo aumentaría el déficit sino que se correría el riesgo que se afecte la demanda de la deuda soberana.