

ROMPECABEZAS MONETARIO Y FISCAL
28 DE ABRIL DE 2020

La crisis sanitaria se sumó a un escenario fiscal que ya de por sí era complicado, generando un desafío aún mayor para los diferentes niveles de gobierno. La prioridad es atender todas las necesidades sanitarias y sociales que surgieron a partir de la pandemia. Pero eso implica un nivel de erogación fiscal que el Tesoro no estaba en condiciones de asumir.

Ante esta dificultad, que se presentó en un país que no tenía acceso al financiamiento por la crisis de deuda, la solución pasó por recurrir a la emisión del BCRA. Esta ayuda hasta ahora llegó en forma de adelantos transitorios o transferencias de utilidades. El problema de estos mecanismos es que implican una emisión primaria de pesos. ¿Está la economía en condiciones de absorber esos pesos? ¿Hay alternativas para mitigar el impacto?

El Desafío Fiscal

El desequilibrio fiscal (primario) estimado para el año es de \$2 billones (6,5% del PBI). Esta cifra se conforma por la combinación de tres factores:

- **Déficit Base:** Luego del paquete de medidas de fin de año, la economía se encaminaba hacia un escenario de Déficit Primario de 1,3% del PBI. Ese es el escenario base que tomamos como punto de partida.
- **Costo Fiscal Covid-19:** En la medida en que se extiende la cuarentena, el costo fiscal asociado a la contención social y el sostenimiento de las empresas es cada vez mayor. Según nuestras

estimaciones, los diferentes paquetes anunciados y su extensión en el tiempo hasta mayo pueden implicar un desembolso total equivalente a 3,7% del PBI. Esta cifra se incrementó significativamente al asumir el Estado el pago de una parte del salario de los trabajadores de los sectores con actividades suspendidas.

- **Pérdida de Recaudación:** Pero el costo fiscal no termina con los desembolsos, sino que se debe considerar que el freno de la actividad implica también una pérdida sustancial de los recursos tributarios. Dada la caída proyectada de la actividad, estimamos un impacto mínimo de 1,5% del PBI, cifra que podría ir en aumento.

La combinación de estos 3 factores genera el déficit primario de 6,5% del PBI que se debe entender como un piso para el año 2020, ya que podría ser mayor en la medida que se agudice o extienda la crisis sanitaria.



Al déficit primario hay que sumarle el pago de intereses de la deuda por el tramo en moneda local. Eso implica en el año un esfuerzo adicional de \$300.000 millones. Por lo tanto, el rojo fiscal en pesos a cubrir en el año es de \$2,3 billones.

Con el mercado de crédito acotado a operaciones de renovación de vencimientos de capital en moneda local, la única alternativa que queda es la asistencia del BCRA. Pero una emisión equivalente a la totalidad de la necesidad de pesos del Tesoro implicaría inyectar pesos equivalentes a 1,32 veces la Base Monetaria promedio de diciembre de 2019. Es aquí

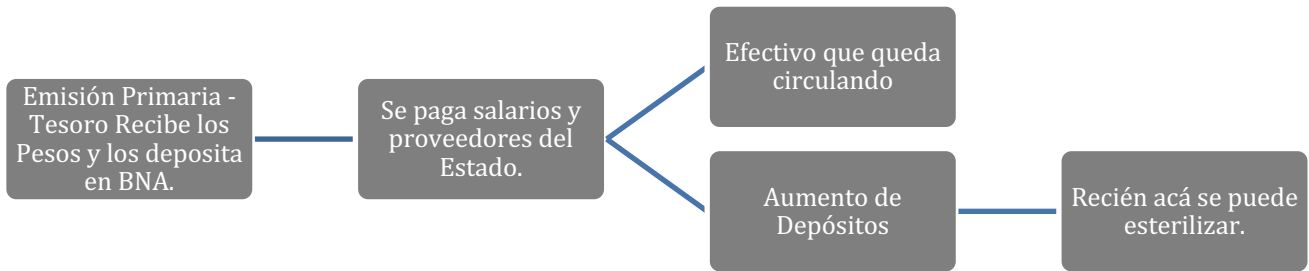
donde aparece el desafío monetario. ¿Puede la economía absorber esa cantidad de pesos? ¿Qué implicancias tendría?

El Desafío Monetario:

Es la parte más complicada del rompecabezas, ya que si el BCRA le transfiriera al Tesoro los \$2,3 billones, generaría una cantidad de pesos muy difícil de esterilizar y que la economía por ahora no necesita. Además, se suma la problemática del stock de Leliqs y sus intereses. A la tasa actual de 38%, implicaría una emisión para pago de intereses no menor a los \$500.000 millones. De esta manera, la emisión total del año podría ser de hasta \$2,8 billones.

Nuevamente el punto de partida es un problema. A diciembre de 2019 la economía ya tenía un excedente de pesos de \$1 billón que había sido esterilizado a través de Leliqs y Pases. Si tenemos en cuenta que la Base Monetaria era de \$1,734 billones, el excedente era equivalente al 57% de la Base Monetaria.

Con ese punto de partida, toda creación primaria de dinero supone un problema. En especial si analizamos cómo funciona el proceso de emisión primaria de pesos y los posibles efectos secundarios que se producen. Al emitirse los pesos para asistir al Tesoro, entran en circulación y recién pueden ser esterilizados después de haber dado una vuelta completa por la economía. De esta manera, generan un aumento del circulante, del stock de depósitos, de los encajes y de la capacidad prestable de los bancos.



La principal encrucijada monetaria se produce justamente con el aumento de la capacidad prestable de los bancos (aumento de depósitos menos encajes). Desde un enfoque productivo, sería bueno que los bancos coloquen esa capacidad prestable en las empresas, para ayudarlas a sortear la crisis financiera asociada a la caída de ventas. Eso inclusive puede disminuir la necesidad de asistencia del Tesoro. Pero desde el punto de vista monetario, el crecimiento del crédito es lo que se conoce como creación secundaria de dinero. Los pesos que estaban en los bancos y que podían ser esterilizados por el BCRA vuelven a la economía para dar una segunda vuelta. De esa manera, aumenta el crédito y vuelve a crecer el circulante, los encajes y los depósitos. Recién ahí, sobre la porción de pesos que vuelven a los bancos, el BCRA tiene una nueva oportunidad de esterilizar.

En síntesis, en la medida que más se fomente el crédito, mayor será el nivel de expansión de todos los agregados monetarios y menor el margen que tendrá el BCRA para esterilizar ese exceso de pesos de la economía.

Es acá en donde se plantea el rompecabezas de difícil solución, las necesidades fiscales generan una mayor presión monetaria y si se busca compensarla con más crédito, igual se producen los excedentes monetarios.

La Alternativa de Emisión de Deuda

En promedio durante abril los bancos han registrado liquidez excedente por \$1,5 billones, de los cuales el 80% está en Leliqs y el resto en Pases. Por eso, en los últimos días han circulado rumores sobre la posibilidad de generar un mecanismo que sirva para canalizar ese excedente a financiar al Tesoro Nacional y así evitar tener que generar la emisión primaria.

El problema es que si los bancos usan los fondos que tienen en el BCRA para prestarle al Tesoro, generarían una emisión de pesos, al igual que si le prestaran al sector privado o lo mismo que si el BCRA emitiera directamente los pesos. Ya que se inicia de nuevo el circuito de pago de salarios y proveedores, aumento de circulante y de depósitos. Esto complica aún más la toma de decisiones. Ya que cualquiera sea el camino elegido (emisión directa o suscripción de bonos con disponibilidades de los bancos), el impacto monetario sería igual.

Además, los bancos no parecen ávidos por suscribir nuevos bonos de un Estado que está en proceso de reestructuración de la deuda. Si tuvieran interés, recurrirían hoy al mercado secundario, pudiendo suscribir bonos con rendimientos implícitos mayores a los que podrían obtener en una suscripción primaria. Por eso, para que la banca canalice sus excedentes de liquidez hacia bonos del Tesoro, sería necesario crear algún incentivo adicional. Una posibilidad es que dichos bonos sean aplicados a la integración de encajes. Pero tendrían que ser encajes incrementales, para no generar un efecto expansivo adicional.

Recién ahí se podría empezar a armar el rompecabezas, con los bancos financiando al Tesoro con sus excedentes y usando esos mismos bonos para integrar un eventual aumento de encajes. Pero igualmente genera un fuerte impacto monetario y aparecen algunas limitaciones.

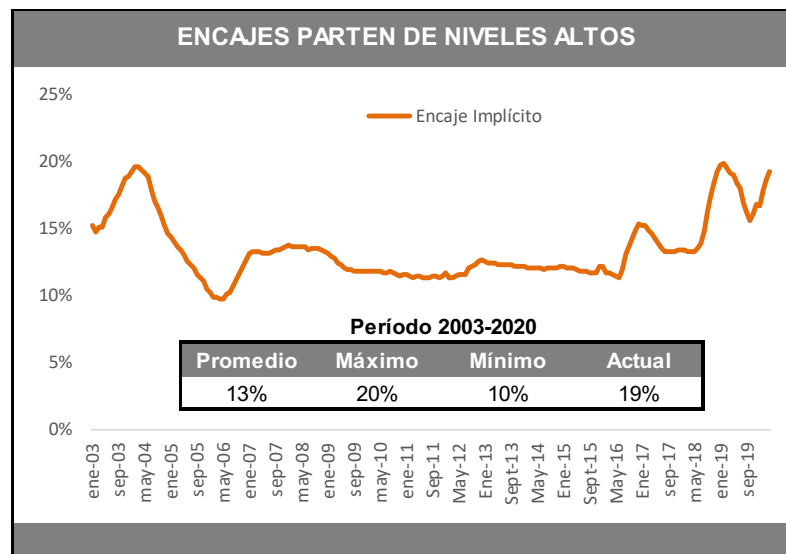
Las dos principales tienen que ver con el nivel actual de algunos ratios técnicos que implican limitaciones en cuanto al volumen que podría adquirir esta operatoria:

- Exposición al Sector Público de la Banca:** Es el primer límite regulatorio que deberán considerar los bancos. Los bancos privados han acotado significativamente su exposición al sector público luego de la crisis de 2001 y les ha costado volver a valores altos. Hoy este grupo de bancos apenas tienen títulos públicos por el equivalente al 23% de su Patrimonio Neto. La Banca Pública en cambio tiene una exposición más alta, con 1,56 veces su Patrimonio Neto. La posición específica no se puede saber, porque el límite se define con relación a la Responsabilidad Patrimonial Computable de cada entidad, pero a priori, el margen que tienen para incrementar su exposición al sector público es mínimo.

Datos en \$ Mill a Feb-20	Activo	PN	Exposición Sec Público	En % PN
Sistema Financiero	7.477.098	1.147.120	705.675	61,5%
Bancos privados	4.613.401	797.348	187.107	23,5%
Nacionales	2.333.294	430.093	108.845	25,3%
Extranjeros	2.280.108	367.255	78.263	21,3%
Bancos Públicos	2.753.006	330.860	518.080	156,6%
Ent. Fin. No Bancarias	110.690	18.911	488	2,6%

- Nivel Actual de Encajes:** Dado que para que la medida no tenga efecto monetario es necesario incrementar los encajes, se hace necesario evaluar cuál es el nivel de encajes actual. El punto de partida está cerca del límite superior de encajes de los últimos 15 años. Es decir que esto llevaría a inmovilizar un porcentaje mayor de los fondos que los bancos captan. Esto no debería ser un problema si dichos encajes son remunerados a tasas alineadas con

la realidad del mercado. De esa forma se evita que se encarezca el costo de fondeo y eso se traslade a las tasas activas.



Escenario más probable y análisis de riesgos

En virtud del análisis planteado y las alternativas evaluadas entendemos que el rompecabezas es de difícil solución y que no hay un camino posible que esté libre de riesgos.

Por eso entendemos que se buscará lograr financiar al Tesoro con un mix de instrumentos de deuda a colocar en la banca y emisión de pesos. El impacto monetario es difícil de minimizar. Solamente un aumento del stock de Leliqs o eventualmente de encajes lograría una esterilización efectiva, pero siempre luego de que los pesos hayan completado un ciclo entero en la economía.

Dado que la posibilidad de recurrir a la capacidad prestable de los bancos está limitada normativamente, es posible que exista una flexibilización de esos límites, pero el riesgo inmediato está dado por la pérdida de solvencia de la banca, que estará más expuesta a un Estado que está técnicamente muy cerca del default.

Por eso a esa vía le vemos un potencial limitado y un beneficio muy acotado, ya que el impacto monetario igual se produce. En cualquier escenario, sin esterilización adicional, la expansión monetaria será muy fuerte y la magnitud final dependerá del rol que asuma el BCRA ya sea fomentando el crédito o esterilizando los excedentes.

Un financiamiento del Tesoro en el mercado de capitales sería la única alternativa de lograr disminuir el impacto monetario del desequilibrio fiscal. Pero eso es difícil de lograr sin resolver antes el proceso de reestructuración de la deuda.

En ese marco aparecen algunos riesgos aceptables y otros que pueden resultar más desafiantes.

- **Riesgo de “Crowding Out”:** Se llama así al efecto que se produce cuando los bancos priorizan el crédito al sector público por sobre el crédito al sector privado y se produce un desplazamiento que achica la oferta de crédito para empresas y familias. Dado el excedente de liquidez que tiene la banca y la baja demanda de crédito en términos relativos, creemos que este riesgo en el corto plazo es mínimo o nulo.
- **Riesgo Inflacionario:** Es el principal temor asociado a un fuerte crecimiento de los agregados monetarios. Si bien en el corto plazo sus efectos pueden ser mitigados por controles de precios y esencialmente por la baja demanda. Una vez superada la crisis sanitaria el riesgo de aceleración inflacionaria será mucho mayor. Sin dudas, una aceleración inflacionaria luce muy probable ante el difícil rompecabezas monetario y fiscal que se ha generado como combinación de la crisis económica y sanitaria.

En síntesis, estamos ante un escenario complejo, donde la sintonía fina pasará por ver el grado de esterilización que propone el BCRA y la manera en que se busca cubrir las necesidades del Tesoro. Los escenarios que se abren pueden llevar a niveles de expansión monetaria que pueden llegar a exceder por mucho margen al crecimiento nominal de la economía y parte de esta incertidumbre es la que se está trasladando al precio del dólar libre.

