

## FUERTE AUMENTO DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

18 DE MAYO DE 2020

**La crisis sanitaria ha generado un cambio completo en el tablero económico. El BCRA asumió la responsabilidad de financiar al Tesoro mediante emisión para que éste pueda hacer frente al aumento de gastos necesario para contener el impacto social y económico de la cuarentena. Por la falta de acceso a los mercados, este camino era el único disponible para poder sobrellevar las implicancias de la crisis sanitaria. A su vez, el BCRA se ha planteado como objetivo fomentar el desarrollo del crédito bancario como complemento para asistir a las empresas que han perdido ventas y tienen que hacer frente a sus compromisos. Esta nueva realidad ha generado un cambio significativo en el sistema financiero, que entendemos que se puede ir profundizando en los próximos meses.**

El sistema financiero está entrando en una etapa de fuerte crecimiento del volumen de intermediación y baja en los spreads. Esto ya se ha comenzado a ver en los primeros meses del año, donde la emisión primaria de pesos para asistir al Tesoro implicó un crecimiento muy alto de los depósitos y por consiguiente de los agregados monetarios.

### EXPANSIÓN DE AGREGADOS MONETARIOS

| Var % Acumulada | 2019    | 2020    |
|-----------------|---------|---------|
|                 | nov-abr | nov-abr |
| Circulante      | 11,5%   | 37,9%   |
| Base Monetaria  | 5,5%    | 38,1%   |
| Medios de Pago  | 10,6%   | 45,3%   |
| M3 +            | 5,9%    | 41,0%   |

El ritmo de expansión ha sido significativamente más alto que el del año anterior, inclusive el del circulante, que representa la demanda real de dinero. La crisis sanitaria ha generado una mayor necesidad de efectivo de la gente. De todas maneras, la comparación más relevante es la de M3+ (incluye todos los depósitos) que creció un 41%, cuando el año pasado en el mismo período había crecido menos del 6%. La diferencia radica en que, al haberse limitado el acceso al mercado de cambios, los pesos se mantienen en la economía y crecen con gran dinamismo los depósitos.

Este comportamiento ha generado un fuerte aumento de la liquidez de los bancos, que han canalizado hacia diferentes instrumentos del BCRA. El exceso de liquidez, medido como el saldo promedio de Leliqs y Pases con relación al total de depósitos en pesos subió significativamente, pasando de valores del orden del 30% entre noviembre y diciembre a cifras cercanas al 40% en los primeros 3 meses del año, bajando apenas a 37,8% en abril.

#### EXCESO DE LIQUIDEZ

| En % Dep Tot.                   | nov-19       | dic-19       | ene-20       | feb-20       | mar-20       | abr-20       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Exceso de Liquidez</b>       | <b>29,1%</b> | <b>30,8%</b> | <b>40,4%</b> | <b>38,1%</b> | <b>39,4%</b> | <b>37,8%</b> |
| Leliqs                          | 26,7%        | 22,9%        | 29,2%        | 37,7%        | 39,1%        | 29,1%        |
| Pases                           | 2,4%         | 7,9%         | 11,2%        | 0,4%         | 0,3%         | 8,7%         |
| <b>Pases / (Pases + Leliqs)</b> | <b>8,4%</b>  | <b>25,6%</b> | <b>27,7%</b> | <b>1,0%</b>  | <b>0,7%</b>  | <b>23,1%</b> |

Esta tendencia hacia altos niveles de liquidez se mantendrá en los próximos meses, porque surge de la combinación de emisión primaria y controles cambiarios. Solamente una reactivación del mercado de deuda en pesos podría sacar algo de liquidez al sistema financiero. Pero para

que ello suceda se tiene que concluir satisfactoriamente el proceso de reestructuración de la deuda bajo legislación extranjera.

A partir del inicio de la cuarentena, los bancos han estado mucho más activos colocando crédito. El porcentaje del aumento de depósitos (netos de encajes) que han canalizado hacia el crédito creció significativamente, pasando de niveles del 4% de enero o 28% de febrero a un 47% en abril. De todas maneras, la capacidad prestable crece más que el crédito y la relación entre préstamos y depósitos sigue bajando.

#### AUMENTO DE LA CAPACIDAD PRESTABLE DE LOS BANCOS

| Datos en \$ Millones         | dic-19         | ene-20         | feb-20        | mar-20         | abr-20         | Acumulado        |
|------------------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|------------------|
| Aumento Depósitos            | 205.650        | 282.614        | 205.470       | 228.023        | 338.426        | 1.260.183        |
| Aumento Encajes              | 39.163         | -115.011       | 162.021       | 43.246         | 75.644         | 205.062          |
| <b>Capacidad Prestable</b>   | <b>166.487</b> | <b>397.625</b> | <b>43.450</b> | <b>184.777</b> | <b>262.782</b> | <b>1.055.121</b> |
| Aumento del Crédito          | 53.240         | 15.826         | 12.192        | 58.465         | 122.728        | 262.451          |
| <b>% Uso Capa. Prestable</b> | <b>32%</b>     | <b>4%</b>      | <b>28%</b>    | <b>32%</b>     | <b>47%</b>     | <b>25%</b>       |

Eso lleva a plantear el interrogante: ¿por qué no crece el crédito? Ahí aparecen varios factores que sirven para entender ese comportamiento. En primer lugar, la demanda de crédito mutó sus características. Ya no se trata de créditos para inversión o para consumo de bienes durables. Pasó a ser crédito de corto plazo para cubrir necesidades de capital de trabajo, pago de salarios o consumo de bienes de primera necesidad. Cuando el crédito es de corto plazo, requiere un esfuerzo alto de originación, pero se amortiza rápidamente, haciendo más lento el crecimiento del stock.

Recién en abril, con la baja de tasas que generó la liquidez y la implementación de líneas a tasa regulada para asistir a las empresas afectadas por la crisis sanitaria, el crédito se aceleró significativamente.

Inicialmente estuvo canalizado hacia grandes empresas, con adelantos en cuentas corrientes. Pero en la medida que se fueron aceitando los mecanismos de implementación, el rubro que adquirió relevancia fue el de Descuento de Documentos, que alcanzó un ritmo mensual del 22,8% en el último mes y medio. Son tasas de crecimiento muy altas que dan cuenta del esfuerzo realizado para dar cumplimiento a las líneas de asistencia a empresas.

La contrapartida es el crédito a individuos, que con atención reducida en sucursales y con incertidumbre sobre la estabilidad de los ingresos se ha contraído significativamente. El sustituto disponible para los hogares ha sido el uso de la tarjeta de crédito.

#### DESTINO DEL CRÉDITO

| \$ Mill - Var punta | IV-18          | I-19          | II-19         | III-19        | IV-19         | 1-ene al 15-mar |              | 16 de mar al 30 de abr |              | Stock            |
|---------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|------------------------|--------------|------------------|
|                     |                |               |               |               |               | \$ Prom         | Var % prom   | \$ Prom                | Var % prom   |                  |
| Adelantos           | -10.117        | -2.090        | 5.281         | 14.818        | 5.406         | 10.893          | 5,6%         | 57.780                 | 25,9%        | 309.920          |
| Documentos          | -7.355         | -6.239        | -3.257        | 8.297         | 17.879        | 1.414           | 0,5%         | 69.979                 | 22,8%        | 412.570          |
| Hipotecarios        | 1.541          | 396           | 114           | 363           | 564           | -785            | -0,4%        | -269                   | -0,1%        | 212.722          |
| Prendarios          | -1.423         | -1.105        | -1.190        | -1.039        | -1.959        | -1.650          | -2,1%        | -1.383                 | -1,9%        | 71.954           |
| Personales          | -872           | 1.955         | -2.902        | -3.498        | -2.252        | 4.020           | 1,0%         | -3.904                 | -1,0%        | 401.373          |
| Otros               | 913            | -2.663        | 220           | 703           | 7.144         | 4.073           | 5,8%         | 27.975                 | 34,7%        | 122.589          |
| <b>SUBTOTAL</b>     | <b>-17.313</b> | <b>-9.746</b> | <b>-1.733</b> | <b>19.645</b> | <b>33.297</b> | <b>15.295</b>   | <b>1,2%</b>  | <b>150.178</b>         | <b>11,5%</b> | <b>1.531.128</b> |
| Tarjetas            | 9.197          | 632           | 6.223         | 16.907        | 40.352        | -14.037         | -2,5%        | 18.930                 | 3,5%         | 564.733          |
| <b>TOTAL \$</b>     | <b>-8.116</b>  | <b>-9.114</b> | <b>4.490</b>  | <b>36.552</b> | <b>80.494</b> | <b>9.520</b>    | <b>0,5%</b>  | <b>169.108</b>         | <b>9,2%</b>  | <b>2.095.861</b> |
| <b>TOTAL USD</b>    | <b>-207</b>    | <b>163</b>    | <b>-13</b>    | <b>-789</b>   | <b>-1.026</b> | <b>-451</b>     | <b>-4,4%</b> | <b>-589</b>            | <b>-6,4%</b> | <b>8.279</b>     |

Para lo que resta del año es esperable que estas tendencias se mantengan, dado que seguirá presente la generación de liquidez vía emisión primaria del BCRA.

El principal interrogante es la manera en que se asignará la capacidad prestable de los bancos. En la actualidad, cada \$1 de emisión primaria implica un aumento de \$1,4 de M3+. Ese ratio tiene implícito que solamente se canalizó hacia el crédito el 25% del aumento de la capacidad prestable. Si esa cifra fuera mayor, el nivel de expansión de los agregados monetarios podría ser aún mayor.

Por eso, el año seguirá marcado por el exceso de liquidez y por consiguiente tasas de interés que no tendrían motivos para subir. En este tipo de escenarios, es el BCRA el que termina de definir cuál es el nivel de expansión de los agregados monetarios (a partir de la esterilización) y las tasas de interés, porque las tasas pasivas dependerán del rendimiento que la banca obtenga de sus colocaciones en el BCRA. Dado que el crédito seguirá con tendencia creciente, pero no tendría margen para absorber todo el aumento de liquidez que se genera.

El problema que genera un contexto con tanta liquidez y tasas bajas se está viendo en estos días. Dado que tanto tasas activas como pasivas han estado por debajo del ritmo de devaluación del dólar oficial y del dólar CCL, se ha acrecentado la demanda de divisas. En el mercado oficial ha llevado al BCRA a tener que vender reservas algunos días, y en el mercado de CCL o dólar MEP ha explicado parte de la demanda creciente **y suba del precio.**