

## El programa financiero 2021 en un frágil contexto monetario

En 2020, las necesidades financieras del Tesoro en ARS fueron por el 15,2% del PBI promedio. Esto resulta de la suma de vencimientos de deuda y del déficit primario. El BCRA financió por unos 7,4% del PBI mientras que 7,8% del PBI se cubrió con emisión primaria en el mercado de deuda en ARS. El 2020 fue extraordinario por la pandemia, incertidumbre y fuerte caída en ingresos, pero también aumentó extraordinariamente la demanda de dinero, como en casi todo el mundo.

Los saldos monetarios que quedaron como legado de esta combinación dejaron un punto de partida frágil para 2021, que contribuye a la aceleración en la tasa de inflación -diciembre fue de 4% mensual- y el nivel de brecha cambiaria. Por ello, la tarea para 2021 consiste en absorber lo que daría un mayor equilibrio monetario, considerar evolución del balance del BCRA y, en consecuencia, cubrir las necesidades del Tesoro -estimadas en 11% del PBI- con mínima asistencia del BCRA.

### VARIABLES MONETARIAS EN 2020

ARS MM, % y % PBI

Base monetaria y factores explicación (variaciones)	ARS MM	Var. % PBI	
		PBI prom.	PBI punta
<b>Base monetaria</b>	<b>574.879</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,8%</b>
Compra neta de divisas	-473.186	-1,7%	-1,5%
Asistencia al Tesoro	2.004.862	7,4%	6,4%
Leliqs+Pases	-1.617.113	-6,0%	-5,2%
Intereses Leliqs	727.791	2,7%	2,3%
Resto	-67.475	-0,2%	-0,2%

Stocks	Var. % anual (punta)	Stocks % PBI	
		PBI prom.	PBI punta
Base Monetaria	30,3%	9,1%	7,9%
Leliqs+Pases	138,6%	10,5%	9,1%
M2	79,3%	18,1%	15,7%
M3	79,5%	26,3%	22,8%

Fuente: BCRA, INDEC y estimaciones propias

En cifras, el balance monetario 2020 muestra que la base monetaria creció nominalmente un 30%-2,1% del PBI promedio anual y 1,8% del PBI del último

**Daniel Marx**  
DIRECTOR EJECUTIVO

**Virginia Fernández**  
ECONOMISTA SENIOR

**Fernando Baer**  
ECONOMISTA SENIOR

**Paul Franck**  
ANALISTA JUNIOR

**Juan Sommer**  
CONSEJERO



## MONITOR SEMANAL

trimestre del año-, explicado principalmente por la asistencia al Tesoro (7,4% del PBI promedio). Este aumento se esterilizó, en gran medida, con la emisión de Leliqs y Pases y la venta neta de reservas internacionales –que refuerza la idea de desequilibrio monetario, al igual que lo hace la elevada brecha cambiaria. También se pagaron intereses por la emisión de esos instrumentos de absorción por el equivalente a 2,7% del PBI anual - 2,3% del PBI del último trimestre del año.

Sin embargo, aun cuando se midan los stocks a fin de año (con el PBI de ese momento, que es el punto de partida para 2021), estos indican un nivel de monetización elevado. Base monetaria en niveles de 7,9% del PBI, Leliqs + Pases 9,1% del PBI y los agregados monetarios en ARS M2 y M3 15,7% y 22,8% del PBI, respectivamente.

En este sentido, cabe preguntarse ¿cuáles son las necesidades financieras de la Nación en 2021 y de dónde podrían provenir los recursos para cubrirlas?

Partimos de los siguientes supuestos:

- Cálculo servicios de deuda: se calculan en base a stock de deuda estimado al 31/12/2020 y no se incluyen servicios de deuda (capital o intereses) que se generen durante 2021 como consecuencia de la renovación de vencimientos durante ese año.
- Necesidades en moneda extranjera: se financian con recursos provenientes del exterior, sin afectar reservas internacionales del BCRA.
- Tipo de cambio e inflación: se mantiene constante, en base a una inflación anual estimada de 49% (punta).

El total de necesidades las estimamos en 14,1% del PBI, de las cuales 11% del PBI corresponden a ARS y 3,1% del PBI a moneda extranjera. De los de ARS, 6,5% del PBI corresponden a vencimientos de capital e intereses de la deuda y 4,5% del PBI al déficit primario (según Ley de Presupuesto 2021).

Como ejercicio, si se quisiese mantener la relación emisión de deuda en el mercado/financiamiento monetario del Tesoro de 2020 en 2021, el BCRA tendría que emitir por el equivalente 3,1% del PBI,

## MONITOR SEMANAL

Ello significaría un aumento anual de M2 de 27%, un incremento menor a la inflación anual prevista, pero que se suma a las presiones que genera la situación monetaria a fines de 2020 y el déficit cuasi-fiscal mencionado.

**Estimación necesidades del Tesoro Nacional en 2021**

USD millones equiv.\* y % PBI. Capital + Intereses, neto deuda intra-sector público

	2021
<b>Organismos Internacionales</b>	<b>7.442</b>
FMI	5.072
BID	1.174
Banco Mundial	506
Resto	689
<b>Club de París y otros oficiales</b>	<b>2.896</b>
<b>Títulos y letras del Tesoro ME</b>	<b>467</b>
<b>Títulos y letras del Tesoro ARS</b>	<b>25.858</b>
<b>Resto deuda</b>	<b>1.520</b>
<b>Total vencimientos deuda</b>	<b>38.182</b>
en ME	12.324
en ARS	25.858
	<b>% PBI</b>
<b>Total vencimientos</b>	<b>9,6%</b>
en ME	3,1%
en ARS	6,5%
<b>Déficit primario (Ley Presupuesto 2021)</b>	<b>4,5%</b>
<b>Total necesidades</b>	<b>14,1%</b>
en ME	3,1%
en ARS	11,0%

\* Supone inflación 49% en 2021 (punta) y que el tipo de cambio real se mantiene constante

Vencimientos de deuda en moneda extranjera se financian con desembolsos externos

El cálculo es según stock de deuda al 31/12/2020. No se incluyen pagos de intereses por refinanciación de deuda que vence durante 2021

Fuente: MECON, FGS y estimaciones propias

En el contexto de la mencionada fragilidad en el equilibrio monetario, destacamos cambios en la estrategia seguida durante 2020. En el último trimestre se vio al Tesoro mucho más activo en la búsqueda de financiamiento en el mercado de deuda. El resultado de la primera licitación de deuda del año, habiendo captado ARS 55 mil millones—3 veces más que los vencimientos de esta semana—muestra que sigue activo en esa búsqueda de mayor autonomía.

El mix de financiamiento que se logre y la evolución de la demanda de dinero definirán, entre otros, el grado de absorción de ARS/convalidación de inflación/brecha en 2021. La mayor tasa de inflación esperada -49% anual es el consenso de encuesta recopilada por el BCRA- implicará que los esfuerzos de esterilización puedan ser menores a fin de disminuir el sesgo inflacionario prevaeciente.