

El desafío monetario que plantean las necesidades en ARS del tercer trimestre

Luego del canje del 62% de la Lede y Lecer de la semana pasada, el Tesoro logró refinanciar el restante 38% (ARS 254.000 millones) en la licitación del 24-Jun. La operación permitió cerrar junio con el 100% de los vencimientos refinanciados. Sin embargo, con una activa participación de instituciones públicas, en particular el BCRA, que emitió más de ARS 440.000 millones para comprar títulos en el mercado secundario (al 27-Jun). En este contexto y dado que la tasa de refinanciación de los vencimientos en ARS viene cayendo desde principios de año – de 149% en enero a 100% en junio-, cubrir las necesidades de caja (pagos de deuda y el déficit fiscal), es una señal de las dificultades que tendrá el Tesoro para obtener en el mercado los recursos para enfrentar el trimestre que comienza.

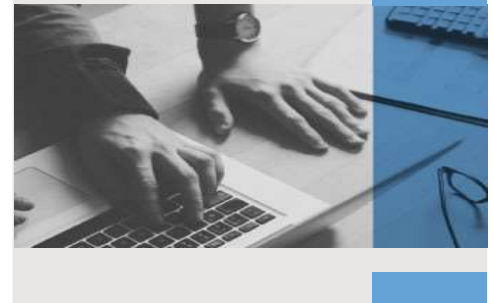
En reacción a la dinámica financiera de la segunda parte del mes, el BCRA intervino en el mercado comprando títulos para sostener el precio y dar algunas seguridades a los tenedores buscando sostener la demanda de esos bonos. Con ese propósito aumentó su pasivo (emisión primaria para adquirirlos y casi simultáneamente absorbida mediante colocaciones de Leliqs y otros) por ARS 446.000 millones (12% de la base monetaria) desde el 10-Jun hasta el 27-Jun (última información pública disponible), cifra que, según trascendidos, se elevaría a más de ARS 600.000 millones al 28-Jun.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



Variación mensual de base monetaria factores de explicación

ARS MM. Al 27/6/2022

	BM	Compras netas divisas	Asistencia al Tesoro	Leliqs y Pases	Intereses Leliqs y Pases	Otros
ene-22	-22.989	-158.023	-61.100	116.968	116.077	-36.911
feb-22	40.955	-20.108	7.943	-43.868	118.000	-21.013
mar-22	-158.216	2.307	-210.397	-84.514	147.769	-13.381
abr-22	-4.252	3.276	390.830	-513.397	123.949	-8.910
may-22	258.274	384.704	-58.481	-229.000	168.634	-7.583
24-jun-22	158.840	-66.307	389.898	-744.222	132.786	446.686

Stock BM al 8/6/2022	3.818.860
% "otros" / BM	11,7%

Fuente: BCRA

MONITOR SEMANAL

La base monetaria se expandió mucho menos; aumentó ARS 158 mil millones porque el BCRA siguió esterilizando a través de pasivos remunerados -principalmente Leliqs y Notaliqs-, llevando el stock de estos pasivos a ARS 6,6 billones (9,1% del PBI).

Las dificultades para financiar las necesidades de caja en ARS son una alerta en el arranque de este tercer trimestre. Los vencimientos de capital de los títulos de la deuda del Tesoro del período julio-septiembre ascienden a casi ARS 2 billones (2,7% del PBI). La mitad de estos se concentran en septiembre. Si sumamos una estimación de déficit fiscal del trimestre por ARS 900.000 millones (1.2% del PBI) las necesidades de caja totales en ARS ascenderían a ARS 2,8 billones (3,9% del PBI) en ese período.

Si se extendiesen las circunstancias y el Banco Central decidiese asistir al Tesoro en forma directa como en junio y, además, comprar títulos en el mercado secundario, para luego colocar otros pasivos a plazo remunerados, se produciría una fuerte expansión monetaria inicial y un aumento similar en los pasivos del BCRA, con potenciales efectos sobre la inflación, la tasa de interés y el tipo de cambio, entre otros.

En el cuadro que sigue presentamos los resultados de un ejercicio que simula la expansión nominal de base monetaria en el tercer trimestre ante distintos escenarios de tasa de rolleo de los vencimientos de la deuda en ARS y de déficit fiscal. Por la forma de presentación, se está asumiendo implícitamente que no hay compras de títulos del Tesoro en el mercado secundario por parte del BCRA o, si las hubiese, su efecto monetario de corto plazo sería neutralizado mediante absorciones equivalentes por colocaciones de otros pasivos propios.

Necesidades 3er trim 2022: expansión nominal de BM

% BM de junio 2022. Al 27/6/2022

Déficit fiscal % PBI	Roll vencimientos en ARS			
	110%	100%	80%	60%
1,2%	17%	22%	32%	42%
1,4%	21%	26%	36%	46%
1,6%	25%	30%	40%	50%

Fuente: MECON, BCRA y estimaciones propias.

De allí surge que, si la tasa de refinanciación fuese de 100%, el

MONITOR SEMANAL

BCRA debería asistir al Tesoro para financiar el déficit fiscal, lo cual significaría una expansión trimestral nominal de la base monetaria del 22% nominal, un aumento significativo, en particular en un contexto de caída en la demanda de dinero.

Queda pendiente la discusión con el FMI sobre estas intervenciones del BCRA.

Es decir, el desafío que se enfrenta en este trimestre no es menor, particularmente si no se logran revertir las expectativas sobre el cumplimiento del pago de los vencimientos de la deuda en tiempo y forma. En este contexto, la señal de esterilización de la potencial expansión de base puede no ser suficiente para contener las crecientes presiones sobre la inflación y el tipo de cambio, afectando las condiciones futuras dado el plazos de estos títulos y las tasas requeridas en el esfuerzo de esterilización monetaria.