



Más combustible para la inflación

Resumen y conclusiones

A principios de año, el temor más relevante estaba dado por la tasa de renovación que lograría el gobierno para la deuda en pesos. Ese temor efectivamente se convirtió en realidad, pero sin que ello derivara en una crisis de la deuda como la de junio pasado.

Mientras tanto, las necesidades financieras del Tesoro se mantuvieron firmes y fue el BCRA quien salió al rescate. El mecanismo que evitó la disrupción del mercado en lo que va del año tuvo distintas aristas: i) los entes públicos tuvieron una participación más activa en las licitaciones, facilitados en gran parte por la intervención del BCRA en el mercado secundario; ii) se amplió la integración de encajes con títulos públicos por parte de los bancos; y iii) volvió la asistencia monetaria directa por parte del BCRA.

La forma de resolver el problema de la deuda del Tesoro y de atender las necesidades financieras dio lugar a un incremento en los pasivos remunerados, a la par que la reciente suba de tasas juega en contra de esta dinámica. En este contexto es que la inflación se torna en un factor necesario, pero el problema de fondo sigue siendo el desequilibrio fiscal y en consecuencia su financiamiento.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

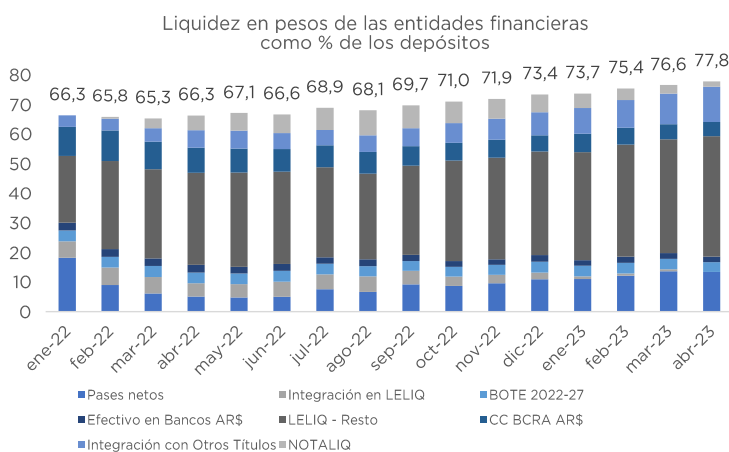
Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Más combustible para la inflación

A principios de año, el temor más relevante estaba dado por la tasa de renovación que lograría el gobierno para la deuda en pesos. Ese temor efectivamente se convirtió en realidad, pero sin que ello derivara en una crisis de la deuda como la que tuvo lugar en junio del año pasado. Pero con un déficit que lejos de achicarse continuó mostrando una dinámica preocupante -a pesar de la moderación del gasto en algunos rubros, particularmente el de subsidios económicos- las necesidades del Tesoro se mantuvieron elevadas y fue el Banco Central quien salió al rescate. La contrapartida fue un continuo crecimiento de los pasivos remunerados, e indirectamente, la inflación. En este sentido, la inflación se convierte en un factor necesario para evitar una explosión en los pasivos del Central como porcentaje de PBI.

Con el Central como figura clave, el mecanismo que evitó la disrupción del mercado en lo que va del año tuvo distintas aristas. En primer lugar, los entes públicos tuvieron una participación más activa en las licitaciones. Tras el último canje, que despejó los vencimientos del primer trimestre, el sector público ahora concentra las tenencias en los vencimientos a partir de julio.

Segundo, el Banco Central anotó fuertes compras de deuda del Tesoro en el mercado secundario, precisamente para otorgar mayor liquidez a los entes públicos y que estos luego suscriban a las licitaciones. En lo que va del año, el Central habría comprado cerca de 740 mil millones de T2X3 en el mercado secundario y otros 300 mil millones de TDL23, aunque la intervención neta es menor por la posterior venta de bonos.



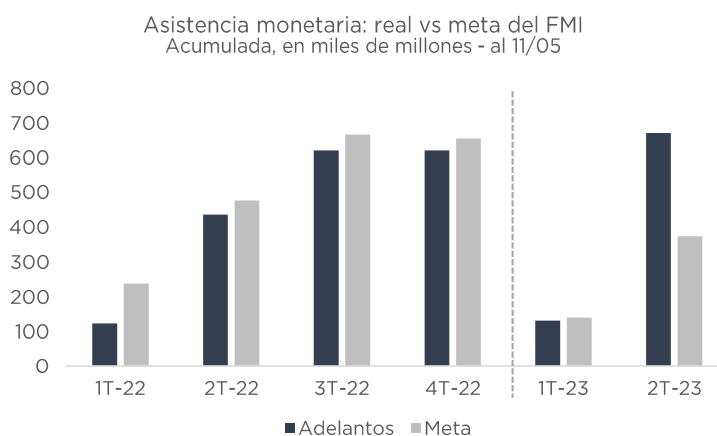
Tercero, se amplió la integración de encajes con títulos públicos por parte de los bancos.

Más combustible para la inflación

De hecho, en la licitación de esta semana se suscribieron 304.364 millones de pesos al Bote 2025, diseñado para que los bancos puedan integrarlos a encajes, y su diferencia con los vencimientos de cupón del Bote 27 explicó completamente el financiamiento neto por unos 162.000 millones.

El resultado de este mecanismo fue que la deuda del Tesoro se fue transformando en deuda del BCRA y que las agencias del sector público (incluida el BCRA) desplazaron en el margen al sector privado como fuente de financiamiento del Tesoro volviendo la renovación de vencimientos algo más segura (aunque aún desafiante dada la menor disposición a participar por parte del sector privado). Pero sin interrupción en las curvas de pesos ni caídas importantes en los precios de los títulos, ello derivó en mayor presión sobre el tipo de cambio: los pesos que el sector privado tenía en deuda del Tesoro fueron, en parte, al MEP y al contado con liqui.

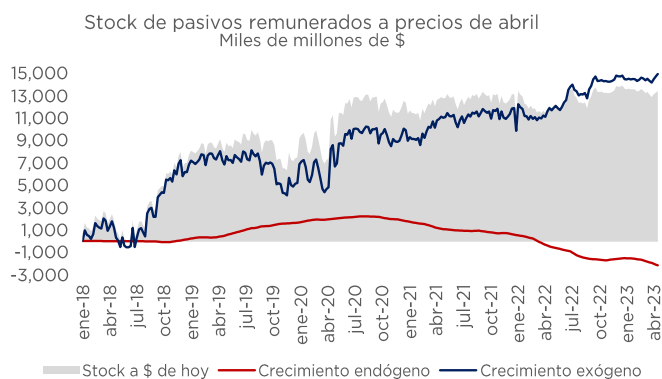
Por otro lado, para cerrar el programa financiero el Tesoro debió recurrir nuevamente a la asistencia directa en forma de adelanto transitorios, por un monto muy superior al permitido para el primer semestre por el acuerdo con el Fondo (670 mil millones versus 372 mil millones permitidos). Y con depósitos del Tesoro en cuenta corriente del Banco Central en mínimos (apenas 21 mil millones al 16 de mayo), es posible que observemos una nueva transferencia dados los plazos de liquidación de la última licitación.



La forma de resolver el problema de la deuda del Tesoro y de atender las necesidades financieras aumentó la fragilidad del balance del Banco Central, es decir, dio lugar a un incremento en los pasivos remunerados. El stock de pasivos más Leliqs a finales de abril sumaba unos 13.2 billones de pesos, y al 17 de mayo ya se había incrementado hasta llegar a los 14.3 billones.

Más combustible para la inflación

La dinámica de los pasivos remunerados en los últimos años se vio principalmente determinada por factores exógenos. Tomando como base a enero de 2018, fecha de implementación de las Leliqs, se observa que el crecimiento endógeno (es decir, por efecto de la tasa de interés real positiva) fue determinante de la dinámica principalmente durante 2019 y parte de 2020. Pero a pesar de las subas de tasas, la aceleración de la inflación llevó a que estas se tornen negativas en términos reales, lo que hubiera dado lugar a una licuación de los pasivos remunerados. Esto no quiere decir que la suba de tasas no es relevante, pues sin ellas los pasivos remunerados se hubieran licuado aún más. De no ser por los factores exógenos, claro está.



Factores de expansión de la base monetaria por financiamiento al Tesoro - % del PBI nominal anual

	ATs, utilidades y otros	Intervención del BCRA en el merc. secundario*	Var. del stock de títulos públicos en integración de encajes	Financiamiento monetario directo e indirecto
ene-23	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
feb-23	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%
mar-23	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%
abr-23	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%
may-23	0.4%	-0.2%	n/d	0.2%
Acumulado	0.6%	0.3%	0.8%	1.7%

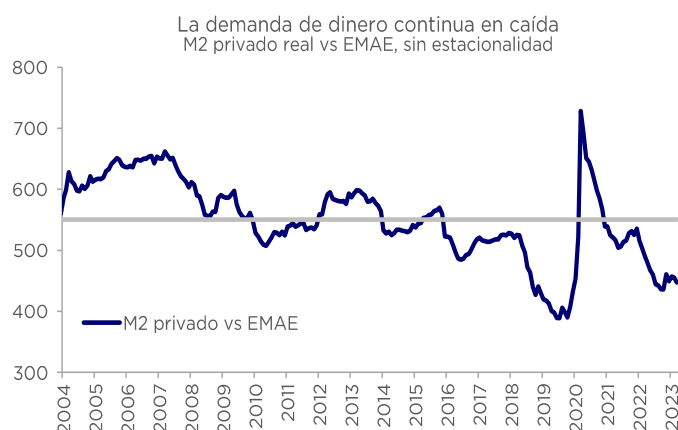
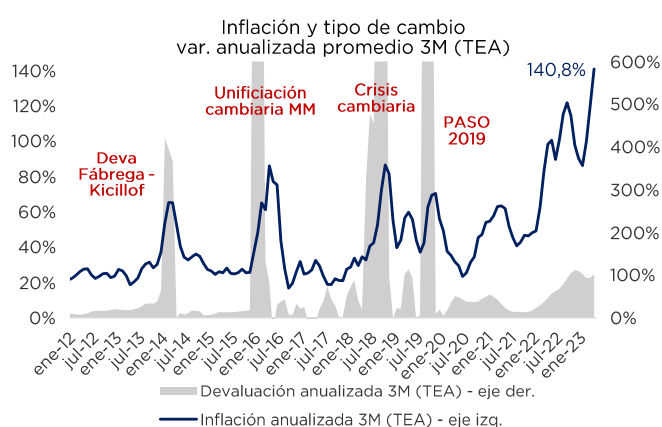
* Proxy definido por el factor de expansión de la base monetaria "otros".

Estos factores exógenos de expansión monetaria que luego fue esterilizada incluyen el aumento de la integración de encajes bancarios con títulos públicos, la intervención del BCRA en el mercado secundario y las transferencias directas al Tesoro. Pero los esquemas de dólar soja (que también indirectamente implicaron financiación al Tesoro por mayores derechos de exportación) también significaron una fuente adicional de emisión monetaria exógena, en particular por el diferencial de tipos de cambio cuya contrapartida fue la colocación de letras intransferibles al BCRA por parte del Tesoro. Concentrándonos en los primeros tres factores, la expansión exógena por financiamiento al Tesoro en lo que va del año alcanza el 1.6% del PBI estimado para 2023.

Más combustible para la inflación

Si bien la absorción de pesos que realiza el Banco Central mediante la emisión de pases y Leliqs evita que estos se vuelquen al mercado y terminen presionando de manera directa al tipo de cambio y la inflación, su crecimiento exponencial lejos está de ser inocuo. A principios de año, escribimos que la duplicación de la tasa de inflación en 2022 se debió fundamentalmente al límite que encontró el BCRA para seguir generando pasivos remunerados (ver informe "[Bohr no participa del REM](#)"), ya que:

- No se produjo un shock cambiario: el FX oficial y el CCL crecieron en torno al 70% interanual.
- El sector público no redujo el déficit vs el año anterior ni tampoco se dio un salto (sin contabilidad creativa, superó levemente el déficit primario de 3.3% del PBI de 2021 -neteados de rentas por colocaciones primarias permitidas por el FMI).
- La monetización no fue muy significativa (la base monetaria creció muy por debajo de la inflación, 42% punta a punta)
- El shock externo debido a la disparada de los commodities por la guerra en Ucrania, particularmente del gas, no fue material (y de hecho tuvo un efecto neto positivo sobre el flujo de divisas, quitándole presión al FX).



La vía de transmisión es principalmente por expectativas, que deriva asimismo en una caída de la demanda de dinero, que se encuentra en mínimos post-pandemia. Y la inflación asimismo se vuelve una necesidad aritmética: sin ella, los pasivos remunerados se dispararían como porcentaje del PBI.

Más combustible para la inflación

De todo esto debería resultar claro que el aumento de la inflación y la presión sobre el tipo de cambio tiene principalmente un origen fiscal. Es decir, las necesidades de pesos del Tesoro para financiar el rojo fiscal derivan en un crecimiento exógeno de los pasivos remunerados del Banco Central (o en la alternativa, un crecimiento de la base monetaria). En este sentido, las medidas que viene ensayando el gobierno para contener la corrida cambiaria (particularmente, más tasa) no solo aceleran la carrera nominal, sino que además están lejos de resolver el problema de fondo: el desequilibrio fiscal y su financiamiento.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descritos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.