

## Deuda o inflación, las opciones de 2023<sup>1</sup>

Jorge Vasconcelos

Como todo gobierno en su último año de gestión, el norte de la administración está en las antípodas de la corrección de los desequilibrios de la macro. Sólo se trata de conseguir financiamiento para convivir con esos desajustes, lo cual implica seguir escalando la deuda en pesos del Tesoro y del Banco Central, y recurrir también al crédito de comercio exterior del Banco do Brasil, fomentando importaciones argentinas de ese origen, a ser pagadas en 2024. Todos los instrumentos apuntan en la misma dirección, pero ratios ya elevados de deuda e incertidumbre política se pueden conjugar para que el financiamiento de esos desequilibrios termine siendo incompleto, obligando al gobierno a utilizar más "impuesto inflacionario" que el recomendable por los manuales de la política. Si la jerga financiera estuviera más popularizada, el título apropiado para este artículo sería: "todo depende del rollover". Son tribulaciones por las que no atraviesa Uruguay, el "hermano menor", con un PIB que este año se situará 6 puntos por encima del nivel pre-covid y una tasa de pobreza del 10 %.

En el arranque del 2023, las preocupaciones del gobierno apuntaron a frenar la ampliación de la brecha cambiaria, que había vuelto a traspasar el 100 %, y a remover obstrucciones al abastecimiento de productos importados, por los efectos colaterales que esto tiene sobre la inflación y el nivel de actividad.

Para compensar parcialmente el desabastecimiento de insumos importados se está negociando una ampliación de los plazos de las líneas de comercio exterior del Banco do Brasil, una opción bastante más humilde que la declamada "moneda común".

En lo que hace a la brecha cambiaria, sucedió algo parecido, ya que se sobreactuó un proceso de "administración de pasivos" y se terminó con una simple operatoria que busca justificar intervenciones vendedoras en el mercado cambiario por parte del gobierno, de modo de acotar la suba del dólar libre. Y, como este mecanismo no parece dar resultados, se perfila un endurecimiento de las condiciones monetarias por una serie de medidas del Banco Central. Luego de idas y venidas, se dispuso un incremento de las remuneraciones para los Fondos Comunes de Inversión que apliquen en pases del Central, de 54,0 a 61,2 % (luego de pocos días en los que esa tasa fue de 68,4%) y se habilitó a los bancos a

---

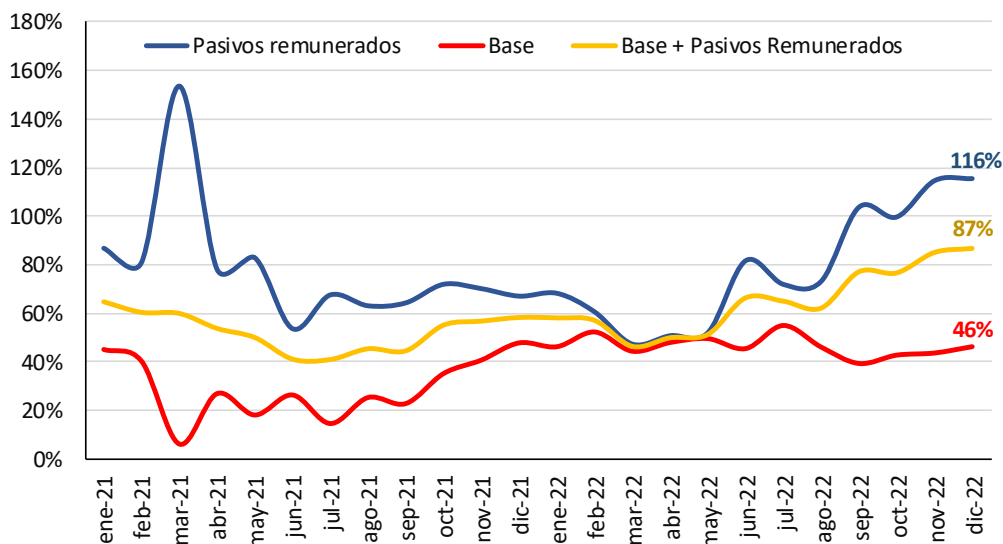
<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La voz del interior el 29 de Enero de 2023.

utilizar cauciones bursátiles para su fondeo. Esta movida define un piso más elevado para las tasas de interés del mercado, por lo que podría acentuar las tendencias recesivas y hacer subir un peldaño el costo financiero de las deudas del Tesoro y del BCRA.

El segundo semestre del 2022 terminó con un cuadro de situación bien diferente al primero. Hacia julio del año pasado, con una brecha cambiaria superando el 150 %, el gobierno parecía haber perdido el control de la macro. Cinco meses después, el panorama lucía menos convulsionado. Entre los factores que explicaron ese giro se cuentan la conducción unificada de la economía, la normalización de las exportaciones de soja, la licuación parcial del gasto público y el sostenido incremento de los plazos fijos bancarios, derivado de la suba de la tasa de interés.

En esencia, se hizo más prolijo el manejo monetario de corto plazo, pero como los fundamentos no se han modificado, se acumula “basura debajo de la alfombra”. La emisión neta de pesos en cabeza del Banco Central se ha atenuado en términos interanuales, pero al costo de acrecentar “emisión reprimida”, por la expansión de los Pasivos Remunerados de la institución.

Base Monetaria y Pasivos Remunerados\*  
(Var.% i.a de saldos a fin de mes)



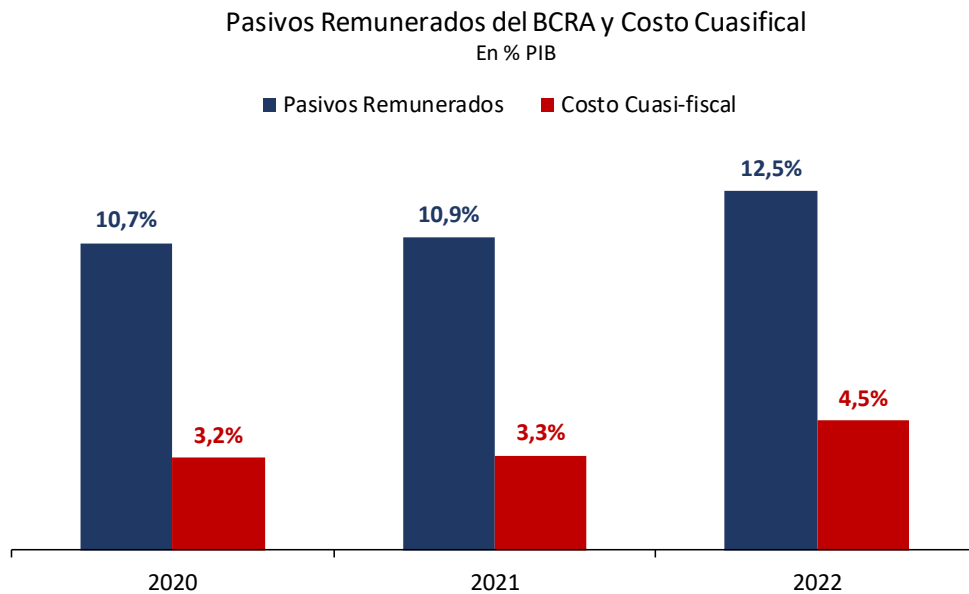
\*Al 22-dic-22

Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC.

Así, la dinámica del 2023 no puede ser extrapolada a partir de lo ocurrido en las últimas semanas de 2022. No se trata sólo de la incertidumbre política que introduce cada elección

presidencial. Cuenta también el hecho que los desequilibrios macro que dieron lugar a las turbulencias de mediados de 2022 no sólo no se han corregido, sino que en varios casos se han agravado.

En parte, se recuperó cierto control de la macro porque se decidió activar la aspiradora de liquidez que significan las Leliq, una operación de ningún modo gratuita. Los Pasivos Remunerados del BCRA han pasado de un equivalente a 10,7 puntos del PIB en 2020 a 12,5 puntos en 2022, con un costo financiero que escaló de 3,2 a 4,5 % del PIB. Para 2023, dependiendo de la tasa de interés, esta cuenta puede superar los 5,5 puntos del PIB.

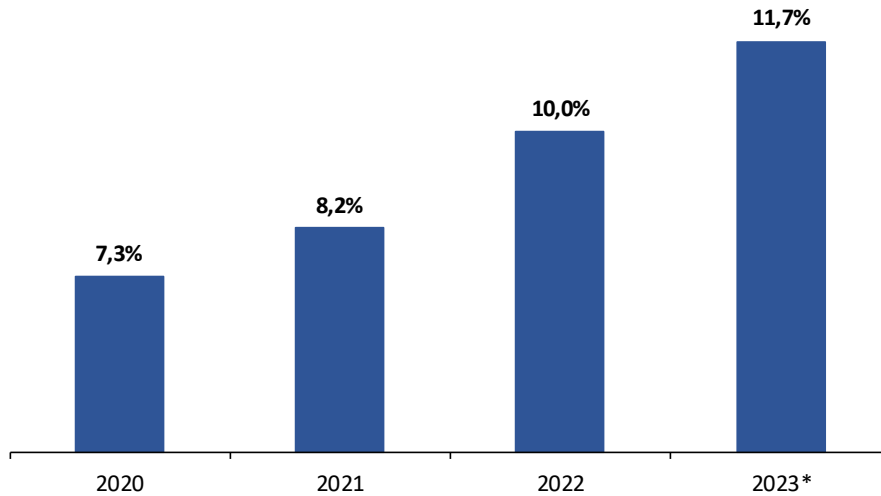


Fuente: IERAL en base a Staff Report IMF Dic-22

Junto a ese mecanismo, se hicieron más atractivas para los inversores las cláusulas de emisión de los bonos del Tesoro. No se trata sólo de refinanciar los vencimientos de deuda sino también de obtener “dinero fresco” en el mercado, de modo de cubrir el rojo de las cuentas fiscales. La necesidad de financiamiento de 2023 a obtener en el mercado doméstico llega al equivalente a 11,7 puntos del PIB, cuando fue de 7,3 puntos del PIB en 2020.

Conseguir o no el financiamiento para el déficit y los vencimientos de deuda; esa es la cuestión! De esto depende la dinámica de la macro. Para que este año os números “cierren” se requiere que el Tesoro coloque en el mercado 128 pesos por cada 100 que están venciendo de deuda preexistente. “Todo depende del rollover”.

### Colocaciones de Deuda doméstica por parte del Tesoro En % del PIB



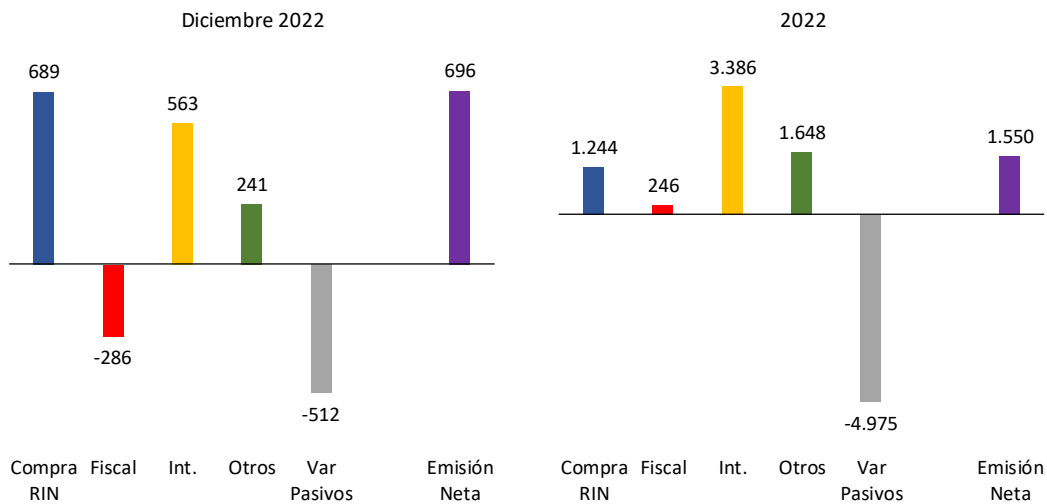
\* Proyección Staff del FMI

Fuente: IERAL en base a Staff Report Dec-22 IMF

En escenarios en los que no se logra esa tasa de refinanciación de 128 %, la contrapartida será mayor emisión monetaria. Sin buenas noticias en las licitaciones de deuda, habrá presión alcista adicional sobre el tipo de cambio y las expectativas de inflación.

En la negociación con el FMI, el gobierno acordó limitar los “Adelantos transitorios” del Banco Central al Tesoro, buscando anclar las expectativas de inflación. Se advirtió en su momento que esto no sería suficiente y los guarismos de 2022 lo confirmaron: sólo 4 pesos de cada 100 de emisión bruta del BCRA se explicaron por las transferencias directas al Tesoro. El resto es lo importante.

### Factores de explicación de la Base Monetaria (en miles de millones de pesos)



Fuente: IERAL con base en BCRA.

¿Qué pasó en 2022 con la emisión? El pago de intereses de las Leliq (y el resto de pasivos) sumó el equivalente a 4,2 % del PIB; las intervenciones del Central para comprar bonos del Tesoro que el sector privado no demanda insumieron 2,0 % del PIB y 0,7 puntos el plus de emisión por el régimen del “dólar soja”. Por esos tres conceptos, la emisión bruta fue de 6,9 puntos del PIB, multiplicando por 1.4 la Base Monetaria.

**En 2023**, la emisión bruta por intereses de Leliq e intervenciones del central en el mercado secundario de bonos muy probablemente supere los 8 puntos del PIB, multiplicando por 1.7 la Base Monetaria. El andamiaje es frágil y sólo se sostiene por la demanda sostenida de plazos fijos y bonos de deuda del Tesoro.

### Depósitos y Préstamos al Sector Privado

En Miles de Millones de Pesos a fin de mes

Fecha	Depósitos	Préstamos
dic-21	8.129	4.141
dic-22	15.978	6.896
Diferencia	7.849	2.754
Fracción del incremento de Depósitos canalizado a Préstamos (en %)	35,1%	

Fuente: IERAL en base a BCRA

Respecto del nivel de actividad, los datos oficiales confirman que el pico se situó en agosto, y el tobogán amenaza continuar en los primeros meses de este año. Un número negativo para la variación del PIB en 2023 es cada vez más probable.

Un factor que opera en esa dirección es el desplazamiento del crédito a favor del sector público, que deja como variable de ajuste los préstamos al sector privado. En 2022, de cada 100 pesos de aumento en los depósitos bancarios, sólo 35 pesos se derivaron hacia créditos a familias y empresas. No parece factible un cambio de esta dinámica en 2023, siendo que las medidas dispuestas en el arranque del año para combatir la ampliación de la brecha cambiara refuerzan el rol del Banco Central como “aspiradora de ahorros privados”.

Otro de los factores que explica el freno del PIB es la falta de insumos importados, y es en este plano que el gobierno percibió como una “tabla de salvación” las negociaciones encaradas con Brasil.

Por supuesto que el “hermano menor” es la Argentina: mientras las reservas netas (5 mil millones de dólares) alcanzan para pagar un mes de importaciones, los activos externos del Banco Central de Brasil (325 mil millones) equivalen a 15 meses de sus compras al exterior.

No se trata de crear comercio, sino de desviar flujos, sustituyendo proveedores de la Argentina que están menos dispuestos a aumentar su crédito al país. Tampoco habrá seguro de cambio para los importadores, que deberán prever cuantos pesos habrán de necesitar para pagar en un año las compras de hoy. En caso que esta nueva línea funcione, el déficit bilateral de la Argentina con Brasil habrá de escalar desde los 3,3 mil millones de dólares de 2022.