

“El Juguete Rabioso” del Banco Central

Las Lebac no dan para más. Es un incentivo permanente para el ingreso de dólares de muy corto plazo. La tasa que rinden (40%) posterga la economía real (consumo e inversión) y el problema fiscal ya es la deuda y sus servicios, no los subsidios. El espejo es la volatilidad cambiaria ya insaciable....

By Robert Plant-A

¿Qué pasó en términos de devaluación e inflación y endeudamiento con la Gestión de MM?

La gestión de cambiamos dejó como saldo una devaluación del 52% en 2016, para una tasa de inflación anual del 40,5%. En tanto que en 2017 la devaluación fue solo del 16% quedando casi 9 puntos por debajo de la inflación.

Si tomamos el periodo total desde el inicio en diciembre de 2015, a 29 meses de gestión la **inflación acumulada fue del 93,2% y la devaluación en igual periodo (\$9,80 a \$25,3) 158%**. Lo que indica que si el tipo de cambio estaba atrasado al inicio ahora recuperó un colchón del 65% respecto de la inflación.

Respecto de la información relevada en el cuadro se deduce que durante la presente gestión del gobierno respecto de la situación de 2015 se destaca muy bajo crecimiento, incremento del 50% de la deuda pública (aún no se publicaron los datos finales de 2017) y la duplicación de los intereses de la deuda, los cuales pasaron de \$ 107.301M a \$ 240.946, **según la información oficial en la Cuenta Ahorro Inversión Financiamiento los intereses de la deuda se incrementaron 124,5% respecto de 2015** (ver cuadro 1).

Cabe destacar el Indec no ha publicado algunos datos puntuales del año 2015 y sigue modificando los de 2016 y 2017. En 2017 modificó la tasa de crecimiento de 2016 de -2,3% a -1,6%. Y **por otra parte según el sitio web chequeado ya sea Indec, Ministerio de Economía o Finanzas las cifras de deuda e intereses tampoco son homogéneas**. A efectos de obtener también datos más actualizados a la fecha se consultaron publicaciones especializadas en la coyuntura u organismos como BIRF y FMI. Incluso declaraciones de los ministros a la prensa.

Cuadro 1

AÑO	Tasa Crecimiento PIB	Inflación	Déficit Fiscal Financiero	Intereses deuda Millones de \$	Stock Deuda Pública
2015	2,7%	26.9	4.4%	107.301	240.665**
2016	-1,6%	40,5	5,9%	246.843	274.446
2017	2,9%	24,8%	6,1%	240.946*	320.900***

Datos Indec, BIRF, FMI, estimaciones privadas

* En la información provisoria los intereses bajan por no computar intra sector público

** Incluye deuda en default (USD 35,000M)

*** Informa Caputo sin datos de dic 2017

Como se observa en la tabla los intereses publicados oficialmente son mayores en 2016 como en 2017, luego de una gran variación en el stock de la deuda. Esto se debe a un cambio “metodológico” de Economía de netear intereses intrasector público. No hay forma posible de que dicha información sea consistente.

A partir del 24 de abril de 2017 nos enfrentamos a una inesperada corrida cambiaria tanto por un shock externo (suba de los rendimientos de los bonos del tesoro de USA a 10 años al 3%) como a la entrada en vigor de un impuesto a la renta financiera a los inversores extranjeros.

El saldo de la batalla fue:

1) la pérdida del 15% del stock de reservas del Central por venta de divisas en el mercado de cambio,

- 2) la tasa de referencia de las Lebac aumentaron del 27,25% al 40,25\$ o 1300 pb,
- 3) tomamos nueva deuda en bonos del Tesoro por USD 3,000M y el pedimos la Banco de Basilea otros USD 2,500M,
- 4) fuimos al FMI por un "stand by" o fondos de acceso rápido ahora de máxima y
- 5) la frutilla del postre fue la devaluación más grande del mundo estos días: 23,4%. La segunda moneda más devaluada fue la lira turca que no llegó al 10%.

Por otra parte, se incrementaron fuerte los volúmenes de dólares comercializados a futuro, puesto que los capitales golondrinas extranjeros entran a las Lebac y se compran un seguro de cambio vía futuros, para de esta forma asegurarse la ganancia neta en dólares.

Pregunta: **¿por qué no ceden las presiones devaluatorias?**

Porque la intención y acción predominante del gobierno ha sido que lluevan dólares. No fueron las inversiones en dólares como dijo el gobierno sino los dólares financieros vía el "carry trade" (bicicleta financiera) que el Central estimuló durante 2017, hasta que el stock de las mismas superó en 20% a su pasivo más importante, que es la base monetaria.

Durante 2017 el tipo de cambio se iba atrasando respecto de la inflación, debido al exceso de oferta de dólares que ingresaban vía Lebac. Por otra parte el mecanismo autogeneraba un ancla al tipo de cambio nominal y por ende mitigaba una mayor dinámica inflacionaria producto del incremento de las tarifas. Estas últimas explicaron 8 puntos de los 25 de inflación que devengó 2017.

De acuerdo a los registros del Balance de Pagos, el stock de Lebac a fines de 2017 en poder de los no residentes ascendió a USD 5.578M. La casi totalidad de estos salió bruscamente el 15/4 y se volcó a dólares. A la postre quedaba la preocupación de otros USD 9.200M en manos de los Fondos Comunes de Inversión de residentes.

Estos capitales golondrinas ***sin ningún tipo de regulación por estadía*** decidieron salir de esos activos en pesos principalmente para evitar pagar un impuesto nuevo a la renta financiera para no residentes, y en segundo lugar por el aumento del rendimiento de los bonos americanos a 10 años.

Dada la urgencia del vencimiento del 70% del stock de las mismas el 15/5, el Central salió a recomprar el día anterior, cuando en el mercado secundario las tasas habían llegado hasta el 70% por colocación a 2 días. La otra estrategia fue la intervención en el mercado de cambios desde mediados de abril hasta la fecha: ***el Central perdió más del 14% del stock de sus reservas, pasando de USD 61.450M a USD 52.757.***

A esta altura de los acontecimientos en el gobierno dejó de lado el argumento de la herencia de los subsidios a las tarifas como el gran problema del déficit fiscal porque estos apenas explican la mitad del déficit fiscal primario. El presupuesto prevé un gasto de \$ 224.400 millones para sostener las tarifas de servicios; es una baja anual del 11%. Además el ministro ya anunció que la meta del mismo será del 2,7% en lugar del 3,2%.

El gran problema que enfrenta ahora la economía no son los subsidios sino el pago de intereses, y en particular el déficit cuasi fiscal, puesto que estos pasivos del Central son 1,2 veces la base monetaria y las tasas convalidadas en la licitación del martes 15/5 fueron del 38 al 40% y los plazos desde 35 a 154 días. Es muy fácil deducir la "volatilidad" de este instrumento que no está sujeto a ningún plazo de permanencia. Ya son activos tóxicos en la jerga financiera.

En el mes de abril el gobierno se jactó de reducir el déficit primario i.a. en 31%, pero el financiero (por pagos de intereses) creció 57%. ***El logro fue a costa de recortar fuertes desembolsos en la inversión pública, el sector más dinámico de la economía.***

El punto en cuestión es que todo indica que las tasas de la Fed subirán 2 veces más este año y ergo eso presionará en igual sentido el rendimiento de los bonos a 10 años. Financiamiento más caro, por ello se recurrió al prestamista de última instancia, el FMI.

Con estos hechos consumados queda muy claro que la vulnerabilidad externa de argentina es extrema y por ende no puede sostener este esquema de deuda de corto plazo con tasas de interés del 40%. Dada la ausencia del crecimiento económico el país ya no es solvente para repagar tanta deuda. El mecanismo ya explotó y está agotado.

Hace ya mucho tiempo, en los años 90s, Chile puso la macro en orden, y fue muy precavido de no enfrentarse a la volatilidad de los capitales golondrinas. En este sentido, en vez de ponerles un impuesto, algo típico de la cultura argentina aplicó una estadía forzosa de un año, mediante un encaje en el sistema financiero.

Los únicos dólares que le sirven a la economía son los que ingresan por la cuenta corriente, vía la economía real, que desgraciadamente en el país son inferiores a los que salen. El record del déficit de Cta Cte fue de USD 30.000M en 2017, y las proyecciones indican que aún serán más este año (ver cuadro 2).

A esta altura de los hechos, si el gobierno opta por pedirle la de máxima al FMI tal vez lo mejor sea recomprar las Lebac, y bajar las tasas insostenibles para la economía real. El dinero del FMI es más barato que los intereses de las Lebac y el plazo de tiempo se extiende. También adoptar la estrategia de una permanencia mínima en lugar del pago de un impuesto.

Nadie puede producir sin acceso al crédito ni certeza del tipo de cambio. Solo hay un escenario de "volatilidad" que incluso cambia en el día a día. Ningún agente económico entiende estas reglas de juego. La economía se encuentra congelada y en estado de shock. Los precios relativos aún no se han modificado dado que el tipo de cambio no se ha estabilizado. Solo la amarga espera de lo que pueda pasar con la inflación y el nivel de actividad y empleo.

Tan solo con la devaluación ocurrida hasta la fecha el ministro de economía sigue recortando las proyecciones de crecimiento y de salarios reales.

ANALISIS DE LA MACRO DE MACRI CON EL BALANCE DE PAGOS EN LA MANO

En la balanza de pagos donde se registran las transacciones entre residentes y no residentes, el saldo de la Cuenta Corriente nos permite saber con exactitud las necesidades de financiamiento externo neto que se solventa con la cuenta financiera. O el exceso de gasto que la economía registra por encima de lo producido.

En la tabla 2 se puede observar que desde 2015 hay un exceso de gasto que financiamos con capitales extranjeros. En 2017 ocurrió el mayor déficit de la historia, cuando pedimos prestado más de USD30.000M por exceso de importaciones de bienes y servicios y pagos de rentas a la inversión extranjera.

En la cuenta financiera se registran: los pasivos externos por inversiones de cartera por gobierno nacional y locales (títulos públicos en dólares y Lebac a no residentes) que se caracterizan de alta volatilidad, por salida inmediata, y la inversión extranjera directa IED que tiende a asociarse con una relación duradera y asociada al crecimiento.

Cuadro 2

AÑO	Cta Cte	Nec Financ	IED	Inv Cartera	VRI	DBExterna
2015	-17.622	-17.570	11.759	530	-4.906	167.412
2016	-14.693	-14.322	3.260	36.053	+13.745	181.170
2017	-30.792	-30.653	11.857	40.062	+15.747	232.952

Fuente: Indec

En este sentido puede observarse la dominancia de las inversiones de cartera o corto plazo respecto de las inversiones extranjeras directas a tal punto que las primeras duplican a estas.

Las necesidades de financiamiento de la Cuenta Corriente son el espejo de la vulnerabilidad externa o dependencia del financiamiento. En tanto que la fábrica de dólares financieros vía las inversiones de cartera que son el espejo de la volatilidad cambiaria. **Se colocaron bonos y Lebac a extranjeros por más de USD 76.000M de dólares entre 2016 y 2017.**

La deuda externa aumentó 40% entre 2015 y 2017, y los intereses pagados más del 100%. En tanto que la deuda publica bruta nacional, es decir los pasivos en pesos y en dólares contraídos en el mercado doméstico y en el exterior, alcanzó los USD 334.000 millones, es decir más del 50% respecto de 2015 (aunque no hay información oficial disponible).

Esta deuda pública total representa ahora el 59% del PBI, dato no oficial, ya que el gobierno no ha publicado más información después del 31/08/17. En 2016 se comenzó con una relación Deuda/PIB del 30%. En 2017 nos duplicamos.

Los intereses de la deuda pública ya implican un tercio del déficit fiscal financiero. Ergo, la reducción del déficit primario (por baja de subsidios o recortes de desembolsos de capital) no alcanzan para compensar el aumento del rojo financiero.

En el 2017 el déficit fiscal fue de 6,1% del PBI explicado por un resultado primario que bajó a 3,9% del PBI pero un pago de intereses que subió a 2,2% del PBI. **El déficit fiscal creció pero por pago de intereses.**

Respecto de 2018 el ministro informó que va reducir el déficit primario más de lo previsto (del 3,2% al 2,7%, mayormente por recorte desembolsos a la obra pública), pero no se informa sobre el déficit financiero, dado que en lo que va del año se comenzó obteniendo financiamiento por USD9.000M y el pasado 15 de mayo se licitaron bonos del tesoro por \$100.000M, y el Nación solicitó al Banco de Basilea un refuerzo de USD 2.500M.

Se pretende reducir el déficit fiscal primario en tanto que aumenta la brecha del mismo con respecto al financiero por la elevada carga de intereses.

Lejos de una “conquista social” esto fue un gran aviso de curva. Agotadas todas las tácticas solo queda pensar en la estrategia. Desarmar la burbuja financiera de las LEBAC (como se hizo en los 90' con los plazos fijos?) y convocar a todos los actores de la economía real para que definitivamente la economía despegue y mejore el bienestar de los ciudadanos.

18/05/18