

El conocido te doy tasa, dame dólares, no va más

jueves, 03 de mayo de 2018

Ningún nivel de tasa de interés puede ser sustituto de la confianza que puede generar un plan económico consistente. Al filo del fin de semana largo (en realidad en Argentina casi todos los fines de semana pasaron a ser largos) el BCRA tuvo que aplicar un doble torniquete para tratar de frenar la suba del tipo de cambio. Por un lado, subió la tasa de interés al 30,25% y, por otro lado, siguió vendiendo dólares para abastecer la demanda. Sin embargo, nadie puede asegurar que con esas dos medidas vaya a resolver el problema. En todo caso lo puede empeorar.

Roberto Cachanosky *

Recordemos que el BCRA tiene circulando en su pasivo \$ 1,3 billones de stock de LEBACs, el equivalente a U\$S 65.600 millones en tanto que tiene reservas propias por U\$S 46.750 millones dado que los U\$S 12.669 millones que son encajes bancarios no son propiedad del BCRA. Técnicamente no es correcto computarlos como parte de las reservas del BCRA.

Uno mira el balance del BCRA y se encuentra con que tiene más pasivos en LEBACs que base monetaria. Si sumamos ambos pasivos, las reservas que tiene para enfrentarlos, son pistolas de cebita.

Recordemos que ese fenomenal stock de LEBACs surge de comprarle al tesoro los dólares que consigue por préstamos externos. El Central le compra los dólares al tesoro a cambio de pesos que emite y luego retira parte de esos pesos emitidos colocando LEBACs. Pagamos dos veces para financiar el déficit fiscal: 1) cuando se toma deuda externa y 2) cuando coloca LEBACs.

Ahora bien, desde marzo tenemos una suerte de corrida contra las LEBACs que emite el BCRA. Las razones pueden ser múltiples:

1) la suba de la tasa de interés en EE.UU.,

2) las metas de inflación sistemáticamente no cumplidas del BCRA,

3) el déficit fiscal, 4) la inflación que se mantiene por encima del 20% anual o tantos otros argumentos que uno puede esgrimir.

¿Puede el BCRA frenar la corrida contra el dólar subiendo la tasa de interés?

Puede transitoriamente, pero empeorando la situación de largo plazo porque aumenta el gasto cuasifiscal y hasta tengo mis dudas sin aun así está en condiciones de frenar la caída en la demanda de LEBACs.

¿Hay alguna solución para desactivar esta bicicleta de las LEBACs?

Una opción es que el tesoro le entre entregue al BCRA bonos a largo plazo a cambio de las letras intransferibles que el tesoro le dio al BCRA en la era k cuando le quitaba reservas. Actualmente el BCRA tiene en su activo Letras Intransferibles del Tesoro por casi \$ 1 billón. La idea es que el BCRA le devuelva al Tesoro esas letras que no sirven para nada, y el Tesoro le entregue a cambio un bono negociable, a 20 años, ajustable por recaudación impositiva más 2 puntos de interés. Con estos bonos en su poder, el BCRA puede ir desactivando la bicicleta de corto plazo de las LEBACs. Emitirá pesos para pagar las LEBACs y luego retirará esos pesos emitidos por los nuevos bonos del tesoro, que es quien realmente tiene que hacer frente a la deuda. En definitiva, la idea es poner en cabeza del tesoro esos papeles que hoy tiene en el activo el BCRA en letras intransferibles y limpiar el balance del BCRA de bonos basura.

¿Se resuelve con esto el problema de la corrida cambiaria?

Lamentablemente dudo que vaya a funcionar. No soy de los que creen que con inventos financieros se resuelven los problemas estructurales. Algunos pretenden impresionar con este tipo de canje de bonos como si estuvieran descubriendo la pólvora, pero en realidad venden humo. El mismo humo que dicen que vende el gobierno.

Sí es razonable que el BCRA limpie su balance y el tesoro asuma la deuda que tomó en su momento con el BCRA cuando le quitaba las reservas, pero lejos puede pensarse que ese cambio de bonos va a resolverse la corrida.

Mi impresión es que quienes compraron LEBACs, lo hicieron, como tantas veces ocurrió en el pasado, apostando a que la tasa le iba a ganar a la suba del dólar. El famoso: te doy tasa, dame dólares para calmar el mercado de cambios. Durante un tiempo funciona, pero si el mercado, por cualquier razón se da vuelta, no hay tasa de interés que pueda retener al inversor en LEBACs o cualquier otro bono de largo plazo del tesoro. Es más, llega un punto en que subir más la tasa refleja la falta de confianza en el BCRA y no hay nivel de tasa de interés que logre retener en pesos al inversor. Por eso, ni siquiera con mi propuesta de cambiar las Letras Intransferibles por Bonos de Largo plazo (cosa que igual habría que hacer) creo que puede frenarse la corrida contra las LEBACs.

¿Entonces?

Entonces volvemos siempre al mismo y aburrido tema de siempre. Si no se presenta un plan económico consistente para bajar este gasto público récord, por ejemplo, en el negocio de los "planes sociales" (seguir con atención el tema de las pensiones por invalidez que pasaron de 81.500 beneficiarios en 2003 a 1.0630.000 beneficiarios en 2017 sin que hubiese una guerra, un tsumani o un terremoto) o el apriete de los piqueteros, por citar algunos ejemplos, va a ser muy difícil lograr recuperar la confianza. Podremos languidecer y hasta zafar por un tiempo más, pero no resolver el problema del fondo.

Aunque parezca plomo, insisto en que acá hace falta un plan económico que busque reducir el déficit fiscal bajando el gasto público y la presión impositiva. Un ministro de economía que genere confianza y que sea casi un docente para explicarle con claridad a la gente las medidas a adoptar. Que quede claro, ninguna maniobra financiera de los vende humos que pretenden resolver todo con algún bono, ni ningún nivel de tasa de interés pueden ser sustitutos de la confianza que puede generar un plan económico consistente.

De lo que se trata es de cambiar el orden. En vez de seguir poniendo la economía al servicio de ganar elecciones cometiendo torpezas económicas, la política tiene que empezar a ponerse al servicio de sostener un plan económico consistente. Con la economía en orden y despejado el horizonte de incertidumbre entrando en una senda de crecimiento de largo plazo, el gobierno tiene bases más sólidas para ganar las elecciones del 2019. Caso contrario tiene que rezar que para que no se corte el crédito externo, y Cristina Fernández junto con Barrionuevo sigan siendo la oposición política.

* Licenciado en Economía por la Universidad Católica Argentina. Profesor titular de teoría macroeconómica en el máster de Economía y Administración de Empresas del Centro de Estudios y Capacitación Empresarial en la ciudad de Rosario y de economía aplicada en el máster de Economía y Administración del Instituto universitario.