

El sector público desplaza al sector privado del mercado crediticio

miércoles, 31 de octubre de 2018

Las licitaciones que vienen y una pregunta: ¿después de estas supertasas, qué?

Al momento de redactar esta nota, el stock de LELIQs está en \$ 453.418 millones, obviamente en poder de los bancos, y el stock de LEBACs, está en \$ 340.581 millones. Dado que el BCRA no tiene con qué rescatar el stock de LEBACs remanente, de aquí a fin de año el BCRA tendrá que emitir ese monto en pesos y luego retirarlo del mercado colocando LELIQs, si es que quieren cumplir con la meta de crecimiento cero de la base monetaria.

Roberto Cachanosky *

De lo anterior se desprende que a fin de año el stock de LELIQ estará en \$ 800.000 millones, monto equivalente al stock de depósitos en pesos a plazo fijo del sector privado que viene creciendo aprovechando las altas tasas de interés, regenerando el arbitraje tasa versus dólar. El dato relevante es que el sector público entra como un elefante en un bazar y se lleva casi todo el crédito disponible, desplazando al sector privado del mercado crediticio.

A modo de ejemplo, el gobierno acaba de anunciar una línea de \$ 3.000 millones para las PYMES. Ese importe es equivalente al 0,2% del total del stock de créditos al sector privado, que, por cierto, en los últimos 30 días cayó el 2,1% en términos nominales, así que debe haber disminuido, como mínimo, 8% en términos reales.

Pretender resolver los problemas estructurales como la legislación laboral, el nivel y calidad de gasto público y la política tributaria con medidas solo monetarias solo puede conducir a una fuerte recesión porque todo el ajuste recae sobre el sector privado. Si la actividad económica entra en un profundo proceso recesivo, no va a ser tan sencillo alcanzar la meta de déficit fiscal primario cero, porque lo más probable es que se caiga la recaudación impositiva. De hecho, si comparamos septiembre de este año con septiembre de 2017, la cantidad de cheques rechazados sobre el total compensado, creció el 55%. Es decir, empieza a haber problemas en la cadena de pagos.

Otro tema que preocupa es que el rescate de LEBACs se hace con LELIQ en vez de utilizar algún bono del tesoro.

¿Por qué causa se produjo el desbande de las LEBACs que hubo que desarmar de apuro?

Porque por un lado la utilización de las LEBACs generó un gran arbitraje tasa versus dólar que, cuando el gobierno anunció una baja de las tasas para reactivar la economía, se pasó al dólar generando la corrida cambiaria de principios de año, forzando la ida apresurada al FMI para recibir apoyo. Se podrá argumentar que Turquía, que Brasil, que la tasa en EE.UU., pero la realidad es que el grueso del problema es propio. En buena parte por la herencia recibida y en otra parte no menor, generado por un tratamiento inadecuado de la herencia recibida. Se creyó que con palabras de entusiasmo y optimismo se resolvía una herencia catastrófica. La herencia recibida exigía medidas más categóricas, previo a una detallada descripción de la catástrofe dejada por el kirchnerismo para recibir el apoyo y la comprensión de la población por las medidas que había que tomar. Medidas que mal y tarde se adoptan pero en forma incompleta a menos de un año de las elecciones.

El otro punto sobre el que creo importante insistir es en el uso de letras del Banco Central para regular la liquidez del mercado. Es obvio que el BCRA no es un banco comercial que genere algún tipo de ingresos gracias a los clientes que tiene. El único ingreso que tiene el BCRA es el que proviene de colocar las reservas en determinados activos remunerados, que son monedas frente a los intereses que paga por la deuda en LEBACs y LELIQs.

Si partimos de la base que el BCRA no genera ingresos para pagar la deuda que emite, lo que tenemos es una política monetaria que posterga el problema de las LEBACs. Cambia el problema de las LEBACs por las LELIQs, pero se desconoce cómo pagará esa deuda en el futuro, de la misma forma que se sabía que las LEBACs eran impagables. Salvo, claro está, que la inflación supere la tasa de interés de las LELIQs licuando el pasivo del BCRA, con lo cual estaríamos teniendo una fenomenal tasa de inflación en los próximos meses. Esto lleva a otro punto, si la inflación sigue siendo alta, tendrán que acelerar la tasa de devaluación para que no caiga en términos reales el tipo de cambio, complicando nuevamente la cuenta corriente del balance de pagos. El único motor de actividad económica que le queda a la economía argentina para llegar a las elecciones del año que viene son las exportaciones. Si el tipo de cambio vuelve a caer en términos reales, la recesión será más fuerte.

Para quienes reciben pesos y se colocan a plazo fijo, los que aumentaron el 3% en los últimos 30 días, la tasa tiene que ganarle a la inflación o a la expectativa de aumento del tipo de cambio. Si se cree que se puede licuar las LELIQs con inflación, por definición la tasa de interés tiene que ser negativa en términos reales. De manera que solo pueden aumentar los depósitos a plazo fijo si la apuesta es a que la tasa de interés le va a ganar al aumento del tipo de cambio. Pero la tasa de interés le puede ganar al tipo de cambio si el incremento del dólar respecto al peso es menor a la inflación, con lo cual el "modelo" cierra con nuevo atraso del tipo de cambio y complicaciones cambiarias a futuro. Cuando la gente perciba que el tipo de cambio cayó de nuevo, cambia su posición de pesos a dólar y los bancos tendrán que cambiar su posición de LELIQ a pesos. El punto a considerar es que el BCRA no genera ingresos para pagar las LELIQ y ahí habrá un serio problema.

Dado que el riesgo cambiario que se está asumiendo genera otro problema concreto a futuro, me parece que, con el peligro que todo se desmadre antes de octubre de 2019, sería menos riesgoso formular un plan económico más audaz en la rebaja del gasto público, en la reducción de la carga impositiva y en materia de reforma laboral.

Enfrentar este problema solo con apretón monetario no soluciona nada. Es más factible llegar enteros a las elecciones de 2019 con un plan económico muy consistente y bien explicado que volver a apostar al arbitraje tasa versus dólar.

Qué habrá malestar social, sin duda, pero al menos a la gente se le estará mostrando la salida al final del túnel. Hoy, la pregunta es: ¿y después de estas supertasas, qué?

* 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.