Economía

Cazando mitos sobre la solvencia del programa monetario y financiero nacional

NICOLÁS FERRER

El viraje hacia un esquema de financiamiento del déficit fiscal basado en la colocación de deuda y una política anti-inflacionaria fundamentada en tasas de interés reales positivas han instalado dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas. Analizamos diferentes posturas sobre ello.

El hecho de que desde el ala ortodoxa del pensamiento económico se instale como máxima la necesidad de que el Banco Central tome sus decisiones en forma independiente del Tesoro de ninguna manera significa que el éxito de su política en el largo plazo (si se plantea como su objetivo lograr cierta estabilidad de precios) no se encuentre atado a lo que suceda en la dimensión fiscal, ni que la configuración de una sea irrelevante a los objetivos de la otra[1].

La transformación en la gestión del BCRA durante el último año ha sido evidente, estableciendo la disminución del ritmo inflacionario como su objetivo principal y haciendo gala de una mayor claridad en la comunicación de las medidas adoptadas. En contraste, no han escaseado voces que apuntan a la persistencia del déficit fiscal como una señal de fondo de que nada habría realmente cambiado dentro del Ministerio de Hacienda y Finanzas con respecto a la gestión anterior. Sin embargo, el esquema anti-inflacionario de la autoridad monetaria, el cual conlleva un control más estricto de sus transferencias al Tesoro, ha llevado a este último a recurrir a la colocación de deuda para obtener los fondos necesarios para financiar su déficit.

Ante el marcado declive en el nivel de actividad, temores difundidos con respecto a un rebrote de la inflación en los próximos meses y un escenario incierto a nivel internacional, la sensación de que la solvencia del esquema monetario-fiscal corre sobre el filo de la navaja se ha generalizado. A continuación tratamos de poner a la luz de los hechos diferentes narrativas que se han instalado en los medios de comunicación.

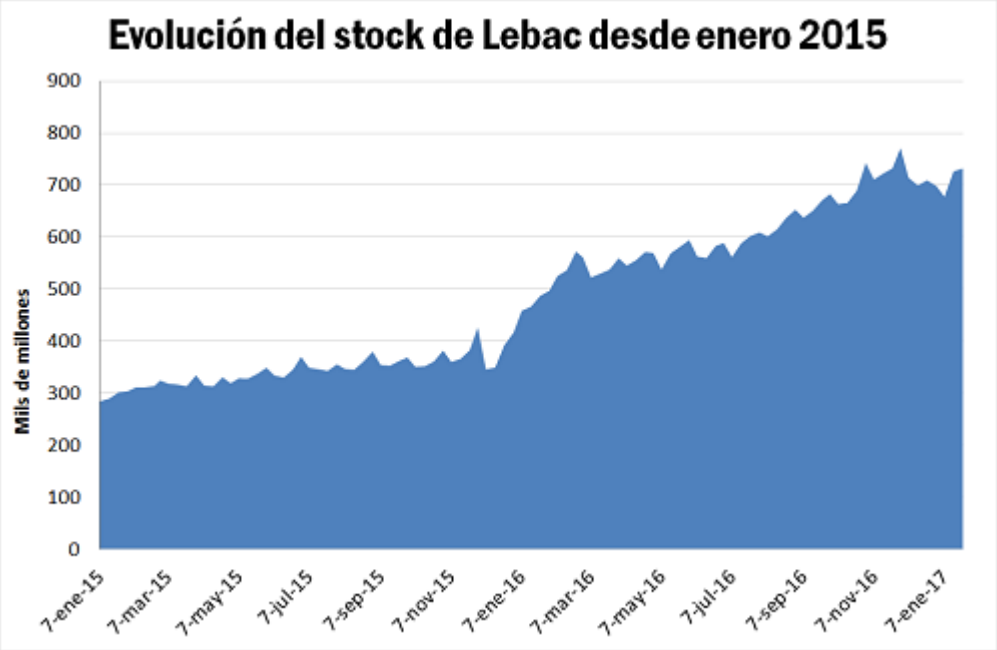
Afirmación N° 1: El programa anti-inflacionario creo una bomba de tiempo en la forma de un fuerte déficit cuasi fiscal.

La instrumentación de un esquema anti-inflacionario basado en el establecimiento de tasas de interés reales positivas significó que el stock de títulos emitidos del BCRA se duplicase, logrando absorber la liquidez excedente en el sistema pero generando preocupación por el efecto del repago de dichos compromisos sobre los resultados de la institución y la base monetaria (BM).

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



Si bien es cierto que el costo medio del stock registró un marcado incremento durante la primera mitad del año, el mismo decayó significativamente a lo largo del segundo semestre con el vencimiento de las posiciones más cercanas y la caída de la inflación[2]. A su vez, el valor total de los títulos se ha estabilizado desde la segunda mitad de diciembre, antes de que el centro de corredor de pases pasase a ser la nueva referencia de política monetaria.

Es erróneo pensar que los costos de cualquier proceso de extracción de liquidez vía emisión de títulos del Banco Central (que representan un pasivo) necesariamente genera un déficit cuasi fiscal[3] de la misma magnitud: debemos tener en cuenta qué sucede con la composición del activo de la autoridad monetaria. Ello nos lleva directamente a nuestro segundo 'mito'.

Afirmación N° 2: La política monetaria aún posee un componente importante de dominancia fiscal (emisión por financiamiento al tesoro).

El Apartado 6 del último Informe de Política Monetaria del BCRA[4] pretende esclarecer este punto. De acuerdo al mismo, durante el período 2009-2015 el financiamiento al Tesoro Nacional fue por lejos el principal responsable por la emisión monetaria, aportando en promedio 2,1 puntos porcentuales del PBI a un crecimiento de 2,3 puntos porcentuales de la BM. En el año 2016, estas operaciones aún representaron un considerable 1,9% del PBI, pero no fueron el principal factor de crecimiento de la base monetaria. El principal responsable fue la emisión por compras netas de divisas, que alcanzó un 2,6% del PBI.

Esto resulta importante en tanto las reservas internacionales que se incorporaron rinden un interés, a diferencia de los adelantos transitorios al gobierno, y pueden ser liquidadas a valores de mercado cada vez mayores dada la tendencia a la

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

depreciación del peso, antes reprimida por el cepo. Esta dinámica le sirve al BCRA para matizar las preocupaciones vigentes acerca de la solvencia del esquema de esterilización monetaria.

Hacia 2017, el Banco Central proyecta continuar contrayendo las transferencias al Tesoro, las cuales alcanzarían un total de $ 150.000 millones ($ 10.000 millones menos que en 2016 en términos nominales). Ello permitiría liberar fondos que, de la mano de un aumento de la demanda de dinero, ayudarían a continuar reduciendo el stock de títulos emitidos por el Banco Central.

Afirmación N° 3: El financiamiento del Gobierno Nacional a través de la emisión de bonos en el mercado externo ha llevado la deuda a niveles peligrosos.

La persistencia del déficit fiscal sería incompatible con la reducción de los aportes del BCRA al Tesoro si este último no recurriese a la deuda para financiarse. De cierta manera, la emisión de deuda resulta ser la variable de ajuste intertemporal entre una política monetaria relativamente contractiva y una política fiscal que no la ha acompañado 100% en ese sentido.

Ello ha derivado en un crecimiento sustancial con respecto a años anteriores del endeudamiento público tanto a nivel doméstico como externo. Los últimos datos disponibles del Ministerio de Finanzas de la Nación muestran un crecimiento neto de la deuda pública bruta (incluyendo los cupones PIB) de unos u$s 10.600 millones de dólares en los primeros tres trimestres del 2016 para así alcanzar un total de más de u$s 264.600 millones. A ello deberíamos adicionar las recientes emisiones de bonos en euros por € 2.500 millones (octubre 2016), bonos en dólares por u$s 7.000 millones (enero 2016) y en pesos por unos $ 125.000 millones[5], además de las colocaciones de Letes en dólares y por parte de las provincias.

Por su cuenta, estos valores nominales no nos dicen nada acerca de la solvencia de las obligaciones crediticias del gobierno. La medida más usada para evaluar dicho aspecto suele ser el stock de deuda sobre PIB, el cual para 2016 se colocaría cerca del 54%[6] en términos brutos (contabilizando deuda entre diferentes entidades del sector público) y en alrededor de un 25% en términos netos (sólo teniendo en cuenta la deuda con privados y organismos internacionales) de acuerdo al propio Ministro de Finanzas[7]. Estos niveles son relativamente bajos tanto en términos históricos como respecto a otros países de la región.

No obstante, este indicador, el cual equipara al producto del país con la capacidad de pago como si fuese una especie de 'base imponible' sobre la cual se obtienen los fondos necesarios para afrontar obligaciones futuras resulta en una simplificación considerable del fenómeno. Incluso tomado en términos netos, el mismo no refleja factores relevantes como el interés a pagar, qué porcentaje se encuentra en manos de residentes, la moneda de emisión, cómo se estructuran los compromisos futuros a lo largo del tiempo, ni cuál es el esquema tributario a través del cual se obtendrán los fondos para repagar la deuda.

En términos de estos aspectos, debe destacarse como un punto a favor el hecho de que se hayan logrado colocar emisiones en moneda local a tasa fija, permitiendo alivianar la presión de una posible la depreciación de la moneda sobre el capital de dichos títulos. En contraste, las tasas que se pagan por las emisiones en dólares, si bien han tendido a encontrarse a la baja desde el arreglo con los holdouts, siguen mostrando primas considerables con respecto a pares de la región y no son ajenas a la amenaza de un mayor costo del dinero a nivel internacional en los próximos años.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

La presente nota no pretende hacer apología de la política económica del actual gobierno, sino simplemente destacar que analizar estas cuestiones requiere de una visión dinámica y global. Bajo el esquema actual, el éxito del programa anti-inflacionario es inequívocamente interdependiente de la solvencia del fisco. De no lograr reducirse el ritmo inflacionario, se encarecerá el costo de renegociar la deuda tomada para saldar compromisos pasados y evitar un ajuste vehemente de las cuentas públicas. De no lograr equilibrar estas últimas, las presiones sobre el nivel de precios se harán ver de una manera u otra, y la capacidad de repago de la deuda se verá comprometida.

[1] De acuerdo a algunas visiones monetaristas extremas, bajo ciertas condiciones la inflación, a pesar de considerarse un fenómeno monetario, tendría un origen fiscal. Ver 'Some unpleasant monetarist arithmetic' (1981) de Thomas J. Sargent y Neil Wallace.

[2] Ver http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/infolebac.pdf

[3] Entendido a muy grandes rasgos como el resultado negativo que surge como producto de cobrar intereses por sus activos (generalmente deudas del Estado), que se encuentran por debajo del costo de los pasivos que debe adquirir para poder esterilizar la emisión adicional.

[4] Ver http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM_Enero_2017.pdf

[5] Información de Thomson Reuters.

[6] Ver https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html

[7] Ver http://www.lanacion.com.ar/1971676-conferencia-de-prensa-nicolas-dujovne-caputo-gobierno-economia

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824