

Informe Monetario y Cambiario N° 154
LO BUENO, LO MALO Y LO FEO DE LAS EMISIONES DE DEUDA
RESUMEN EJECUTIVO - 23 de junio de 2017

1. Vientos favorables para la toma de deuda

- En un contexto internacional que permanece favorable, habiendo absorbido hasta el momento sin problemas la suba gradual de las tasas de interés en Estados Unidos, el Gobierno Nacional permanece activo en materia de nuevas colocaciones de deuda, tanto en el mercado doméstico como en el internacional. En el mercado doméstico realizó una nueva emisión de letras en dólares, agregando una emisión en deuda en pesos con nuevas características. En el mercado internacional emitió bonos a 100 años, un plazo sin precedentes para la historia económica argentina (y con pocos precedentes en el mundo de la deuda soberana).
- De este modo, en consonancia con la política fiscal gradual del Gobierno, el Tesoro sigue tomando deuda aprovechando los bajos ratios de deuda heredados del Gobierno anterior. En este año, y a pesar del nuevo endeudamiento, el peso de la deuda en el PBI casi no subiría, por un mayor crecimiento del Producto en dólares, derivado en parte del atraso cambiario.
- El Ministerio de Finanzas realizó la primera licitación de Títulos Públicos a 3 años en pesos que devengan la tasa de política monetaria del BCRA, adjudicando un fuerte monto, de \$75.000 millones. Al devengar la tasa de política monetaria, este título podría ser un instrumento alternativo a las Lebacs, y de esta manera canalizar parte de la demanda local de estos instrumentos aliviando la carga que pesa sobre las espaldas de la autoridad monetaria.
- Si bien es más que razonable conseguir financiamiento en pesos para reducir la exposición al tipo de cambio, la posibilidad de financiarse con bonos atados a la tasa de política monetaria puede tener algunas implicancias negativas. Es que, de profundizarse este mercado y adquirir mucha relevancia, las futuras decisiones de modificación de la tasa de política monetaria ahora van a tener un impacto más directo sobre las finanzas públicas, lo que podría llevar a mayores tensiones entre el BCRA y el Tesoro. Mientras que la autoridad monetaria debe focalizarse en la inflación para fijar la tasa de política monetaria, el Tesoro preferirá menores tasas, agregando al tradicional argumento de impulsar el nivel de actividad el efecto en los pagos de interés. Curiosamente, luego los intereses parecerían confluir: altas tasas y mayor déficit incrementaría la dominancia fiscal, ya que el BCRA debe esterilizar los pesos que se emiten (aún cuando ello se hiciera contra ingresos de reservas).

2. Atraso cambiario y fuerte financiamiento externo: dos caras de una misma moneda

- Luego de la volatilidad alcanzada en mayo a causa de la crisis política en Brasil y la polémica en EE.UU., el tipo de cambio había retomado una senda bajista, lo que se interrumpió por la no inclusión de Argentina dentro de los índices de mercados emergentes. Pero el nuevo rebote en el tipo de cambio sería transitorio, ante la entrada de dólares por la toma deuda en el exterior y la estacionalmente alta liquidación de divisas por parte del agro.
- Los efectos colaterales, directos o indirectos, del excesivo uso del financiamiento externo en el tipo de cambio real provienen de la emisión de pesos (que aumenta la necesidad de esterilización vía pases o Lebacs), cuando el BCRA compra las divisas, o de la caída en el tipo de cambio nominal, cuando no las compra. Esto en un marco en el que la apreciación del peso ayuda, pero bastante poco, para detener la inflación, en un contexto de precios relativos aun inestables. En cambio, genera fuertes caídas en la competitividad de un número importante de actividades, especialmente aquella mano de obra intensiva que producen alto valor agregado.
- Desde este punto de vista resulta valorable la nueva política de realizar colocaciones en pesos en el mercado doméstico, tal como se hizo en junio. El Tesoro ayuda a sacar pesos de circulación y a consolidar la baja de la inflación, al mismo tiempo que reduce la presión de la oferta cambiaria que lleva a la apreciación de la moneda. Pero si las tasas de interés internas se mantienen muy elevadas (como lo son ahora), el incentivo fiscal para emitir deuda en pesos es bajo (sencillamente es más barato financiarse en el exterior), dado que pagar las altas tasas internas debilita las cuentas fiscales.