

INFOGRAFÍA

# VULNERABILIDAD FINANCIERA

---

Argentina, el país donde más aumentó el riesgo país en el último año.



[www.undav.edu.ar](http://www.undav.edu.ar)

ABRIL 2019



•

Autoridades  
UNIVERSIDAD NACIONAL  
DE AVELLANEDA

RECTOR  
**Ing. Jorge Calzoni**

SECRETARIA GENERAL  
A cargo de la Coordinación del  
Observatorio de Políticas Públicas  
**Dra. Patricia Domench**

COORDINADOR  
Módulo Política Económica  
**Mg. Santiago Fraschina**

## SÍNTESIS DEL INFORME

- En 2018 se abandonó el esquema de metas de inflación, que fue el sistema rector de la política monetaria durante dos años.
- Su desgaste se explica por distintas causas, entre las que se destaca el sistemático sesgo entre objetivos y resultados, la insustentabilidad de la evolución de su instrumento de control monetario (las Lebacks) y el fuerte fracaso en reducir la inflación.
- Claro que discontinuar el régimen anterior no fue inocuo. Las consecuencias de la implosión implicaron una caída de reservas por más de U\$S 15.000 millones (previo al acuerdo con el FMI).
- Por otro lado, el desbarajuste macroeconómico llevó a la actual administración a hacer una apuesta muy fuerte a ponerle un torniquete al canal financiero, aún al costo de profundizar la recesión que había comenzado en el segundo cuatrimestre.
- En ese marco, el nuevo sistema de control de agregados propuso un manejo monetarista convencional de restricción en la emisión de billetes. La característica diferencial es que se partía de una base exorbitante de tasa de interés. Niveles tan altos que triplicaban al siguiente país en el ranking mundial.
- Si bien la misma se fue reduciendo conforme la volatilidad de la economía se redujo, desde octubre a la fecha, el BCRA sigue avanzando con extrema prudencia para evitar recalentar el mercado cambiario. La tasa de interés local sigue siendo más del doble de la del segundo país en el ranking mundial, y sólo bajó en quince puntos porcentuales desde el techo de 72%.
- La contracara de este proceso es una ganancia superlativa para los bancos. El costo de estabilizar la macro es una transferencia de recursos fenomenal desde el BCRA al sistema bancario.
- En este documento, proponemos un análisis sobre el estado actual de la posición financiera de nuestra economía. A tales fines, estudiamos la evolución de la deuda de corto plazo del Banco Central, la trayectoria de diferentes activos soberanos, tanto como diferentes medidas de riesgo de nuestra economía.
- En resumen, los números ilustran la exponencial evolución del nuevo instrumento monetario estrella, las Leliqs. En menos de cuatro meses, la deuda por este título de deuda a 7 días creció un 142%, posicionándose en el orden del billón de pesos.
- La aceleración del crecimiento de este instrumento es tal que ya se renuevan un promedio de \$200.000 millones por día. Un 140% más que al inicio del régimen, lo cual suma presión sobre la hoja de balance del BCRA.
- Si bien la tasa se redujo levemente, los intereses se siguen acumulando cada día. En menos de siete meses, ya se devengaron intereses por \$224.000 millones para los bancos.
- Con una variabilidad muy significativa, tanto el dólar como la tasa de interés siguen siendo fuentes evidentes de inestabilidad. Así, el dólar sigue 115% arriba respecto de hace un año, mientras que la tasa de interés se duplicó, en igual periodo.
- Semejante grado de vulnerabilidad financiera deriva en un aumento del riesgo país. En abril, el indicador volvió a superar los 800 puntos y crece un 135% en relación a inicios de 2018.
- Así, debido al riesgo de los activos argentinos, algunos bonos como el Bonar 2020 ya llegan a pagar 15% en dólares. Son niveles de rentabilidad propios de una economía al borde del default.
- Es por esto que los seguros contra el default de la deuda argentina (conocidos como CDS) también se dispararon en los últimos días, con una suba de casi 25% en tan solo un mes.
- Con todo, acumulando una suba del 100%, Argentina es el país de la región donde más creció el riesgo país en el último año.

## INTRODUCCIÓN

La economía argentina continúa su camino hacia un nuevo incremento de su fragilidad externa y financiera. La política de control de agregados monetarios por parte del Banco Central, acordada con el FMI y que produce una tasa de interés altísima, y de achicamiento del gasto público por parte del Ministerio de Hacienda, están significando un brutal ajuste tanto de la actividad económica interna como del sector público. Estas políticas tendrían el objetivo de generar estabilidad macroeconómica, especialmente cambiaria, y permitir mediante una convergencia hacia el superávit primario, tener la posibilidad de pagar los intereses de la deuda, mejorando así las condiciones de acceso a los mercados de crédito privados internacional, y reducir la tasa de inflación, ya que la óptica oficial considera que la misma es causa de la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal. No obstante la contracción monetaria y fiscal, la inflación se mantiene en niveles particularmente altos. En marzo la variación mensual de los precios estaría rondando el 4%, en una clara señal de que lejos de estar produciéndose un sendero de desinflación, el riesgo de espiralización de los precios internos es cada vez más alto.

A su vez, las políticas de ajuste monetario y fiscal no están logrando mejorar la situación financiera argentina. Nuevamente lo que parecería suceder es todo lo contrario. La deuda pública bruta ya alcanzó en 2018 al 90% del PBI por primera vez en 15 años. Y en los primeros meses del corriente han comenzado a deteriorarse otros indicadores como el

riesgo país, los precios de los bonos argentinos que vencen en 2020 y los seguros contra default (CDS). Estas variables que inciden en el financiamiento argentino en el mercado voluntario privado de crédito habían tenido un abrupto deterioro durante la disparada del dólar del año pasado, la recesión económica, la pérdida de reservas del BCRA y la aceleración inflacionaria. A partir de septiembre del año pasado, cuando el BCRA adopta el nuevo esquema de agregados monetarios y se cierra el segundo acuerdo con el FMI, el deterioro financiero parecía haberse detenido. El dólar parecía mantenerse cerca de la baja inferior que había definido el BCRA y la inflación empezaba a desacelerarse del pico registrado en ese mes.

Pero la calma cambiaria y financiera duraría poco. En los primeros meses de 2019 nuevamente la volatilidad financiera volvía a generar un tembladeral en la economía doméstica. El dólar recuperaba su típica trayectoria alcista y la inflación volvía a acelerarse. Con respecto al acuerdo del Poder Ejecutivo con el Fondo, quedaba en evidencia que tanto uno como otro habían realizado predicciones demasiado optimistas en relación a las metas fiscales ya que la profunda recesión de la actividad doméstica generaba un desplome en la recaudación en términos reales lo cual ponía en juego la convergencia hacia el equilibrio fiscal. A raíz de que el Ejecutivo Nacional no está dispuesto a subir impuestos, la baja del gasto público en materia de infraestructura será profunda durante el corriente año. Esta reducción del gasto

adicional presionará aún más sobre el mercado interno generando un desplome mayor de la actividad.

A su vez, la política monetaria de crecimiento cero de la base monetaria y las altísimas tasas de interés que la misma trae aparejada, no pueden funcionar sin un fenomenal crecimiento de los bonos que emite el BCRA: en este caso las Leliqs. El instrumento estrella del Banco Central para realizar esterilización monetaria está convirtiéndose nuevamente en un problema más que en una solución, ya que su monto ha crecido en términos acelerados y su stock está alcanzando los montos que otrora supieron alcanzar las Lebac. A diferencia de su predecesor, las Leliq sólo pueden ser adquiridas por los bancos, con lo cual, se evita que otra clase de inversores puedan acceder a ellas directamente. Es por eso, que los Bancos para captar suficientes pesos y poder comprar todas las Leliq posibles, suben sus tasas de interés para tentar a los que tienen ahorros en pesos a que coloquen su dinero a plazo. De esta forma, la plaza se seca de pesos. Sin embargo, como se vio, esto lejos está de ser suficiente para controlar los precios en Argentina. Por otro lado, este instrumento tiene renovación cada 7 días, lo que demuestra la velocidad con la que los bancos pueden convertir estos instrumentos en pesos. Además, teniendo en cuenta las altas tasas de interés que está pagando, los costos en materia de déficit cuasi-fiscal, es decir, incorporando el pasivo del BCRA, son altos.

La inflación no sólo está impulsada por el aumento del dólar, del año pasado y del actual, y por el aumento de las tarifas, sino también por la propia inercia que adopta el fenómeno. Pero hay un elemento más. En el caso de que las expectativas de devaluación crezcan, sea por la incertidumbre acerca de la

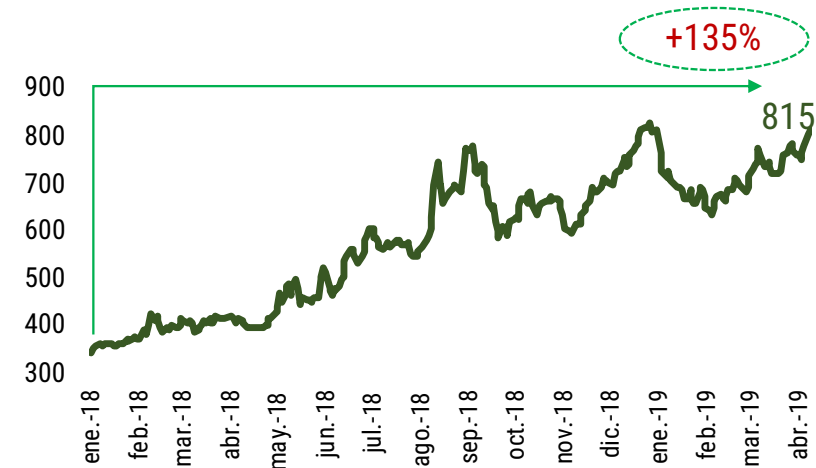
capacidad de Argentina de pagar su deuda o sea porque el mercado interprete que el BCRA está con poca posibilidad de defender el valor del tipo de cambio, lo más probable es que los tenedores de plazos pijos, desarmen sus posiciones para correr hacia el dólar. Esto puede generar una efervescencia mayor en el precio del dólar, sin que la tasa de interés en pesos pueda llevar tranquilidad. El crecimiento acelerado del stock de Leliq representa una posibilidad de corto plazo de creación de base monetaria y por lo tanto de corrida contra el dólar.

Una fuerte devaluación puede generar una nueva espiralización de la tasa de inflación como ya se vio en 2018, pero una licuación de los pasivos en pesos. Con lo cual, la economía Argentina se encuentra nuevamente en una encrucijada ya que debe enfrentar un año electoral con una evolución de las variables macroeconómicas ciertamente magras y distintas variables financieras que se van deteriorando crecientemente a medida que se va haciendo evidente que el plan del Ejecutivo Nacional y del FMI es inconsistente con un modelo de desarrollo que priorice el crecimiento económico con distribución del ingreso ante el pago de los servicios de deuda y el sostenimiento de la valorización.

## EL DETERIORO FINANCIERO A PASO INCESANTE.

Apenas comenzado el año, las variables de riesgo financiero, que desde septiembre de 2018 parecían estar recomponiéndose, muestran un nuevo franco deterioro en estos primeros meses del año. Y a diferencia de lo que suele esgrimirse desde el oficialismo no se trata meramente de un empeoramiento de las condiciones internacionales. El factor “resto del mundo” juega un papel a la hora de explicar los cambios en los flujos de capitales mundiales y la devaluación de las monedas de emergentes, pero en el caso argentino los movimientos son más agudos, con lo cual están sujetos en un alto porcentaje a un componente interno. En otras palabras, los propios desequilibrios generados por la actual gestión producto de las políticas económicas llevadas adelante desde diciembre de 2015, tienen incidencia en la actual situación de creciente fragilidad macro-financiera.

## RIESGO PAÍS EN ARGENTINA (en cantidad de puntos básicos)

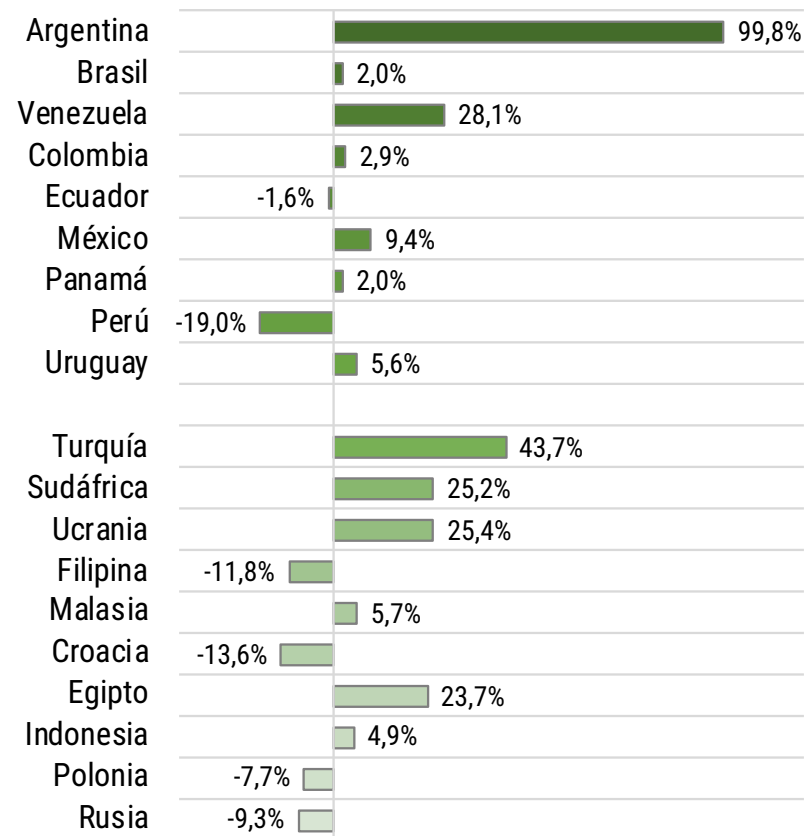


Fuente: elaboración propia, en base a JP Morgan.

Esto se puede ver perfectamente en el índice de riesgo país de mercados emergentes que elabora el Banco de Inversión, JP Morgan, el cual para el caso argentino ha tenido un crecimiento desde enero de 2018 del 135% en abril de 2019, alcanzando los 815 puntos básicos. Es decir, que la sobretasa que debe pagar argentina es de 8,15 puntos por encima de la tasa de los bonos norteamericanos. Teniendo en cuenta que tanto la FED como el Tesoro estadounidense están subiendo la tasa de interés por encima del 2%, implica que la deuda pública está pagando tasas por encima del 10% en dólares. Argentina ha sido el país que más ha incrementado su nivel

de riesgo país comparado con países de la región y con otros emergentes. Alcanzo un crecimiento del 99,8% interanual, superando incluso a Turquía, con 43,7%, Venezuela, con 28,1%, Ucrania con 25,4% y Sudáfrica con 25,2%. Se observa además como dentro de la región los países no han sufrido el franco deterioro que sufrió Argentina. México apenas creció en un año un 9,4%, Uruguay, 5,6%, Colombia, 2,9%, Brasil y Panamá, ambos con 2%, y con caídas en Perú y en Ecuador, -19% y -1,6%, respectivamente. El aumento del Riesgo implica que los bonos de deuda argentinos pagarán una sobretasa en relación a la tasa que devenga el Tesoro de los Estados Unidos que se supone que son los activos más seguros. Esta sobretasa no sólo encarece la posibilidad del endeudamiento sino que produce un efecto negativo en las expectativas que ven como la economía doméstica está lejos del desempeño de años anteriores.

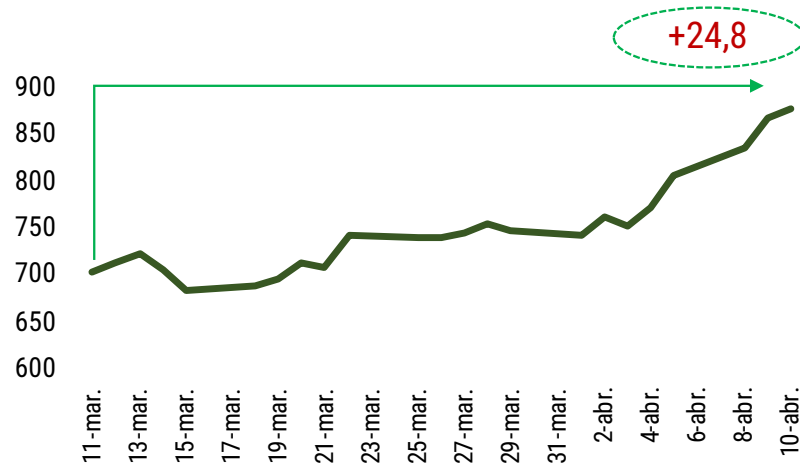
### RIESGO PAÍS, ECONOMÍAS EMERGENTES (en % de variación para el último año)



Fuente: elaboración propia, en base a JP Morgan.

De la misma forma, los seguros contra default han tenido una escalada en su precio importante en los últimos meses. Esto es un indicador claro de la desconfianza del mercado para con la deuda pública argentina por lo que se cubren ante un eventual default a través de dichos seguros. La mayor demanda de los mismos produce que su precio crezca. Con lo cual representa un claro indicador de la situación macro-financiera argentina con un fuerte componente de la generación de expectativas. Es así que en el último mes los CDS argentinos crecieron en un 24,8%.

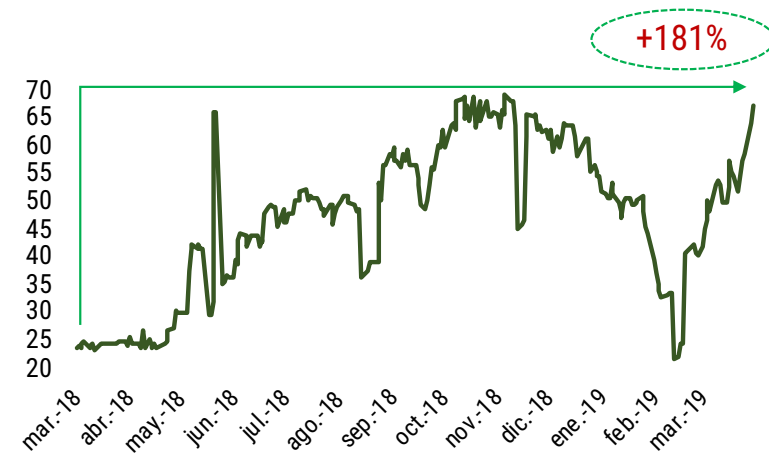
### SEGUROS CONTRA DEFAULT DE ARGENTINA (en millon es de puntos básicos)



Fuente: elaboración propia, en base a Bloomberg.

Otra de las variables que han sufrido un fuerte deterioro son los precios de los bonos argentinos, especialmente aquellos que vencen durante el próximo periodo de gobierno, en particular en 2020. A continuación se presenta la evolución de la tasa de interés del Bonar B+325 que paga en pesos desde marzo de 2018. Se puede observar como la tasa interna de retorno (TIR) luego del pico tras la crisis del 2018, había vuelto a bajar, pero que en particular desde marzo de este año volvió a retomar su sendero alcista pero a una velocidad mayor. Como se puede observar la tasa ya está casi alcanzando su punto más alto de septiembre de 2018. El bono fue emitido el 1 de marzo de 2016 y vencerá el mismo día y mes de 2020.

### RENDIMIENTO DEL BONAR 2020 EN PESOS (en % anual)



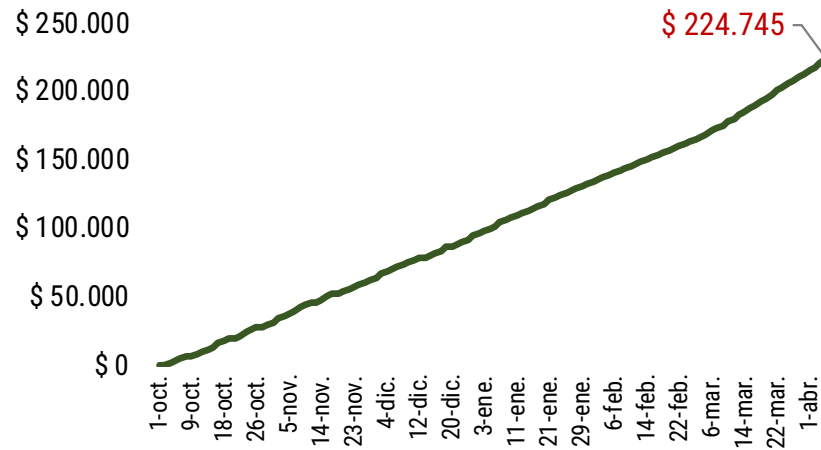
Fuente: elaboración propia, en base a Bloomberg.





Este crecimiento tan vertiginoso del Stock de Leliqs no pudiera haber sido posible de no ser por la elevadísima tasa de interés y por abultados intereses que estos han pagado a los bancos para que retiren el dinero del mercado. Como se puede observar a continuación la línea de los intereses pagados por Leliqs ha venido aumentando exponencialmente. De hecho en un año, los intereses pagados en concepto de Leliq ya superan los \$240.461 millones.

### INTERESES POR LETRAS DE LIQUIDEZ (en millones de \$)

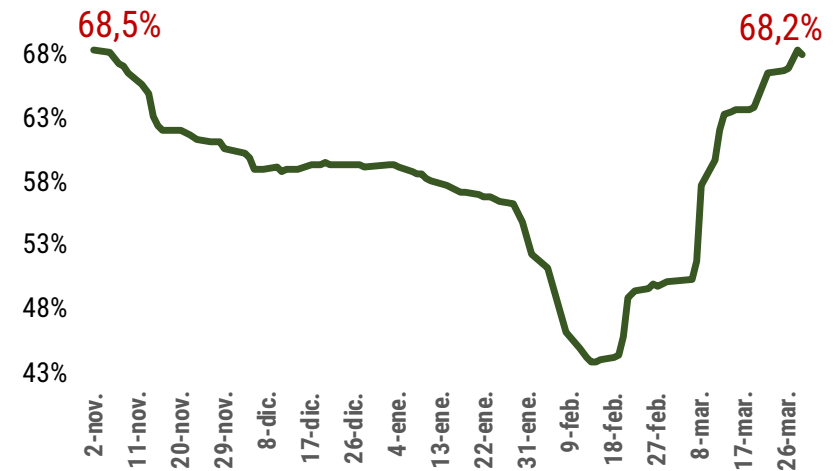


Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

Este otorga la posibilidad de realizar ganancias en pesos, que luego pueden ser pasadas a dólares, en lo que se conoce como carry trade, fenomenales pero depende de la relativa

estabilidad del dólar. En caso que el dólar se dispare, los tenedores de plazos fijos saldrían en masa del sistema bancario para refugiarse en la moneda norteamericana. Este nivel de especulación financiera hace que el actual modelo económico sea insustentable en el corto como en el mediano plazo.

### TASA DE INTERÉS DE LETRAS DE LIQUIDEZ (en millones de \$)



Fuente: elaboración propia, en base a BCRA.

## BREVES CONCLUSIONES

Las condiciones macro-financieras de la economía argentina presentan un franco deterioro cuando todavía quedan varios meses para las elecciones presidenciales a realizarse en octubre. A la creciente fragilidad del contexto monetario, cambiario y financiero debe sumársele que la Argentina podría terminar el año tercera en el ranking de los países con más inflación del mundo, según un reporte elaborado por el FMI con un total de 189 países, solamente siendo superado por Venezuela y Sudán del Sur. Además el riesgo país está superando los 800 puntos básicos pero los bonos argentinos que vencen en 2020 están pagando una tasa de interés que se acerca al 15% anual en dólares. Teniendo en cuenta que la tasa de interés de los bonos del tesoro de los Estados Unidos es inferior al 3%, se entiende que la sobre tasa que pagan específicamente los bonos argentinos que vencen en 2020 es casi 4 puntos por encima de la tasa según el riesgo país a 10 años que mide el JP Morgan (3% de la tasa de los bonos de Estados Unidos más el 8% del EMBI que mide el JP Morgan). El desembolso del FMI de los USD 10.800 millones el viernes pasado no alcanzó para apaciguar esta situación cuando en teoría alcanzaría según el programa financiera del gobierno, a cubrir los vencimientos de 2019, y hasta inclusive la mitad de los de 2020. Esto pone en tela de juicio las próximas renovaciones de LETES en dólares a un año de plazo. La situación de altas tasas de interés cercanas al 15% en dólares para los bonos argentinos se extiende para vencimientos que deberá enfrentar incluso el gobierno posterior al que será

elegido en octubre, esto es en 2024. Pero es notorio que para los más largos el rendimiento disminuye como para los que vencen en 2033 o incluso para el bono a 100 años, invirtiéndose la curva de rendimientos que dice que un bono a mayor plazo debería pagar una tasa mayor. Además en estos años (próximo gobierno) caen los vencimientos de la deuda contraída con el FMI, con lo cual el propio Fondo manifestó que estaría en condiciones de reprogramar los plazos de pago a cambio de impulsar las “reformas estructurales” como la reforma previsional y la laboral. A esto hay que sumarle las propias inconsistencias del acuerdo con el FMI. El BCRA apenas dispone de la tasa de interés para un control sobre el precio del dólar. Pero si este llegase a superar la banda superior, apenas podría vender apenas USD 60 millones por día para contener el alza del dólar. Este creciente deterioro pareciese no estar relacionado con el riesgo político como afirman los funcionarios del FMI como del oficialismo, sino más bien por los fundamentos macro-financieros de corto plazo de la economía argentina que no tiene certezas sobre como refinanciará sus pasivos en los próximos años.