

Gonzalo Martinez Mosquera. [gonzalomm78@gmail.com](mailto:gonzalommm78@gmail.com)

LOS DÉFICITS OCULTOS DE MILEI

El sobreprecio en la compra de reservas, la capitalización de Lecaps y el regalo de intereses a los bancos.

Primer déficit oculto: El sobreprecio en la compra de reservas

El gobierno suele explicar que terminó con el déficit fiscal primario y financiero en el primer mes completo de su gestión. La única fuente de emisión inflacionaria en esos primeros meses, según el gobierno, era el déficit cuasi fiscal, aquel que se generaba por el pago de intereses de los pasivos remunerados del Banco Central.

Cuando se le recuerda que existía otra fuente de emisión en la compra de reservas, la respuesta del gobierno es que, dado que esa emisión se realizaba contra la venta de dólares, no implicaba una verdadera fuente de emisión inflacionaria porque eran pesos que la sociedad demandaba.

Sin embargo, cuando el gobierno devaluó el peso en diciembre de 2023 no lo llevó a un precio “de mercado” aquel que surgiría en un mercado sin intervención directa de aquel, sino que lo llevó a uno mucho más alto.

Cuando uno mira el Tipo de Cambio Real Multilateral que calcula el Banco Central puede observar que el tipo de cambio oficial elegido por el gobierno en diciembre de 2023 fue mucho mayor que el promedio histórico. Además fue mucho más alto que el que los economistas estimaban. El consenso se ubicaba entre 450 y 600 aproximadamente mientras que el gobierno lo llevó a 800 más el crawling peg del 2% mensual.

Mi intención en la presentación será mostrar una estimación de cuántos pesos se emitieron para pagar ese “sobreprecio” entre el tipo de cambio oficial y ese tipo de cambio de mercado durante los meses donde el gobierno acumuló reservas (hasta mayo inclusive) y que deberían ser contados como un déficit.

Segundo déficit oculto: La capitalización de Lecaps

El segundo “déficit oculto” de Milei es el pago de intereses de Lecaps.

El gobierno pasó la deuda remunerada del Banco Central (pases pasivos) al Tesoro en la forma de Lecaps. Los intereses que pagan, que antes formaban parte del déficit cuasifiscal, hoy no son considerados como parte del déficit financiero del Tesoro.

El argumento es que esas Lecaps pagan un interés devengándolo en vez de emitir pesos, como lo hacían con los Pases. Sin embargo, dado que el Banco Central maneja una política de tasa de interés exógena debe adecuarse a la proporción pesos y deuda (incluyendo pasivos remunerados del BCRA) que desea la sociedad. Si no lo hiciera la tasa de interés en el mercado sería mayor o menor.

Eso genera que la emisión de pesos sea la misma sea que los intereses se paguen vía emisión, como lo hacían en el caso de los Pases, o vía devengamiento de nueva deuda, como lo hacen ahora con las Lecaps.

Mi intención es explicar el proceso y por qué en ambas situaciones la emisión de pesos es la misma y el efecto sobre la macroeconomía también.

Tercer déficit oculto: El regalo de intereses a los bancos

El gobierno en un par de licitaciones de bonos intentó subir la tasa interés de mercado sin subir la tasa de política monetaria. La forma fue asegurar una TEM más alta que la que mostraba el mercado secundario para igual duration.

Claramente esto muestra un mal entendimiento de las operaciones monetarias. Una vez que el Banco Central define su política de tasas de interés el Tesoro no puede sostener una TEM más alta que la del mercado secundario por la simple razón que los bancos comprarán ese bono y lo venderán en el mercado secundario ganando la diferencia.

En el peor de los casos, si un banco no contara con la liquidez necesaria podría pedirla por ejemplo haciendo una operación de pase activo para luego liquidar esa posición cuando vendiera el bono.