

INFOGRAFÍA

LEBACS Y DEUDA BCRA

En lo que resta del año, el **Banco Central** deberá **desembolsar deuda en Lebac** por casi **10% del PBI**.



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

RESUMEN EJECUTIVO

- La actual administración decidió implementar un régimen de metas de inflación, donde la única variable prefijada es la tasa de interés. Para esto, el Banco Central emite deuda de corto plazo (típicamente en Lebac) con el propósito de mantener alineada la cantidad de dinero en circulación con sus objetivos de política.
- La dinámica insustentable del ritmo de colocación de esta deuda del BCRA se intensificó desde la liberalización del mercado cambiario, en diciembre de 2015.
- Esto se reflejó en un marcado incremento de los montos licitados y pagados en 2016 y 2017, que crecieron a velocidad exponencial constituyendo una verdadera “bola de nieve” sobre la sustentabilidad de la política monetaria.
- Así, los plazos de vencimiento se acortaron significativamente. En el lustro 2011-2015 el plazo de vencimiento promedio ponderado de las Lebac era de 210,4 días, mientras que en el bienio 2016-2017 la cifra bajó a tan sólo 55,3 días.
- De esto se desprende que casi el 90% de la deuda en Lebac vence en los próximos 3 meses. La mayor magnitud de desembolsos de corto plazo de la historia, al sumar vencimientos por 10% del PBI en el próximo cuatrimestre.
- Estos montos, explican alrededor del 115% de la base monetaria y las reservas actuales. Esto es, si se transformaran a pesos todas las reservas del país, no alcanzarían a cubrir la deuda de corto plazo del BCRA.
- Por ejemplo, cuando se comparan los volúmenes de montos a pagar en concepto de Lebac en 2016, respecto de los de 2015, las variaciones mensuales interanuales promedio trepan hasta el 450%.
- Asimismo, el Tesoro Nacional también se acopló a la emisión de deuda de corto plazo del Banco Central, por medio del instrumento de las “Letes”. El total en circulación en junio de 2017 supera los \$165.000 millones, lo cual implica un aumento de casi 9 veces respecto al monto emitido en el primer semestre del año pasado.
- Los intereses a pagar por las Lebac crecieron notoriamente en los últimos meses y ya representan: 1,7 veces lo presupuestado para el Ministerio de Educación y Deportes, e igual magnitud en relación al Ministerio de Desarrollo Social. La cifra escala a 4,9 veces lo reservado para el Ministerio de Salud y 16,3 veces lo destinado para Ciencia y Tecnología.
- Una considerable proporción del stock de Lebac en circulación vence en el corto plazo. En porcentaje, aproximadamente el 90% de los vencimientos se ubican en los próximos 3 meses.
- Como consecuencia de lo descripto, la relación entre el monto emitido en Lebac y el PBI pasó del 11,5% del PBI en 2015 al 44,7% en 2016 y al 46,1% en 2017 (proyectado).
- Esto redundó en intereses crecientes en relación a la producción económica de nuestro país: de 1,4% de intereses pagados en relación al PBI en 2015 se pasa al 2,2% y al 2,3%, en 2016 y 2017, respectivamente.

INTRODUCCIÓN.

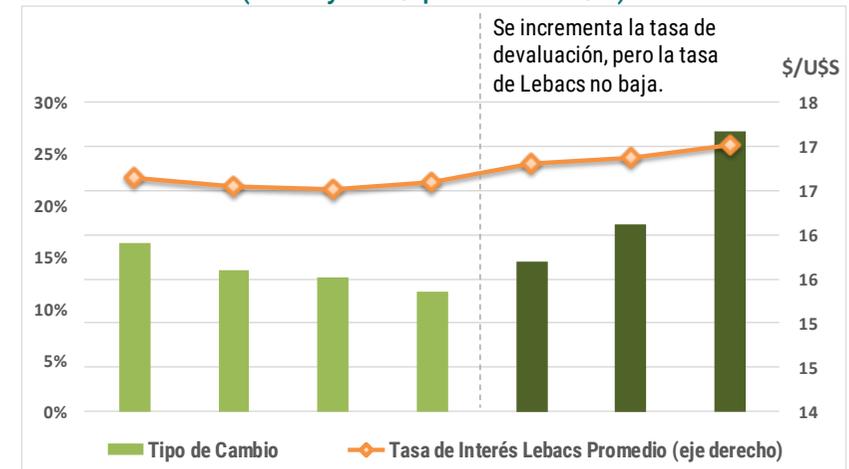
Producto de la escalada en la cotización del dólar del último mes, el BCRA se encuentra ante un dilema relativo a su curso de acción: si prioriza sus objetivos de prudencia monetaria o armoniza su funcionamiento con el programa de crecimiento económico de corto plazo que busca impulsar el Ministerio de Hacienda. En este contexto resulta interesante plantear si la política de metas de inflación es la solución o el problema de lo que está ocurriendo. Pensar que la persistente alza de los precios puede ser controlada o solucionada en forma aséptica, solamente con un aumento de la tasa de interés, luce como una verdadera quimera.

Las últimas ruedas del Mercado Libre de Cambios prendieron las alarmas de los especialistas en finanzas, que se percatan cómo la autoridad monetaria cede reservas (500 millones en siete ruedas), crecen día a día los pasivos monetarios y algunos indicadores de salud financiera se deterioran. En julio de 2017, la base monetaria tuvo un crecimiento interanual de 26,8% y la circulación de billetes y monedas de 33,4%.

Los vencimientos de Lebacks, cuyos montos subieron en julio un 64% interanual, conllevan el riesgo implícito de que la masa de dinero que puede no ser renovada y se pase al dólar. En las últimas jornadas el BCRA ha tenido que intervenir fuerte para contener al precio del dólar, que igualmente perforó los 18 pesos. Como resultado del nuevo rebrote de la divisa, se comenzó a evidenciar, además, un significativo traslado de la suba de la moneda estadounidense a los precios domésticos. Así, el mercado desconfía, el dólar va escalando posiciones,

los precios siguen subiendo y las metas prefijadas se hacen inalcanzables. Se trata de una política monetaria que sigue la analogía de la “sabana corta”. Resulta hasta cierto punto trillado el hecho que si el BCRA subiera en forma más pronunciada la tasa de interés se contendría la suba de precios. Pero el resultado no se derivaría de los logros de una economía en crecimiento, sino por los devastadores efectos recesivos que ocurrirían. Para combatir la inflación y la suba del dólar, se ofrece entonces una elevada tasa de interés que provoca recesión en el corto plazo y pospone otros problemas para el mediano y largo plazo.

TIPO DE CAMBIO Y TASA DE INTERÉS LEBACS. (en % y en \$ por cada U\$S)



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

El paradigma monetarista se ha resquebrajado. La suba de la tasa de interés compromete el déficit cuasi fiscal y, por lo tanto, el presupuesto público, a la vez que frena el despegue de la economía. Los abultados intereses acrecientan el gasto y, si se cumple a rajatabla lo que requiere la teoría, las necesidades de financiamiento se disparan con la intención de no emitir dinero, hecho que tampoco se logra.

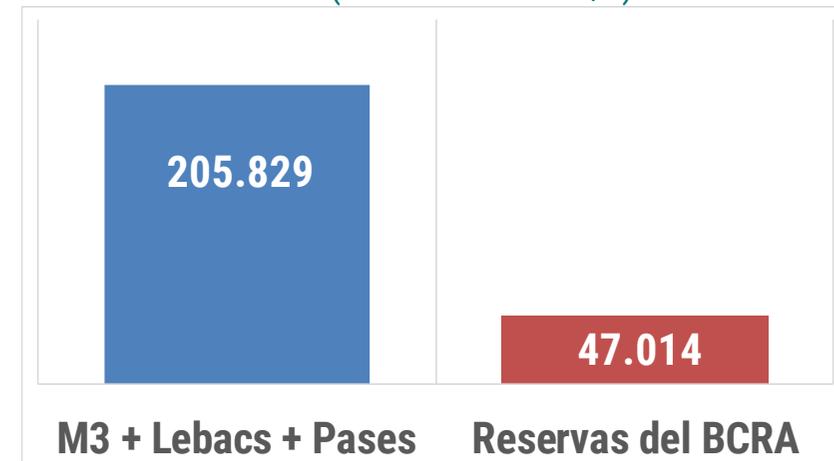
Se trata de un juego peligroso, que estira la agonía en el tiempo, porque al aplicar esta política, la economía necesita de otras condiciones para crecer a tasas elevadas, algo que es indispensable para alcanzar el superávit fiscal que permita en el futuro compensar los desequilibrios del pasado y pagar la deuda tomada. Si esto no ocurre y los desequilibrios no se corrigen, el stock de deuda crecerá con el paso del tiempo, hasta volverse insostenible.

Algo similar ocurre cuando para descomprimir presión en el corto plazo, se incrementan los tipos de interés de largo plazo. Si bien el efecto inmediato descomprime la demanda del dólar, el resultado es una masa adicional de dinero volcada a la economía y una mayor presión sobre el dólar y los precios a futuro. Además de significar una enorme transferencia de riqueza al capital financiero, que viene haciendo su propio juego y exige mayores rendimientos para no pasarse al dólar. Asimismo, el descenso de la inflación tampoco significa la solución mágica a los problemas del dólar. Aún con inflación baja, también existen riesgos de corridas bancarias cuando los controles se relajan y se fugan capitales. Los '90 y el fin de la convertibilidad son un ejemplo de ello.

¹:M3 incluye billetes y monedas en poder del público + cheques

En el análisis de los determinantes de la actual situación se puede advertir que cumplió un papel preponderante la desregulación del mercado monetario al comienzo de la actual gestión de gobierno, a lo que se le puede sumar su concepción sobre el funcionamiento de la economía. No obstante, para que toda la responsabilidad no caiga sobre el presidente del BCRA se deben repartir responsabilidades. La política económica produjo notorios cambios que impactaron en la actividad y las cuentas públicas.

RELACIÓN ENTRE AGREGADOS MONETARIOS – JULIO 2017. (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia en base al Informe Monetario del BCRA.¹

cancelatorios en pesos y moneda extranjera + depósitos totales en

En el plano fiscal, apenas asumió el nuevo gobierno, se dispuso una rebaja impositiva que benefició a los agentes económicos que más riqueza e ingreso poseen. Asimismo, se implementó una política de adelgazamiento del consumo y el mercado interno, con fuerte alza en los costos de los servicios públicos, con el subsiguiente impacto sobre la inflación interna. Con la economía en recesión, la inflación en ascenso y la recaudación fiscal en descenso, el sinceramiento fiscal fue lo único que compenso las alicaídas arcas públicas. Con el mercado monetario desregulado, las presiones en el balance de pagos y la sangría de divisas se fueron incrementando. Para contener al dólar, se subieron los tipos de interés, tal vez apostando a que la confianza de las nuevas medidas traería crecimiento y estabilidad, con un descenso natural de la inflación y las tasas de interés. Pero eso no ocurrió, y la economía entró en una meseta, con una enorme y creciente masa de activos en pesos con rápida posibilidad de pasarse a dólares en un escenario en donde no abunda la confianza.

Si bien en los últimos días el BCRA ha decidido intervenir para contener la suba del dólar y las expectativas futuras, dado el complejo escenario, los efectos suelen durar cada vez menos tiempo, por lo que si no se revierten los problemas de fondo las acciones que se lleven a cabo estarán simplemente destinadas a posponer los problemas para más adelante.

La deuda de Letes, denominada en dólares, por ejemplo, se ubicó en torno a los 13.000 millones. Otro tanto resulta de considerar el stock de Lebacks, que superó junto a los Pases el billón de pesos. Por su parte, los depósitos en pesos

pesos y en dólares + CEDIN. El tipo de cambio utilizado fue el del

alcanzaron los 1,5 billones y en dólares los 29.000 millones, a lo que se debe sumar los intereses y amortizaciones que se pagaran de aquí en adelante. En 2018 hay vencimiento de deuda pública en dólares de 6.779 millones de intereses y 7.418 millones de dólares de capital.

En un contexto donde la balanza comercial no es superavitaria, el stock de reservas del BCRA no luce tan abultado, aunque supere los 47.000 millones de dólares a julio de 2017. No obstante, sigue habiendo margen para evitar una crisis profunda. Si bien la última depreciación del peso llamó la atención por su magnitud y el corto lapso en que ocurrió, desde enero del corriente la moneda se depreció un 11,7%, un porcentaje menor que el de la inflación acumulada en el período enero julio, que ronda el 14%.

Esto muestra que hay margen para influir sobre las expectativas y ganar tiempo para revertir los profundos desequilibrios económicos y sociales. Por ejemplo, la fuga de capitales aumentó un 28% en el primer semestre, hasta los 7.677 millones (según un informe del CEPA). Dependerá de las medidas que se tomen y de cómo evoluciona el resto de la economía para ver como prosigue este proceso.

promedio del mes de julio: \$17,67.

VENCIMIENTOS ABRUMADORES.

Los vencimientos de Lebac, y especial aquellos que acarrear montos considerables, conllevan un factor de propagación de los desbalances en el mercado de cambios. Este proceso de acrecentamiento del stock de Lebac, de los montos licitados y los intereses a pagar, se intensificó desde la liberalización del mercado cambiario en diciembre de 2015. Para controlar la dinámica alcista de la moneda estadounidense la política del Gobierno estuvo anclada en dos pilares: el endeudamiento externo y las elevadas tasas de interés garantizadas en las Lebac.

Por cada vencimiento, la decisión de los agentes se presenta – en general- dicotómica: renovar la inversión especulativa en moneda local o comprar divisas y protegerse de un eventual despegue del tipo de cambio.

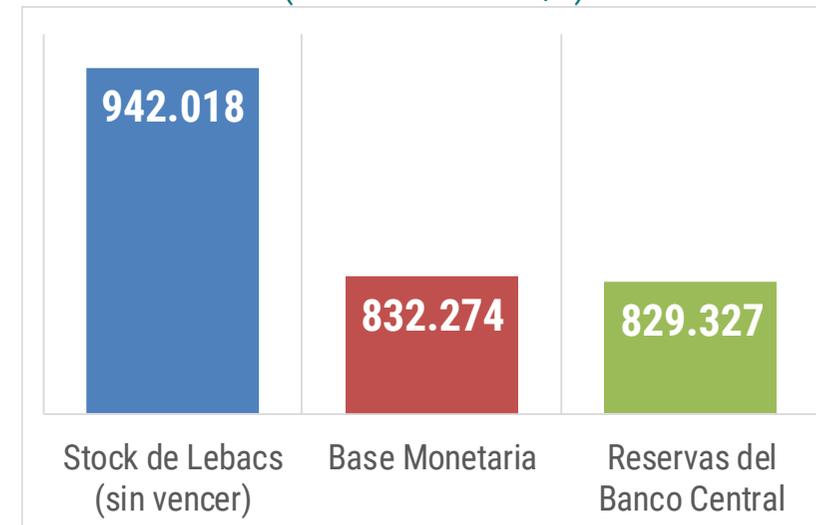
A medida que los vencimientos se suceden el proceso se vuelve más inestable, en tanto los montos licitados y, a su vez, los montos pagados se incrementan significativamente y comienzan a ocupar una mayor participación de las reservas del BCRA.

Las alternativas del Gobierno consisten entonces en dejar que esta masa dineraria se traslade, al menos en parte, a hacia la compra de dólares, o bien desprenderse de las reservas del BCRA para intentar desinflar la cotización de esta moneda. En los últimos vencimientos se produjeron, sin embargo, ambos fenómenos. El dólar se depreció y el BCRA intervino para evitar una depreciación aún mayor. Esto refiere que los agentes se encuentran menos interesados en los rendimientos ofrecidos

y cada vez una mayor proporción de éstos decide no renovar las letras ante la incertidumbre que genera la evolución de la divisa estadounidense.

El stock actual de Lebac circulante, es decir, aquellas cuyos vencimientos se encuentran pendientes, es de 942.018 millones de pesos (expresados en valores nominales). Con esto, a valores del 31 de julio del corriente año, el stock de Lebac ya representa una cifra superior a las reservas del BCRA (+113%).

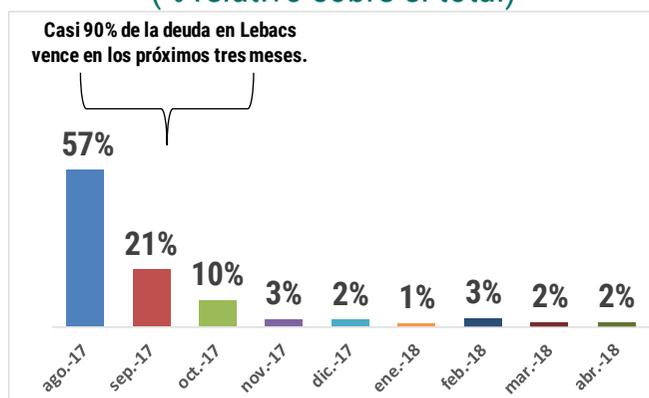
RELACIÓN ENTRE AGREGADOS MONETARIOS – JULIO 2017. (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

En tanto, el stock de Lebac ya superó también a la base monetaria (832.274 millones). Esta situación indica que por cada peso que está circulando en la economía hay al menos otro peso volcado a la inversión en letras del Banco Central. El monto pagado en concepto de intereses, forma parte de un proceso que tiende a retroalimentarse como una “bola de nieve”. Con lo emitido hasta el momento, el BCRA deberá hacer frente a vencimientos promedio mensuales superiores a 100 mil millones de pesos durante los próximos 9 meses. No obstante, los vencimientos se encuentran concentrados en el corto plazo. Este martes vencen unos 535 mil millones de pesos, que equivalen a casi el 60% del stock total.

FLUJO DE \$ A DEVOLVER POR EL STOCK ACTUAL DE LEBACS. (% relativo sobre el total)



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

Si se añaden los vencimientos del mes de septiembre y octubre se tiene que aproximadamente el 88% del total circulante vence en los próximos 3 meses. El monto calculado de stocks de Lebac, llevado a valor actual a partir de las expectativas inflacionarias del informe REM del Banco Central, es de 929 mil millones de pesos. Esta cifra, de aproximadamente el 10% del PBI, cobra mayor dimensión, por ejemplo, si se la compara con diferentes partidas del presupuesto de 2017 de la Administración Nacional.

RELACIÓN ENTRE EL STOCK DE LEBACS Y DIFERENTES PARTIDAS PRESUPUESTARIAS. (en cantidad de veces)

Ministerio	Presupuesto (en millones)	En relación al stock actual de Lebac (\$942.018 millones)	En relación a los intereses 2017 por Lebac (\$227.610 millones)
Educación y Deportes	\$130.951	7,2 veces	1,7 veces
Desarrollo Social	\$131.179	7,2 veces	1,7 veces
Salud	\$46.268	20,4 veces	4,9 veces
Ciencia y Tecnología	\$13.957	67,5 veces	16,3 veces

Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA y Ministerio de Hacienda.

Así, desde una perspectiva comparada se puede advertir que el stock de Lebac llevado a valor presente equivale, por ejemplo, a más de 7 veces lo presupuestado para el Ministerio de Educación y Deportes, y para el Ministerio de Desarrollo,

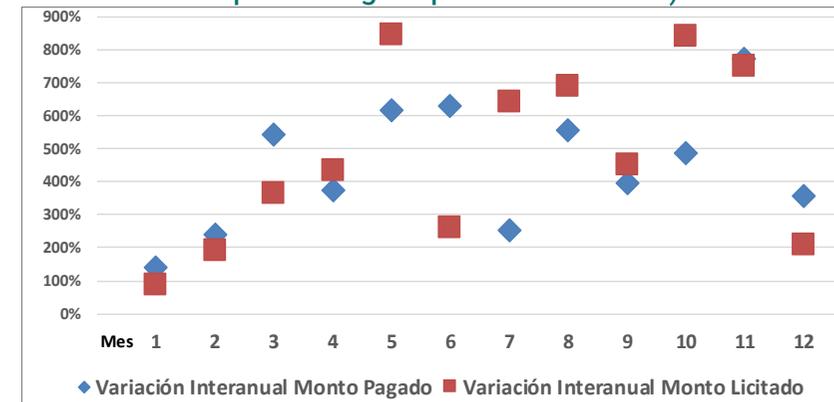
como así también significa unas 20 veces lo destinado para salud, y casi 70 veces lo reservado para el Ministerio de Cultura. Las comparaciones consisten de algún modo una aproximación del costo inherente a la actual política económica. Como consecuencia del “levantamiento del cepo”, debieron convalidarse intereses sustanciales en estos activos del BCRA, que compiten con el rendimiento del dólar. Como contrapartida, sin embargo, se deben destinar una creciente cantidad de recursos que podrían utilizarse para otros conceptos.

HACIA UNA DINÁMICA INSUSTENTABLE.

Dos de los fenómenos más notorios cuando se examina la dinámica de la deuda en Lebac's tienen que ver con la velocidad de crecimiento del proceso y la reducción sistemática del plazo medio de vencimiento de la deuda. En primer lugar, desde que se decidió subir aceleradamente la tasa de interés como herramienta de política para bajar la inflación, los stocks de Lebac's en circulación se aceleraron rápidamente. Por ejemplo, cuando se comparan los volúmenes de montos a pagar en concepto de Lebac's en 2016, respecto de los de 2015 las variaciones mensuales interanuales promedio se encuentran en torno al 450%.

TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEUDA A CORTO PLAZO EN LEBACS.

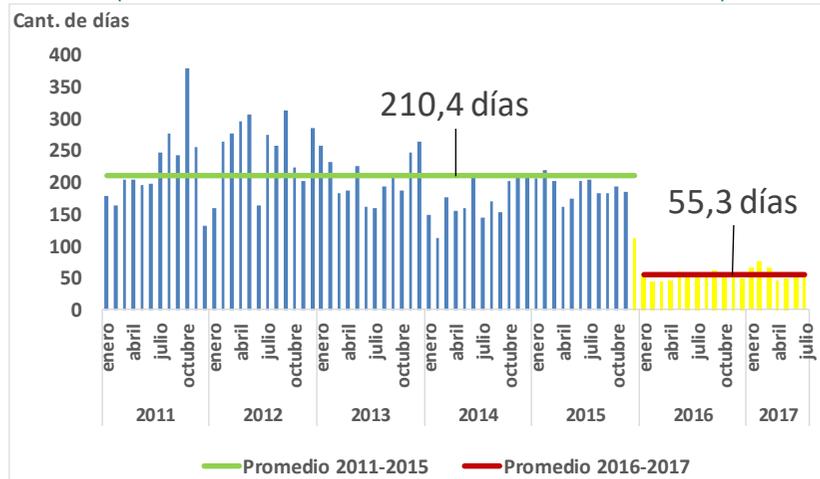
(en variaciones interanuales para cada mes de 2016 respecto a igual período de 2015)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Sobre la reducción de la vida media de la deuda en Lebac's, los números de este cambio de modelo económico son concluyentes. Si se calcula el tiempo medio ponderado por monto licitado en cada ronda, se cae en cuenta que el horizonte de vencimiento de la deuda se torna cada vez más reducido. El contraste con el período previo a 2015 es notorio. A continuación, se ilustra este fenómeno.

PLAZO MEDIO DE LA DEUDA EN LEBACS. (en cantidad de días hasta el vencimiento)

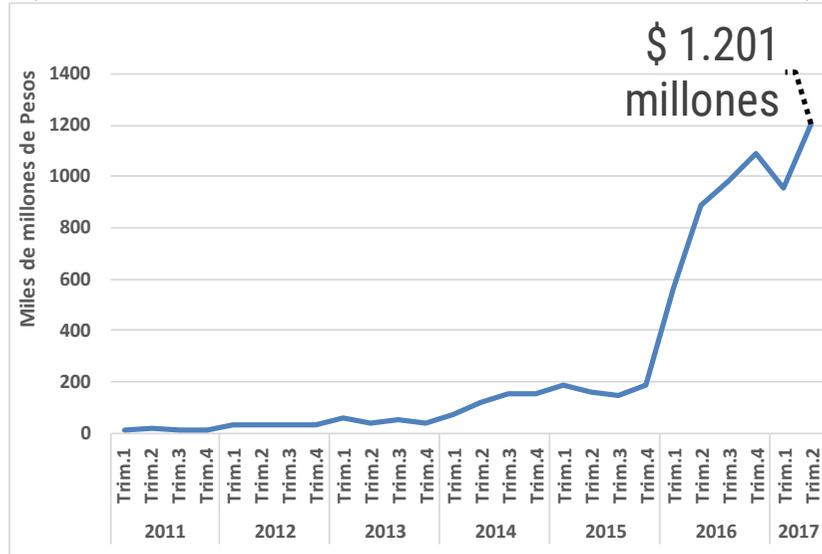


Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

En el marco de un 2016 de alta inflación, el instrumento de las Lebac's fue un vehículo de inversión relevante como opción financiera con tasa de interés real positiva. No obstante, lejos de ser una opción de ahorro apropiada para las familias argentinas aún se sigue tratando de un activo típicamente diseñado para los jugadores más trascendentes del sistema. Por tanto, el proceso que se verificó desde diciembre de 2015 fue el de una notable voracidad por parte de los grandes bancos y fondos de inversión. Aún en las semanas donde la oferta de renovación de las Lebac's comenzaba a reducir la tasa licitada, el BCRA intentaba incrementar los montos

aspirados, con el propósito de seguir “secando la plaza” como mecanismo (a la luz de los hechos insuficiente) para bajar la inflación. Con la dinámica del proceso en movimiento, lo que se empezó a observar fue un incesante incremento en los esfuerzos incurridos por el BCRA para renovar las letras emitidas en cada vencimiento, y evitar que esa masa dineraria se canalice en préstamos al consumo, o se vuelque a otros activos como el dólar. La consecuencia, por caso, viene siendo la de un claro fenómeno de bola de nieve producto de los montos que la institución monetaria tiene que cancelar cada mes. Otro efecto notorio, es el de una notoria reducción en los plazos medios al vencimiento de la deuda. El siguiente gráfico, ilustra la dinámica insustentable de este proceso de emisión de deuda de corto plazo.

MONTOS LICITADOS POR LEBACS. (en miles de millones de \$, acumulados por trimestre)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

El gráfico ilustra como desde 2016 se dispara el proceso de endeudamiento, y abundan los incrementos en las licitaciones por sobre el 100%. La dinámica creciente muestra a las claras los riesgos del proceso, producto de montos de vencimientos cada vez más significativos. Esto se deriva de que el peso de las licitaciones de corto plazo en Lebac se incrementó del 11,5% del PBI a fines del año pasado al 46,1% (proyectado a final de año) en la actualidad. Más aún, cuando se computa el peso de los intereses a pagar, el costo total del

financiamiento del BCRA de corto plazo se incrementa sustancialmente y ya explica en la actualidad el 2,3% del PBI. El siguiente cuadro cuantifica el monto total a devolver por las Lebac emitidas y su costo, en concepto de intereses. Para dar un orden de magnitud comparable, se exponen los resultados en dólares y como porcentaje del PBI. Se muestra, a su vez, la comparación con los dos últimos años.

PESO DE LA DEUDA EN LEBACS, CONSOLIDADO AÑO 2017. (montos en millones y en porcentajes sobre el PBI)

Concepto \ Período	Total 2015	Total 2016	Enero a Julio 2017	Proyectado Total 2017
<i>(Todas las cifras monetarias en millones)</i>				
Lebac emitidas (en Pesos)	\$673.477	\$3.527.083	\$2.620.518	\$4.492.317
Lebac en Dólares	\$69.718	\$238.648	\$162.400	\$186.147
Relación Lebac / PBI	11,5%	44,7%	29,2%	46,1%
Intereses pagados	\$83.989	\$172.981	\$132.773	\$227.611
Intereses en Dólares	\$8.695	\$11.704	\$8.319	\$12.702
Intereses / PBI	1,4%	2,2%	1,5%	2,3%

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

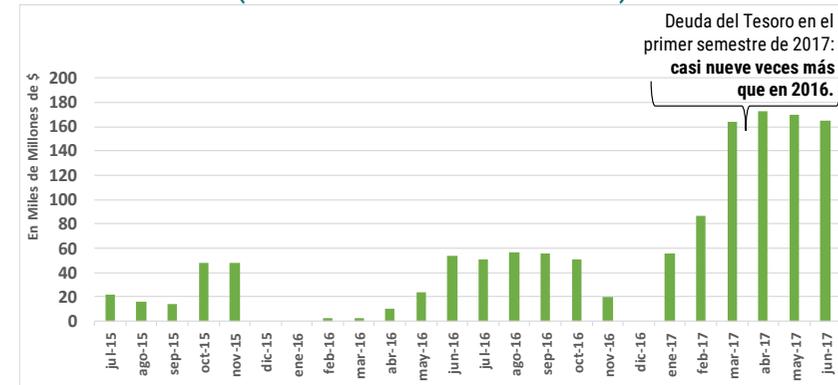
Esta relación expone la magnitud del endeudamiento y transparenta que el déficit cuasifiscal subyacente tiene una magnitud considerable, lo cual se puede constituir a futuro en una peligrosa espada de Damocles en manos del mercado financiero. El abuso de este instrumento por parte del gobierno no se debe más que a una estratagema para evitar

salir a captar los excesos de liquidez por medio del Tesoro, con la consecuente extensión de los plazos y/o el incremento del peso de la deuda del Estado Nacional. La otra cara de esa moneda es que el patrimonio del Banco Central está siendo fuertemente afectado y eso se transmite al resto de la economía por medio del canal de la tasa de interés. Lo que cabe preguntarse es si esta dinámica, de crecimiento exponencial en el último año y ocho meses puede ser sustentable a mediano plazo, o ya se está cerca de un escenario donde la bola de nieve se vuelve imparable.

EL TESORO TAMBIÉN SE COMPROMETE.

El incremento de los instrumentos emitidos por la Tesorería General de la Nación se ve reflejado en el mes de junio de 2017, cuando el monto de circulación acumula \$165.066 millones (63% del monto total autorizado). Si lo comparamos con el mes de noviembre de 2015, cuando la circulación era de 4.515 millones de pesos (tan solo 9% del total permitido), veremos que hubo un incremento del 3.555%.

EMISIÓN DE LETRAS Y OTROS INSTRUMENTOS DEL TESORO NACIONAL. (en miles de millones de \$)



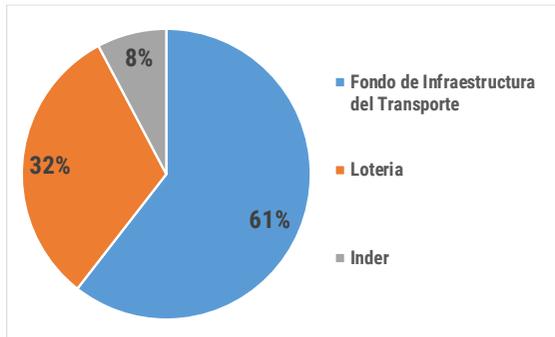
Fuente: elaboración propia con datos de la TGN.

Si analizamos la composición de dichas emisiones de deuda para el mes de junio del corriente año según el tipo de moneda, el 5% de la misma es en moneda nacional (\$8.642 millones), mientras que el 95% en dólares (10.085 millones de dólares), mientras que a febrero de 2016 (periodo en el que comienzan el desglose de la información), el 68% de la deuda era en pesos, y tan solo el 32% en dólares. Por su parte, las tasas en dólares actualmente gravitan en promedio entre el 2,6% y el 3,25% mientras los plazos van de 46 a 180 días.

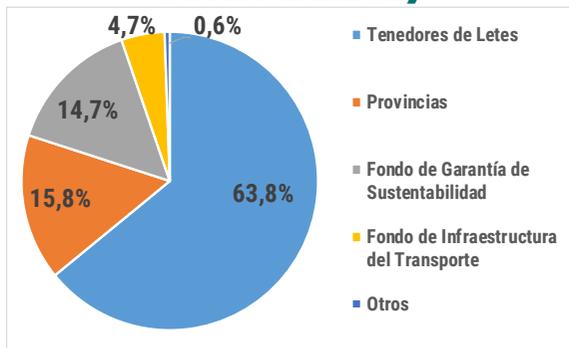
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA DEL TESORO NACIONAL POR ACREEDOR.

(en %)

FEBRERO DE 2016



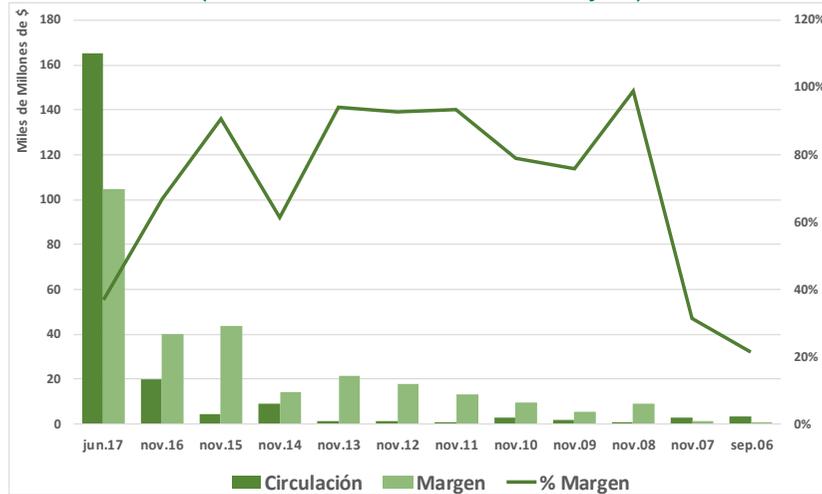
JUNIO DE 2017



Fuente: elaboración propia con datos de la TGN.

Según la composición por acreedores, a junio de 2017 casi el 64% corresponden a licitaciones por licitación pública mediante Letras del Tesoro (LETES), el 15,79% a deudas con las Provincias, entre las que se destacan la Provincia de Buenos Aires, Córdoba y Capital Federal, 14,69% deudas con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), 4,7% con el Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura de Transporte (FFSIT), el 0,56% con la Lotería Nacional, el 0,23% con el Fondo Fiduciario para la Refinanciación Hipotecaria (FFRH) y 0,18% con el Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas (FFRE). Si comparamos con el mes de febrero de 2016, la misma no incluía LETES, sino que su composición se basaba en 61% con el FFSIT, 32% con la Lotería y 8% con el Instituto Nacional de Reaseguros (INDER).

CIRCULACIÓN Y MÁRGENES DE ENDEUDAMIENTO DEL TESORO NACIONAL. (en miles de millones de \$ y %)



Fuente: Elaboración propia con datos de la TGN

Se observa que entre noviembre de 2016 y junio 2017 se da un cambio en la tendencia de la circulación y los márgenes de endeudamiento. Entre 2007 y 2015 el margen para el endeudamiento flotaba entre el 60% y el 90%, mientras que el endeudamiento por sobre el total se encontraba debajo del 20%. El monto de circulación para junio 2017 alcanza el 73% de la circulación de los años 2006 a 2015 sumados, al mismo tiempo que el promedio de circulación para los últimos 11 años era del 27%, mientras que el 2017 el mismo es del 63%.