

INFOGRAFÍA

LEBACS Y DEUDA BCRA

El BCRA pagó un promedio de \$5.550 por segundo en concepto de intereses por Lebac, en los últimos dos años y medio.



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 contradicción principal del manejo macroeconómico, a partir de un modelo de apertura de la cuenta de capital en un mundo de escasa liquidez, empieza a traer consecuencias internas.
- La insustentabilidad sistémica se traduce en la imposibilidad de sostener un déficit de cuenta corriente de U\$S 30.000 millones anuales sin superávit de dólares comerciales genuinos.
- En los últimos meses, hizo metástasis en nuestro país a partir de un salto cambiario del 25% desde inicios de año, así como la disminución de más de U\$S 9.000 millones en las reservas internacionales.
- Si bien la posición de reservas había crecido mucho en los últimos dos años, su aumento no fue más que producto del ingreso de divisas por endeudamiento externo y capitales financieros para el carry trade.
- Claro está que su ingreso a la plaza local no está exento de efectos secundarios: al venderse esos dólares en el BCRA, la autoridad monetaria debe emitir nuevos pasivos para “neutralizar” el efecto de los nuevos pesos en circulación.
- Típicamente, el instrumento elegido para esta función en los últimos dos años fueron las Letras del Banco Central (Lebacs). El crecimiento de su stock, fue exponencial.
- En la presente infografía, elaboramos un análisis cuantitativo sobre la evolución de la deuda de Letras del Banco Central. Además, incluimos otras emisiones de corto plazo, tanto del BCRA como del Tesoro.
- En números, el stock actual en circulación supera los \$1,7 billones. Aunque aproximadamente 0,5 billones de pesos fueron ya “recomprados” en el mercado secundario, los vencimientos para el mes de mayo acumulan casi 0,7 billones de pesos.
- El stock de deuda fue creciendo desde el cambio de régimen monetario. En 2015 el volumen total de Letras del BCRA representaba 10,8 puntos el producto. Esta proporción trepó a 42,3% en 2016 y 43,3% en 2017. Para el corriente año, la proyección indica que el ratio crecerá al 59,8%.
- El peso de esta deuda son los intereses que se pagan por la misma. Mientras que en 2016 representaron 1,4 puntos del PBI, en 2016 treparon al 2,1%. Por la circunstancial reducción de tasas de 2016 se redujeron a 1,6% del PBI, pero en 2018 las estimaciones indican que el peso de los intereses por Lebacs sobre el PBI trepará al 3%.
- Las Lebacs no son la única deuda de corto plazo. El Tesoro Nacional apuntaló el accionar del BCRA a partir de la emisión de Letras, instrumento que permite dolarizar ahorros de pesos a dólares. El volumen de vencimientos de Letras de este año es cercano a los U\$S 19.000 millones, lo cual marca un crecimiento del 1,6% respecto de 2017, aunque el año aún no está cerrado.
- Otro rasgo sintomático de la insustentabilidad del proceso tiene que ver con el acortamiento de vencimientos. Ocurre que la colocación de deuda del BCRA cada vez se realiza para plazos más cortos. Mientras que en el período 2011-2015 el vencimiento promedio (ponderado por monto) de la deuda era de 209 días, en los dos últimos años y medio el promedio se redujo a 57 días.
- También se verificó una variación al alza en la tasa de interés pagada por la deuda de corto plazo. Mientras que en el primer segmento de tiempo señalado la tasa anual promedio fue de 21%, en los dos años y medio últimos, la misma subió al 28,7%.
- Con todo, el BCRA pagó un promedio de \$5.550 por segundo en concepto de Lebacs, en los últimos dos años y medio.

INTRODUCCIÓN.

La corrida bancaria se extiende y los nervios se tensan. En medio del desconcierto económico de las últimas semanas, el gobierno solicitó de forma urgente un préstamo “Stand By” al Fondo Monetario Internacional (FMI), después de más de una década en donde Argentina no tuviera la necesidad de someterse a las exigencias del organismo internacional. Lo hizo para tratar de calmar las ansias del mercado. El réquiem del neoliberalismo se vive con temor e incertidumbre de lo que pueda pasar con los depósitos en los bancos, los precios de la economía o las cuotas de los créditos indexados. Las excusas, las justificaciones y las causas del origen de la crisis sobreabundan, en un escenario de hartazgo social por pensar en volver a repetir el pasado. Así, mientras el gobierno se esfuerza por remarcar la coyuntura y el carácter financiero de la crisis, los analistas están viendo variables mucho más estructurales, como la restricción del sector externo.

Pero también existen posturas que sostienen el pleno consentimiento de la situación por parte del gobierno, siendo que se necesitaba una excusa para continuar con el ajuste del gasto público social. Esto solo podría lograrse si hay un escenario “caótico” que otorgue cierta legitimización social. El FMI o una crisis de magnitud, es como se presentó la disyuntiva. Así se actuó en consecuencia, y la lógica fue recurrir al FMI. Después de todo, las recomendaciones del organismo no están alejadas de la visión ideológica de la economía que tiene el gobierno. No obstante, el deterioro de los fundamentales macroeconómicos es evidente.

En cuanto a las causas, la desregulación y liberación del mercado cambiario que aplicó el gobierno, suprimiendo todos los controles cualitativos y cuantitativos preexistentes, explica gran parte del problema que vivimos. En endiosamiento de las teorías liberales también tiene una cuota importante. Después se suman el resto de las medidas adoptadas, el funcionamiento del modelo en general, el contexto internacional, etc., pero queda claro que se trata de una crisis auto infligida por la propia pericia de quienes están al mando de la política económica. No hay que buscar las causas en otro lado, como, por ejemplo, cuando se ve que las otras monedas regionales también se han depreciado. Ningún país se encuentra con el grado de vulnerabilidad que hoy tiene Argentina. Después de todo, el mundo tampoco está en crisis como en el 2009.

La presión sobre el dólar no cese por varias causas. En primer lugar, por el mal manejo de la corrida cambiaria del BCRA, con señales y decisiones dadas a destiempo, corriendo siempre detrás del mercado, que le tomó el pulso a medida que los objetivos se incumplían. En segundo lugar, porque se configuró una crisis de incertidumbre, que, dado los números de la economía, crece de manera exponencial a medida que el tiempo pasa y no se frena la corrida. Por ejemplo, el día quince de este mes vencen 600.000 millones de pesos en Lebacs, un pasivo que en total ya se ubican en \$1,2 billones. ¿Qué harán los tenedores? Ante esta situación, la necesidad de conformar a los inversores sin “romper” las reglas del mercado es lo que

preocupa, porque no se encuentra una solución inmediata. Un bono compulsivo sería un golpe letal a la confianza de los inversores. Mientras tanto, al equipo económico les está costando devolver la confianza a la moneda local.

Se fue configurando un escenario de múltiples encrucijadas. Por un lado, la cuestión fiscal. Mientras muchos reclaman un “verdadero ajuste” para corregir los desequilibrios, el gobierno ya achica el gasto primario en varios miles de millones de pesos, lo que implicó, por ejemplo, que en febrero se perdieran alrededor de 35.000 empleos públicos, quitar subsidios y hacer que la ciudadanía pague cifras estrafalarias por los servicios públicos de luz, gas y agua, disminuir el poder adquisitivo de jubilaciones, pensiones, AUH, salarios públicos, etc., además de dar de baja a una serie importante de programas y políticas públicas. El problema es que, a pesar del ajuste social (que se refleja en las cifras que presenta el Ministerio de Hacienda), el déficit total no bajó, porque fue compensado con el pago de intereses de la deuda pública (déficit financiero). ¿Qué pedirá el FMI, cuáles serán los condicionamientos del préstamo que se ha solicitado? Sin duda reducir “más” el déficit fiscal, es decir, ajustar más el gasto primario, volviendo así a la misma lógica de compensación por pago de intereses, en un círculo vicioso que no encuentra solución, pauperiza a la sociedad, estanca al país con fuga de riquezas y lo deja con una deuda asfixiante. Más aún, por el carácter externo de la crisis, la solución fiscal puede ponerse en duda cumpliendo todas las metas.

Otra encrucijada es la tasa de interés. Como reiteramos en otras oportunidades, corregir los desequilibrios cambiarios y externos elevando la tasa de interés es pan para hoy y hambre

para mañana. Así, se eleva la tasa de interés monetaria para atraer capitales y alejarlos del dólar. Pero pasa el tiempo y el capital cada vez más fuerte, con un efecto de bola de nieve, exigiendo un mayor retorno para mantenerse en activos en pesos, bajo la latente amenaza de una corrida hacia el dólar. Hoy se combina un dólar alto con tasas de interés elevadas. La alta tasa de interés impacta en la economía real por el desincentivo a invertir y el alto costo de financiamiento. El dólar alto también impacta, ya que reduce el poder adquisitivo y debilita al mercado interno, volviéndose una situación problemática y de múltiples dimensiones.

La incógnita para las próximas semanas y meses tiene que ver con qué tan severo será el grado de propagación de la crisis cambiaria en las variables reales de la economía. Las primeras señales de impacto en las actividades productivas es la desaceleración en la tasa de crecimiento de indicadores como el EMAE, el ISAC y el EMI. Sin dudas el incremento de la tasa de interés de Lebac y de Pases redundará en un mayor costo de financiamiento para las empresas, incluso aquellas de menor espalda económica. Si la crisis se profundiza, volver a terreno negativo en estos indicadores sería resignar la posibilidad de que se genere empleo genuino por tercer año consecutivo.

LA DINÁMICA DE LA DEUDA EN LEBACS.

La actual gestión se ha recostado en el uso de letras de corto plazo para esterilizar el excedente de pesos en circulación que,

según diagnosticaba el equipo económico, era el causante de la inflación. Lo cierto fue que con este instrumento brindó una fuerte rentabilidad en pesos, de manera tal que la eterna disyuntiva inversora tasa (en pesos) o dólar fue transitoriamente ganada por la primera. Esto fomentó la

entrada de divisas al mercado local, por lo que su precio creció, por un tiempo, por debajo de la inflación.

El siguiente cuadro muestra algunas cifras que pueden ayudar a dimensionar el enorme salto en la emisión de letras de corto plazo.

CUADRO RESUMEN DEUDA EN LEBACS

(en millones de \$ y %)

Concepto \ Período	2016	2016	2017	2018 (1° cuatrimestre)	2018 (proyectado)
Lebacs emitidas	\$673.477	\$3.527.083	\$4.482.115	\$1.730.013	\$5.190.038
Vencimientos de Lebacs / PBI	10,79%	42,31%	43,28%	19,59%	58,76%
Intereses pagados	\$83.989	\$172.981	\$171.196	\$132.479	\$397.437
Intereses / PBI	1,41%	2,11%	1,62%	1,01%	3,03%

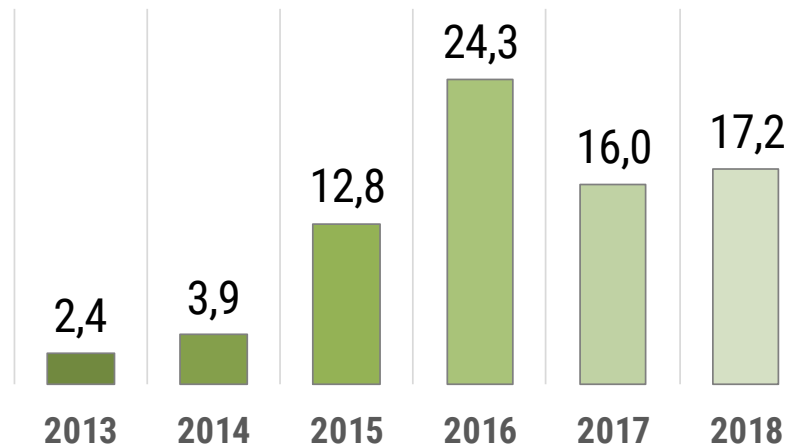
La cuantía de estos montos muestra el efecto “bola de nieve” que ha adquirido la dinámica de la deuda en Lebacs. Como ante cada vencimiento se acumulan intereses de períodos anteriores, el mercado cuenta cada vez con mayor poder de fuego para presionar al Banco Central en pos de obtener una tasa de interés más elevada. Este factor también incidió en el salto cambiario del primer cuatrimestre de este año. El

resultado de la suba forzada en la tasa de Lebacs del mercado secundario, establece un piso implícito sobre la licitación del martes 15 de mayo, lo cual vuelve a recalentar la dinámica del déficit cuasifiscal.

Del análisis de lo pagado en el primer cuatrimestre del año, surge que el costo de la deuda en Lebacs volvió a incrementarse. Medida a valores constantes, vuelve a presentar una suba respecto de lo pagado en igual período de

2017, año en el que hubo una esporádica baja por la disminución de tasas de interés temporaria del BCRA. Con todo, si se comparan los promedios 2013 a 2015 vs 2016 a 2018, se tiene un incremento promedio del 200% en términos de los intereses pagados por Lebacs.

INTERESES PAGADOS POR LEBACS (en miles de millones de \$, al 1° cuat. de cada año)

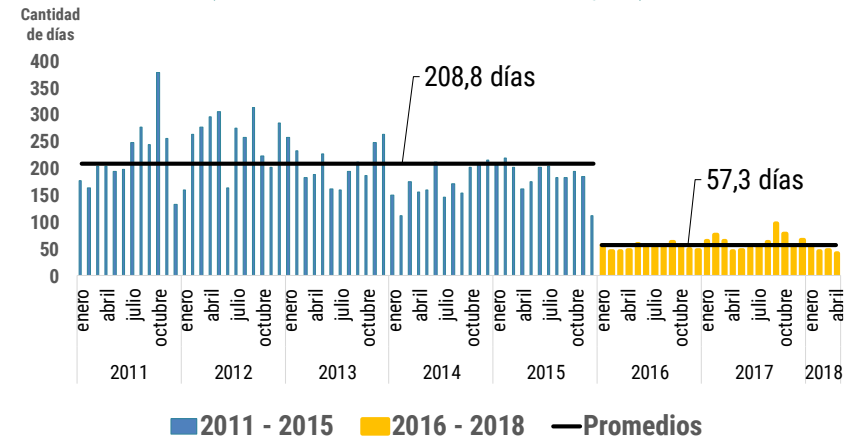


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

El derrotero de la política monetaria no generó únicamente un salto en la cantidad de deuda acumulada por parte del BCRA. Además, se verificó el efecto subyacente de un empeoramiento en la calidad de la deuda de corto plazo, debido a un agudo acortamiento de los plazos. La poca

previsibilidad y confianza que, de una economía sin vectores de crecimiento genuinos de largo plazo, redundaba en un mercado financiero que tiene cada vez mayor avidez de obtener rédito de tranco corto. Para contrastarlo, se observa el plazo medio de las letras emitidas.

INTERESES PAGADOS POR LEBACS (en miles de millones de \$ y %)

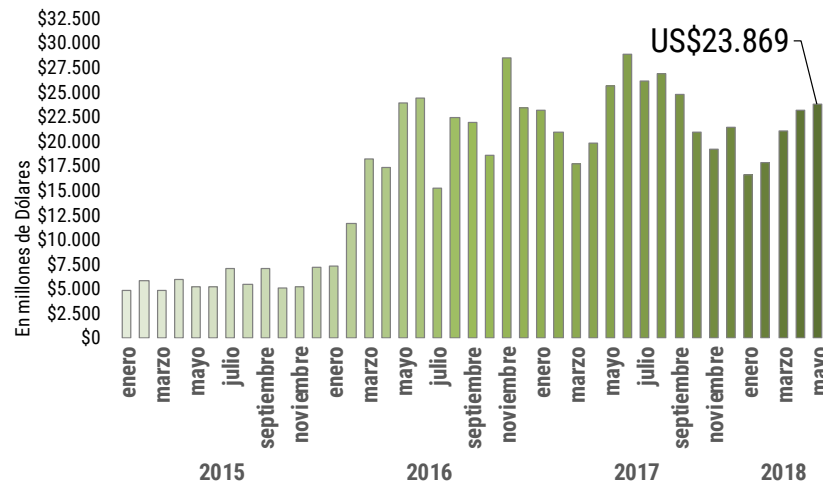


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Esta dinámica de montos adjudicados cada vez más grandes y a plazos demasiado cortos generó que los montos a pagar luego de cada licitación crezcan, en general, a mayor velocidad que la depreciación del peso respecto del dólar. Por lo tanto, cada vencimiento significaba un riesgo de corrida cambiaria, obligándose el BCRA a sí mismo a ofrecer una tasa lo

suficientemente atractiva para evitar una corrida sobre el dólar.

VENCIMIENTOS DE LEBACS (en millones de U\$S)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA¹.

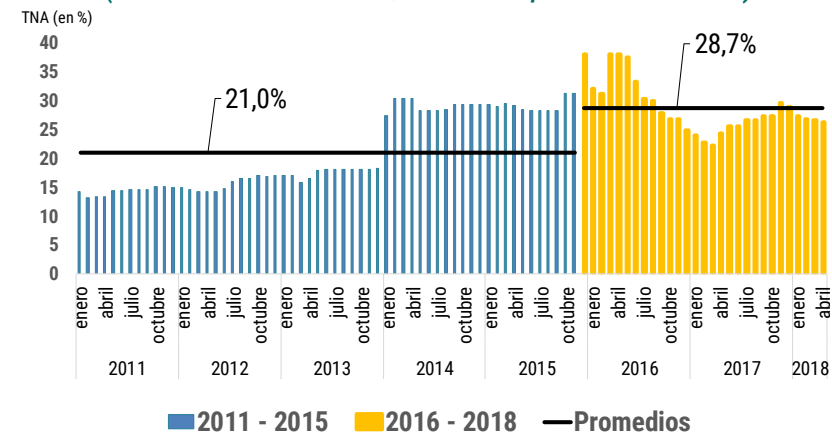
Dada esta fragilidad creciente, el 10 de enero de 2018 el BCRA comenzó a ofrecer Leliqs, un instrumento parecido, pero a plazos aún más cortos, se venden todos los días y al que sólo tienen acceso los bancos. Al día de la fecha ya llevan colocados 1,6 billones de pesos a través de este instrumento.

Finalmente, en la medida que las autoridades monetarias

¹ Para febrero se tomó un tipo de cambio promedio de \$23.

intentaron una baja de tasas a partir de diciembre del año pasado, comenzó la corrida cambiaria y el peso comenzó a depreciarse a una velocidad que no se observaba desde la devaluación de finales de 2015. En las últimas semanas, ayudado por las condiciones externas (leve alza de tasas), pero sobre todo por la fragilidad de modelo económico actual, la corrida cambiaria se profundizó, obligando al BCRA a optar nuevamente entre altas tasas de interés, con sus efectos contractivos en la economía real, o una mayor devaluación del peso, que también tiene efectos contractivos y genera una regresiva transferencia de ingresos.

TASA DE INTERÉS PAGADA POR LAS LEBACS (en % nominal anual, máxima para cada mes)



■ 2011 - 2015 ■ 2016 - 2018 — Promedios

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

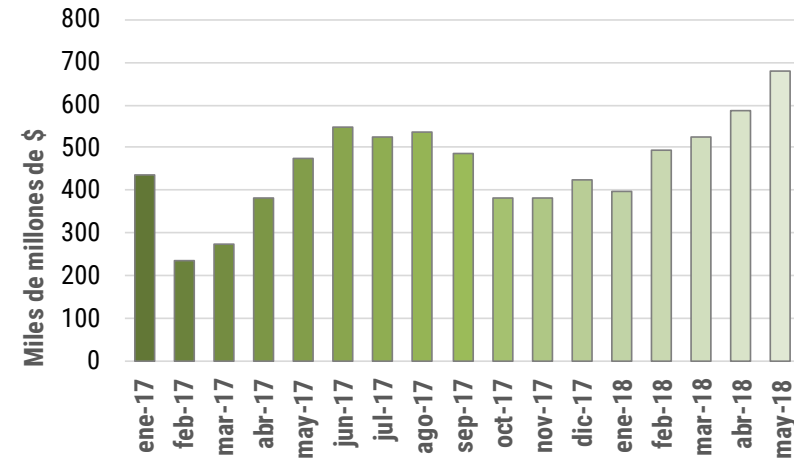
MUCHO MÁS QUE LEBACS.

El Banco Central tiene un mega-vencimiento de Lebac's el próximo martes 14 de mayo por un valor de \$ 678 mil millones, el 55% del stock que alcanzan los \$ 1.234 mil millones, sumando Letras y Notas, por lo que la autoridad monetaria debe realizar una importante renovación del instrumento para evitar que los nuevos pesos vayan al mercado del dólar. En promedio, tomando desde enero de 2017, se renuevan alrededor el 88,7% del monto total vencido, lo cual significaría en este caso quedarían disponibles \$ 76 mil millones, unos USD 3.300 millones, de cumplirse el mismo comportamiento, que podrían dirigirse a la compra de dólares. Del monto total de Lebac's, el 36% está en manos de los Bancos, de los cuales no hay duda que renovarán, y 20% están en manos de Fondos Comunes de Inversión, de los cuales no se tiene certeza que comportamiento tendrán ante la licitación a realizarse el próximo martes.

El proceso a través del cual el BCRA compra los pesos. Como podemos ver en el siguiente gráfico, el monto total a vencer creció un 78% desde noviembre de 2017. A todo esto, por cada ronda de licitación, no se consigue adjudicar un monto mayor al vencido. En marzo de 2017 fue la última vez que el valor nominal de las Lebac's adjudicadas fue superior al de las vencidas. Con lo cual el Central ha venido utilizando ventas en el mercado secundario de Lebac's, Leliq (nuevo instrumento que comenzó a ser utilizado en enero) y operaciones de pases con las entidades bancarias, para evitar crecimientos en los agregados monetarios que puedan ejercer presión excesiva

sobre el dólar.

VENCIMIENTOS DE LETRAS DEL BCRA (en miles de millones de \$)



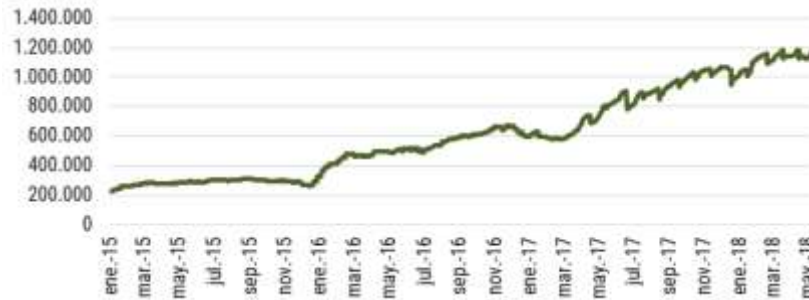
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Por ejemplo, en el mes de abril de 2018, el Central colocó Lebac's en el mercado secundario por un valor de VN \$ 79,5 millones. En cuanto a las Leliq, el saldo en circulación ya alcanzó los VN \$ 116.319 millones.

El mecanismo de creación elevada de Letras con rendimientos que han estado entre los más altos de la región y del mundo por parte del BCRA ha sido el mecanismo a través del cual se ha mantenido el precio del dólar relativamente estable, por lo menos hasta los últimos meses en el cual la fragilidad del sistema ha generado una corrida contra el dólar que ha

implicado una elevada tasa de devaluación. De esta forma, como consecuencia de dicha política monetaria, como observamos en el siguiente gráfico, el stock de Lebac's ha crecido exorbitantemente. De hecho, el saldo en Letras y Notas del BCRA ha crecido un 334% desde diciembre de 2015.

SALDO DE LETRAS Y NOTAS DEL BCRA (en millones de \$)



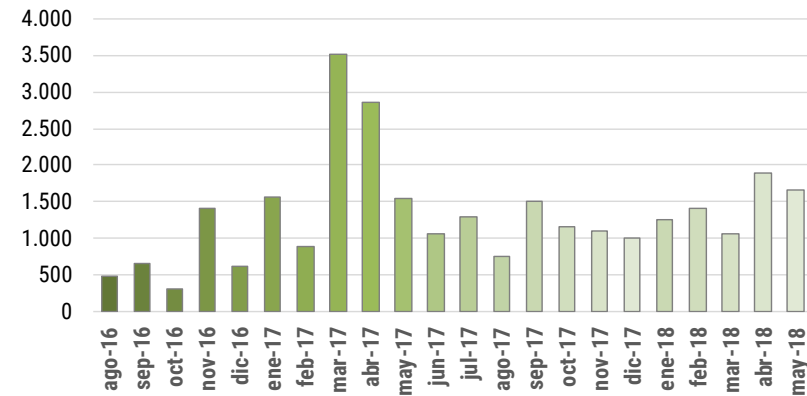
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

La elevada tasa de interés que paga el BCRA a los tenedores de Lebac's implica un costo para la autoridad monetaria. Se conoce como déficit cuasi-fiscal. Este básicamente está conformado por los intereses que terminan pagando estos instrumentos, que nuevamente deben ser esterilizados, bajo pena de que desemboquen en la compra de dólares, lo cual a su vez trae mayores compromisos a futuro de seguir renovando el mecanismo. Estos intereses han representado sumas elevadas producto de la alta tasa de corte que se establece en cada licitación como también en el mercado

secundario (ya que los tenedores de Lebac's pueden desprenderse en el cortísimo plazo de dicho instrumento, para hacerse de liquides). El costo ha aumentado sustancialmente en concepto de intereses por la utilización del instrumento Lebac. El promedio mensual ha crecido un 156% en 2017 con respecto a 2015 lo cual demuestra la dificultad que está teniendo la política monetaria para reducir la volatilidad macroeconómica en general, y del tipo de cambio en particular.

Por otro lado, el Tesoro también emite sus instrumentos de deuda como las Letes en pesos y en dólares que le permite financiar su déficit fiscal. Nuevamente, esto implica costos en concepto de intereses que deben ir desembolsándose y que, al igual que con las Lebac's, generan una presión sobre el dólar.

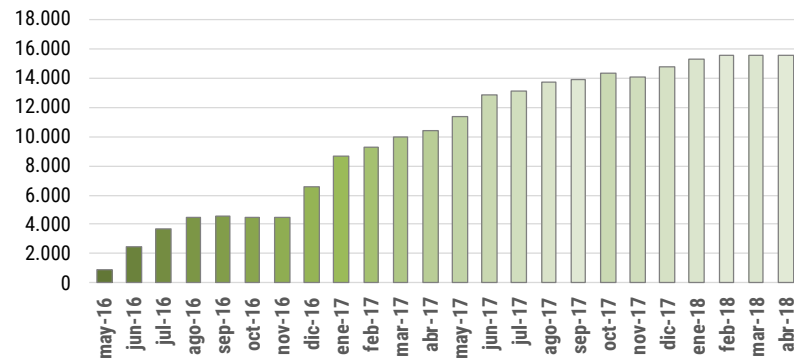
VENCIMIENTOS DE LETRAS DEL TESORO (en millones de U\$S)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas.

Como vemos en el cuadro, al igual que con las Lebac's, el pago de intereses se ha incrementado durante 2017 de manera importantemente. La tasa de endeudamiento, pero también los montos del mismo llevan a una escalada en las erogaciones en concepto de intereses. Por otro lado, el stock de Letes en circulación es el que tenemos a continuación.

STOCKS DE LETRAS DEL TESORO (en millones de U\$S)



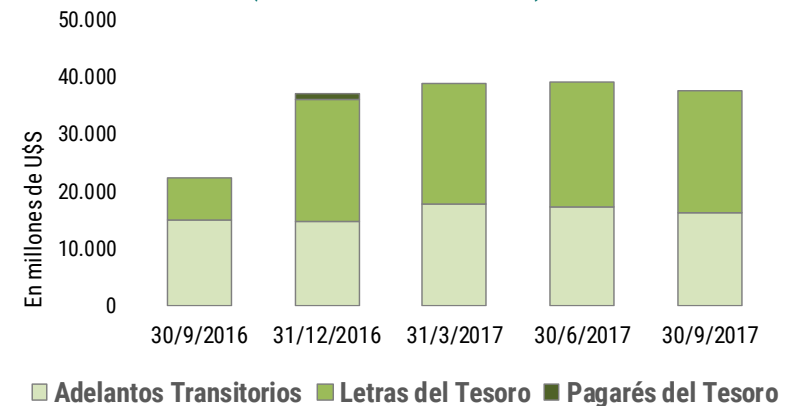
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas.

Nuevamente, al igual que las Lebac's, vemos que la tendencia a crecer de este instrumento es alta a partir de 2016, en especial de diciembre.

Por otro lado, tomando además de las Letras del Tesoro, los adelantos transitorios del BCRA y los pagarés del tesoro, todos instrumentos de deuda del Tesoro de corto plazo, podemos ver como estos ha tenido un fuerte incremento a partir del cuarto

trimestre de 2016 y que esto se explica básicamente por el crecimiento de las Letes.

DEUDA DE CORTO PLAZO DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA NACIONAL (en millones de U\$S)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas.

Por último, agregamos cómo se han deteriorado distintos indicadores sobre el endeudamiento público desde 2015 que cierran un panorama crítico de cara al sostenimiento de la renovación mensual de todos estos instrumentos financieros de corto plazo como forma de evitar una corrida contra el dólar.

En el cuadro que presentamos a continuación podemos observar cómo tanto la Deuda en Moneda Extranjera como la Deuda Externa de la Administración Pública Central, ambas

como porcentaje de las exportaciones, han aumentado considerablemente. Lo mismo teniendo en cuenta los intereses y los servicios totales pagados como porcentaje de los recursos tributarios. Estos indicadores muestran cómo la capacidad de la economía para generar mecanismos de repago no sólo no se expande, sino que por el contrario muestra una tendencia hacia el deterioro, lo cual, juega a favor del aumento en la volatilidad macroeconómica argentina.

INDICADORES DE LA DEUDA PÚBLICA (en %)

Concepto	Unidad	2015	2016	III T 2017
Deuda en Moneda Extranjera		212,6%	254,4%	293,1%
Deuda Externa de la Administración Central (4)	Como % de Exportaciones (*)	90,8%	130,1%	154,4%
Intereses Totales Pagados	Como % de los Recursos	7,9%	8,9%	10,4%
Servicios Totales Pagados	Tributarios	38,9%	43,8%	61,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas.

¿CUÁNTO REPRESENTA?

La suba de tasas hasta el 40% por parte del Banco Central, luego de una semana en la que una corrida en el mercado de cambios lo llevó a perder más de USD 1.400 millones, apunta a renovar el roll over para evitar que la divisa estadounidense se dispare más allá de los 23 pesos. El mecanismo que viene priorizando el BCRA para implementar el sistema de metas de inflación y, ahora de forma más explícita, contener al dólar, debe renovarse a cada licitación de Lebac y tanto los vencimientos de capital como de intereses se acumulan en forma creciente, lo que implica una deuda interna en pesos cada vez más grande. Este martes 15 de mayo la entidad que preside Federico Sturzenegger deberá renovar un stock record de \$ 680 mil millones. Los vencimientos de intereses representan una erogación que mes a mes debe realizar el Banco Central para que el capital colocado en estos instrumentos obtenga una rentabilidad que no obtendría muy probablemente en otra parte del mundo so pena de fugarse al mercado cambiario y provocar una brusca devaluación (recordar que el stock de las letras del Central ya supera tanto al stock de reservas internacionales como a la base monetaria). ¿Cuánto representa este pago por intereses de más de \$430.000 millones que realizó el Banco Central a lo largo de estos últimos dos años y medio? En los siguientes cuadros se ofrecen dos medidas de resumen. Una en relación de obras públicas reales y otra en relación al costo de la deuda en términos de la dimensión temporal.

INTERESES DE LEBACS EN RELACIÓN A DIFERENTES CONCEPTOS REALES

(en cantidad de unidades)

Jardín	\$25.000.000	17.504
Escuela	\$46.000.000	9.513
Centro de atención primaria	\$15.000.000	29.174
Hospital	\$1.000.000.000	438
Atucha II	\$3.000.000.000	146
Arsat	\$5.500.000.000	80

Fuente: Elaboración propia en base BCRA e información de mercado.

INTERESES DE LEBACS EN RELACIÓN AL TIEMPO

(en \$ corrientes)

Concepto	Unidad de tiempo	Monto de intereses pagos
Años	2,5	\$175.042.920.322
Días	912,5	\$479.569.645
Horas	21.900,0	\$19.982.069
Minutos	1.314.000,0	\$333.034
Segundos	78.840.000,0	\$5.551

Fuente: Elaboración propia en base BCRA.