

DEUDA RECORD EN DÓLARES

La liquidación de la deuda lleva a duplicar el financiamiento en pesos del BCRA al Estado Nacional.

UNDAV

UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS
MODULO DE "POLÍTICAS ECONÓMICAS"
COORDINADOR: SANTIAGO FRASCHINA



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 DEL MÓDULO
DE POLÍTICAS ECONÓMICAS**

Mg. Santiago Fraschina

Diciembre 2016

Mes	Compras del BCRA (en millones de dólares)	Tipo de Cambio	Compras del BCRA (en millones de pesos)
Enero	-	13,65	-
Febrero	250	14,81	3.703,64
Marzo	250	14,96	3.740,37
Abril	800	14,41	11.527,63
Mayo	1.500	14,14	21.206,59
Junio	2.000	14,14	28.281,50
Julio	1.900	14,91	28.327,83
Agosto	680	14,85	10.097,87
Septiembre	100	15,10	1.510,07
Octubre	2.000	15,18	30.361,99
Noviembre	794	15,34	12.179,88
		Subtotal	\$150.937,38
		+ Utilidades y Adelantos Transitorios	\$160.000
		Total	\$310.937,38

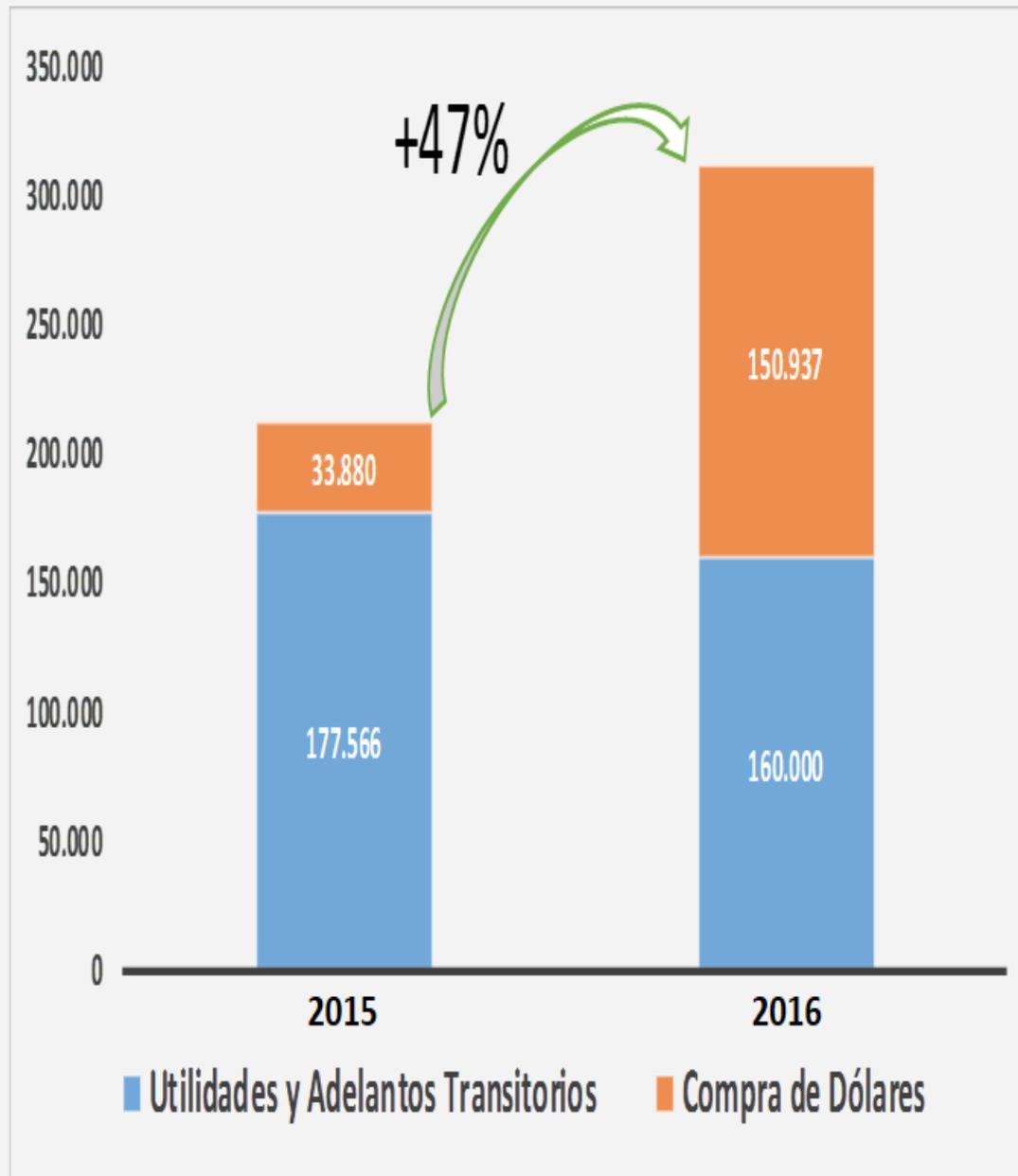
Primeros once meses de 2016

Con los más de \$150.000 millones emitidos para comprar dólares

Casi se duplica el financiamiento en pesos

Del Banco Central al Tesoro Nacional

Stock total de financiamiento en pesos del Banco Central al Estado Nacional.



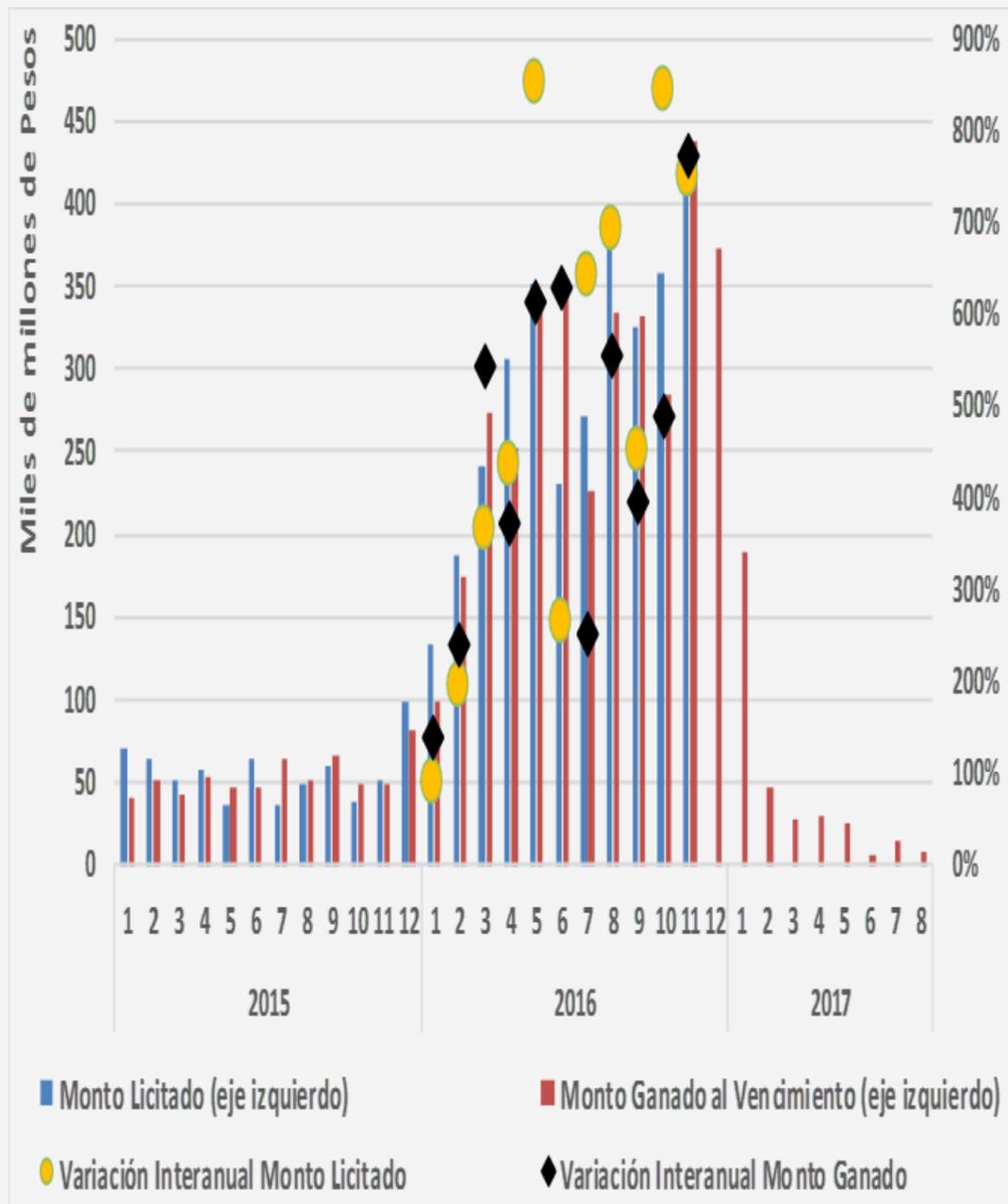
Primeros once meses de 2015 en comparación a mismo período de 2016

A pesar de una mayor
transferencia en concepto de
utilidades y adelantos transitorios

Y debido a la masiva
compra de dólares de la
deuda

El financiamiento en
pesos del BCRA al
Tesoro aumentó un 47%

Stock total de Lebacs licitadas por el Banco Central y vencimientos futuros.



La contracara de los pesos emitidos para financiar al Tesoro

Es una insustentable creación de nueva deuda en pesos (Lebacs), a tasas altas

El stock actual en circulación supera los \$720.000 millones

El círculo vicioso del ciclo de déficit, endeudamiento, intereses altos y más déficit.



PRODUCTO DE LA DEUDA RÉCORD EN DÓLARES

La liquidación de la deuda lleva a duplicar el financiamiento en pesos del BCRA al Estado Nacional.

Introducción.

A lo largo del año el Gobierno Nacional ha recurrido a diferentes emisiones de deuda para cubrir el bache fiscal que genera el insustentable programa económico. Es que, con un déficit aún mayor al del año pasado, producto de la reducción de los ingresos fiscales y el relativo sostenimiento de los gastos, el estado nacional tuvo que recurrir a diferentes mecanismos para financiar la brecha. Como se sabe, la emisión de deuda de todo tipo (interna y externa, en pesos y en dólares) fue el principal mecanismo elegido a la hora de cubrir el desfaldo financiera. En términos consolidados, el monto de deuda sólo por medio de la ventanilla del estado nacional fue superior a los U\$S 32.350 millones en el corriente año. Si a este stock se agrega los montos de las emisiones de las esferas subnacionales (provincias y municipios), la cifra total se acerca a los U\$S 40.000 millones¹.

Por otro lado, el Gobierno Nacional tiene un programa de financiamiento vigente con el Banco Central de la República Argentina, como en todos los años anteriores. Por medio del mismo, la autoridad monetaria puede transferir un determinado volumen² de dinero en concepto de utilidades y adelantos transitorios. Si bien este canal fue desairado por la ortodoxia económica en años anteriores, el actual oficialismo lo incluyó dentro de su programa monetario y las transferencias totales del BCRA al Tesoro cerrarán en \$160.000 millones en 2016.

En la presente infografía, se busca cuantificar el monto de emisión monetaria en función a los dos efectos anteriores, y analizar los resultados. La hipótesis es que el programa oficial de transferencias del BCRA al Tesoro subestima el

¹ Todos los datos en función a las cifras consolidadas por el Observatorio de Deuda del Instituto de Trabajo y Economía de la Fundación Germán Abdala.

² Fijado por el artículo N°20 de la carta orgánica del BCRA.

monto de financiamiento real, al cual se llega cuando se computan aquellos pesos emitidos por el BCRA para comprarle al estado los dólares de la deuda.

Las dos caras de la deuda externa.

Uno de los aspectos distintivos del proceso de endeudamiento acelerado que transitó nuestro país en el año 2016 es que tiene como principal fin cubrir el déficit fiscal creciente. De hecho, la mayor porción de la deuda tomada se utilizó para pagar otra deuda (holdouts, rollover de emisiones pasadas, etc.) y para cubrir gasto corriente. La menor porción de esta deuda quedó depositada en las arcas del BCRA para robustecer la posición de reservas o financiar inversión futura en infraestructura. Es que las necesidades de financiamiento son tan grandes, debido a la abrupta caída en la recaudación, que cualquier fuente de ingreso de pesos al erario del Tesoro es altamente ponderada. Ahora bien, la actual gestión económica encontró en el abuso de endeudamiento en dólares una vía apropiada para cubrir sus desbalances en pesos. Ocurre que la gran parte de los dólares captados en el exterior fueron posteriormente comprados en el BCRA, a cambio de los pesos utilizados por el gobierno para gasto corriente. No está de más aclarar que la liquidación de los dólares producto de la deuda, no es una obligación del estado, que de otro modo podría dejarlos depositados en una cuenta en el Banco Nación o en el mismo BCRA sin realizar la conversión.

En base a este “modus operandi” del estado nacional, que se compone de la toma de deuda en dólares, la posterior venta de esos dólares al BCRA y la utilización de los pesos obtenidos para aliviar la restricción presupuestaria, el gobierno ha engrosado sus fuentes de recursos en lo que va del año. Es interesante entender que, en este caso, la deuda en dólares ni siquiera está motivada por las típicas complejidades de escasez de divisas que apremiaron históricamente a nuestra economía. En este caso, la toma de deuda indiscriminada es el mecanismo para tapar el bache fiscal creciente, y pasa a segundo plano la moneda en la cual la misma está nominada. De hecho, eso explica los más de \$ 85.000 millones emitidos por el Tesoro en concepto de deuda a tasa fija entre los meses de septiembre y octubre.

Con todo, en el presente informe se intenta cuantificar el monto total transferido en pesos, esto es, sumando las transferencias estatuidas en el programa monetario formal del año 2016 y las colocaciones de deuda. En el siguiente apartado se explicita la metodología utilizada para llegar a un número representativo del financiamiento total en pesos del BCRA al estado nacional.

Metodología.

El programa monetario del 2016 del BCRA estableció un límite de adelantos transitorios y de utilidades de \$160.000, en concordancia con los límites fijados en la carta orgánica. A lo largo del año el traspaso de fondos se fue desarrollando, y en la actualidad se encuentra virtualmente completado. Dado ese número, resta sólo cuantificar el monto de dólares producto de las emisiones de deuda que fue liquidado, y expresarlo en pesos. A tales fines, nos nutrimos de las bases de datos del informe monetario diario y del informe mensual de evolución del mercado único y libre de cambios (MULC) y balance cambiario, ambas publicadas por el BCRA. A partir de la misma, se puede desglosar el resultado diario de reservas en dólares y la posición de mercado (comprador o vendedor) de la autoridad monetaria. A grandes rasgos no es complejo detectar grandes saltos en el balance cambiario en los días donde se producían grandes colocaciones de deuda. No obstante, otras veces, el BCRA “cuotificaba” la compra de deuda al estado nacional a lo largo de varios días. Un resultado sustancial encontrado es que el BCRA compró todas las emisiones de deuda del estado nacional pero no mantuvo la misma lógica con la colocación de las esferas subnacionales: en relación a la deuda de provincias y municipios decidió selectivamente cuántos dólares comprar. El último paso, desde el punto de vista metodológico, consistió en la conversión de los dólares comprados a pesos, para lograr la comparabilidad buscada. A tales fines, se agruparon todas las ventas del Tesoro al BCRA en meses y se tomó el tipo de cambio promedio de cada uno³. Los resultados y su descripción, se exponen en la siguiente sección.

³ De acuerdo con la Comunicación "A" 3500 relativa al Tipo de Cambio de Referencia (Mayorista)

Por la compra de dólares se duplica la emisión de pesos para financiamiento.

En la siguiente tabla se exponen los resultados encontrados, tanto en dólares como en su conversión a pesos junto al tipo de cambio aplicado, a lo largo de los meses.

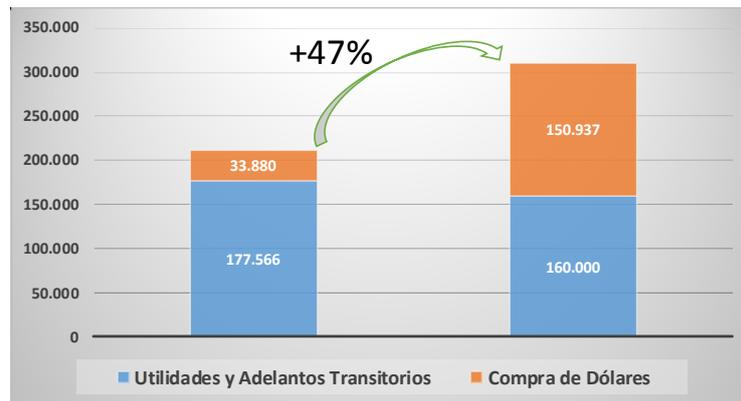
Mes	Compras del BCRA (en millones de dólares)	Tipo de Cambio	Compras del BCRA (en millones de pesos)
Enero	-	13,65	-
Febrero	250	14,81	3.703,64
Marzo	250	14,96	3.740,37
Abril	800	14,41	11.527,63
Mayo	1.500	14,14	21.206,59
Junio	2.000	14,14	28.281,50
Julio	1.900	14,91	28.327,83
Agosto	680	14,85	10.097,87
Septiembre	100	15,10	1.510,07
Octubre	2.000	15,18	30.361,99
Noviembre	794	15,34	12.179,88
		Subtotal	\$150.937,38
		+ Utilidades y Adelantos Transitorios	\$160.000
		Total	\$310.937,38

Fuente: producción propia en base a BCRA

Como se puede observar, el monto de dólares comprados por el BCRA al Tesoro Nacional, producto de la deuda emitida en el mercado financiero internacional es cercano a los \$ 151.000 millones. Este monto, casi equipara a las transferencias de pesos del BCRA en concepto de utilidades y adelantos transitorios, que está fijada en \$160.000 millones. Más aún, si se compara la suma de los dos conceptos, en relación al año pasado, se puede afirmar que la emisión de pesos del BCRA para financiar al Tesoro, en todo concepto, es un 47% mayor en 2016 que en 2015. El siguiente gráfico de barras muestra tal comparación.

Emisión de pesos del BCRA para financiar al Estado

(Todas las cifras expresadas en pesos, al tipo de cambio oficial)



Fuente: Producción propia en base a BCRA y Mecon

Como se observa, la emisión de pesos del BCRA para financiar al estado nacional (en todo concepto) fue un 47% superior a la del año pasado. En la conformación de esta fuerte variación se destaca el notorio incremento de liquidaciones de deuda, que sobrecompensó a las utilidades y adelantos transitorios que en el corriente año fueron levemente menores a las de 2015. Con todo, el alza del 47%, neta de un efecto precios en el entorno del 40% para el 2016, igualmente marca que en términos constantes (descontada la inflación) la emisión de pesos presentó una suba real en torno al 5%.

¿Y qué pasa con estos pesos? El elevado costo de quemarlos.

Otro aspecto a tener en cuenta sobre la emisión que realizó el BCRA para comprar los dólares del Tesoro se relaciona con los efectos secundarios que se generan a partir de la esterilización del circulante excedente. El BCRA ha mantenido una política de absorción de pesos de la economía con el objetivo de amainar el ritmo de crecimiento de la inflación. Ocurre que, si los pesos emitidos tras la compra de los dólares de la deuda llegan a la calle, aumentan la base monetaria, y el proceso termina repercutiendo en un alza de la inflación doméstica. Una opción que tiene el BCRA es emitir nueva deuda en pesos (a través del instrumento llamado Lebacs) para sacar el circulante del mercado en el presente. Como consecuencia, se incrementa la cantidad de pesos que se deberá emitir en un futuro para hacer frente al stock de

vencimientos, o se deberá ofrecer una mejor tasa para renovarlos. La estrategia seguida por Sturzenegger para bajar la inflación tuvo como principal estrategia la creciente emisión de Lebacs, que hasta el momento llegan a equiparar al dinero que está circulando en la economía. Esto es, hay tantas Lebacs como pesos dando vueltas por las calles (en efectivo y en los bancos).

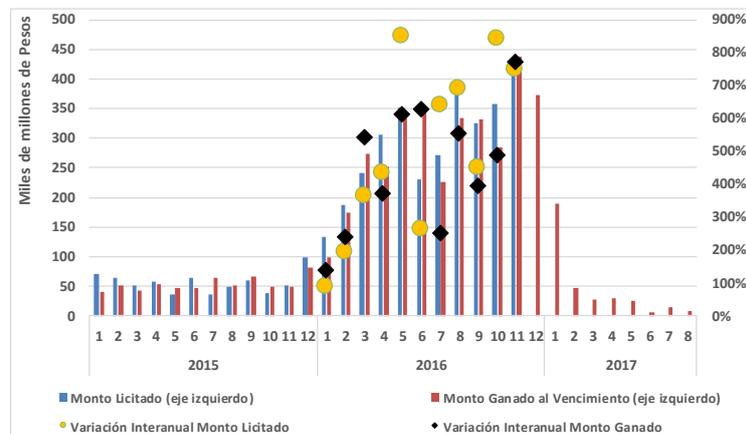
Con la profundización de esta estrategia a lo largo del corriente año, la dinámica de las Lebacs se fue volviendo insostenible, en parte, por los elevados intereses que la autoridad monetaria tuvo que convalidar. En efecto, como consecuencia de haber liberado el mercado cambiario y para ofrecer alternativas de inversión más rentables que la compra de dólares, el BCRA llegó a ofertar Lebacs con tasas de interés de 38% anual. Luego, con el paso de los meses, se fue reduciendo la tasa, pero igualmente la acumulación de intereses no cedió consolidándose una especie de “bola de nieve”.

En cuanto a los stocks, se calcula que se encuentran emitidos en conceptos de Lebacs (capital más intereses) supera los \$ 720.000 millones, cifra similar a la base monetaria.

Para ver con mayor claridad la magnitud del incremento en el endeudamiento en letras del BCRA en pesos se muestra, a continuación, un gráfico sobre la evolución de la emisión de Lebacs.

Stocks de Lebacs y vencimientos futuros

(en miles de millones de pesos y en porcentajes de variación anual)



Fuente: producción propia en base a BCRA

Como primer punto a mencionar se tiene que los montos de Lebac's licitados desde enero a noviembre del corriente año fueron en promedio 500% superiores a los de iguales meses del 2015. Asimismo, la variación nominal de los montos ganados se mostró un 450% más alta en promedio a la del 2015. Por su parte la variación intermensual a lo largo del 2016 exhibió saltos pronunciados en los primeros meses del 2016 (junto con el mes de diciembre del 2015), seguidos de subidas más estables para los meses subsiguientes. Las tasas de interés para las Lebac's más cortas también se modificaron, manteniéndose alrededor de los 38 puntos en los meses de diciembre, marzo, abril y mayo, para luego descender pronunciadamente.

Todo este esfuerzo de esterilización devino del endeudamiento en dólares mencionado, pero también de la visión monetaria que tiene la actual gestión, en relación a la necesidad de ofrecer instrumentos en pesos, con una tasa de interés atractiva, para que los altos jugadores del mercado no aceleren la circulación monetaria. El endeudamiento del Gobierno, visto desde esta perspectiva, implica un doble perjuicio. Por un lado, se tiene la toma de compromisos en dólares, que nuestro país no puede emitir, y cuya disponibilidad a través canales genuinos (tributos a los bienes exportables) se encuentra deteriorada. En segundo lugar, se tiene la participación del BCRA comprando los dólares de la deuda emitida por el Tesoro en una primera instancia, y luego emitiendo deuda en pesos (Lebac's) para contrarrestar los efectos inflacionarios de la emisión de pesos.

En resumen, alrededor de la mitad de los pesos emitidos durante el 2016 por el BCRA para financiar al Tesoro se explican por la cuantiosa toma de deuda en dólares, liquidada en la plaza local con el objetivo de tapar el desfaldo financiero por el derrumbe en los ingresos de recaudación.