

DEUDA DEL BCRA EN LEBACS

La deuda de corto plazo del BCRA
superará los 14 puntos del PBI en 2017



UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS
MÓDULO 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**

Lic. Santiago Fraschina

Enero 2017

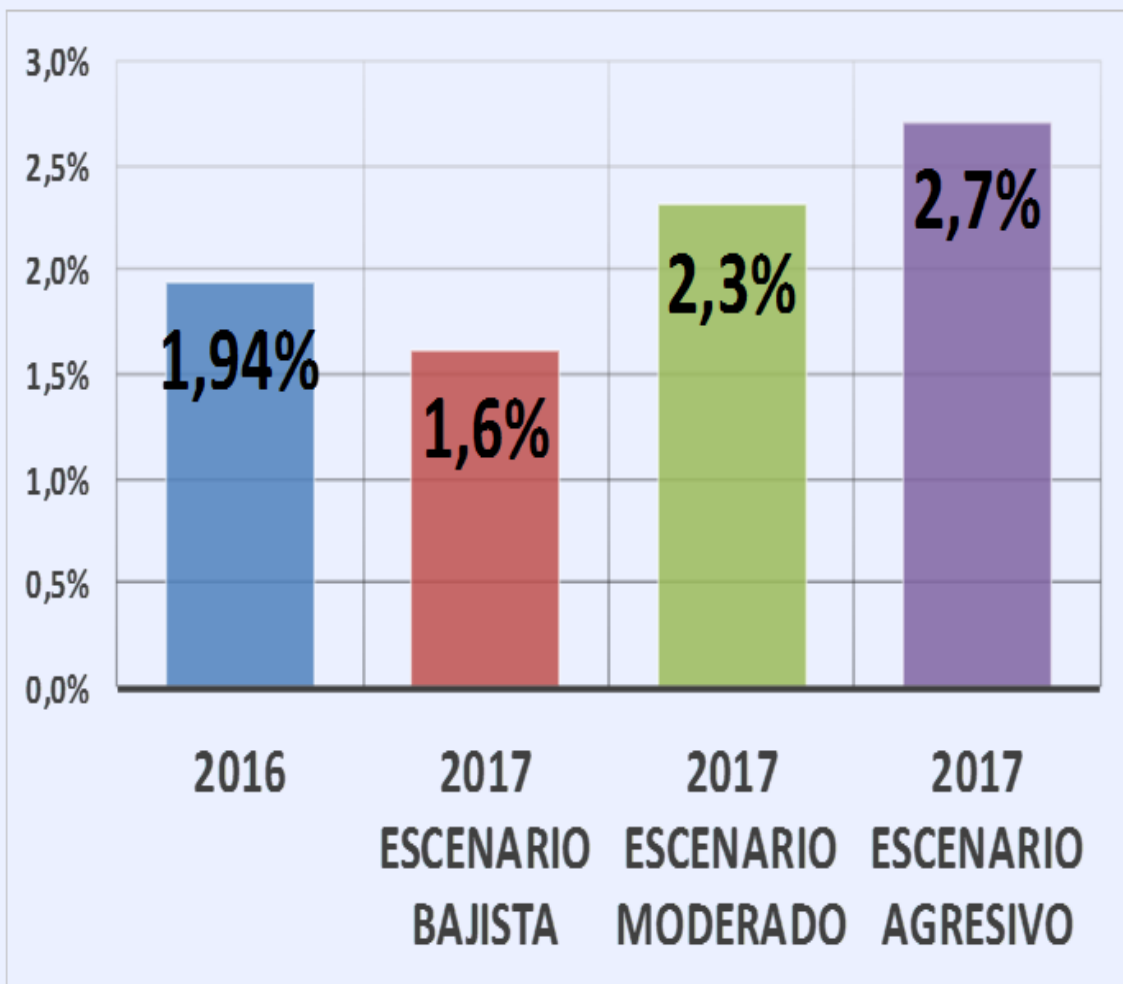
Estimación del peso de la deuda en Lebacs emitidas por el BCRA.
(montos en millones de pesos)

Concepto	Escenario Bajista	Escenario Moderado	Escenario Agresivo
Stock en Pesos	1.106.535	1.162.872	1.195.111
Stock en Dólares	61.474	64.604	66.395
PBI Estimado 2017	8.143.350	8.143.350	8.143.350
Relación Lebacs / PBI	13,6%	14,3%	14,7%
Intereses / PBI	1,6%	2,3%	2,7%
Intereses en U\$S	8.305	11.861	13.897
Tasa Uniforme Implícita	13,5%	19,3%	22,6%

Fuente: Producción propia en base a BCRA

El peso de la
deuda en Lebacs
para el año 2017
estará entre el 13,6%
y el 14,7% del PBI
producto de la decisión del
BCRA de aspirar billetes de
la economía

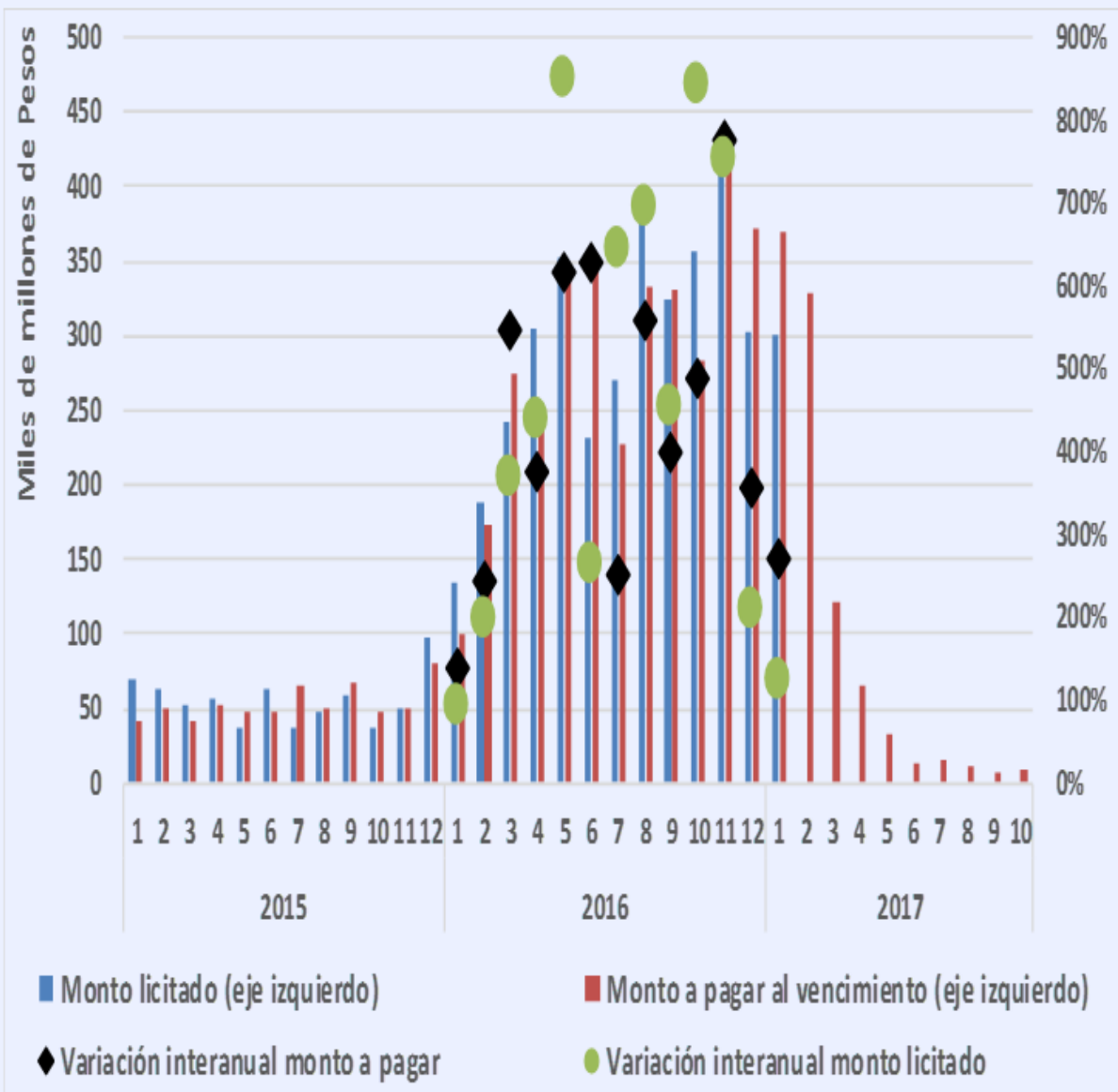
Estimación del peso de los intereses de la deuda en Lebacs.
(intereses como porcentaje del PBI)



Fuente: Producción propia en base a BCRA

El peso de los
intereses por las
Lebacs del BCRA
estará entre el 1,6% y
el 2,7% del PBI en 2017
porcentaje mayor al que se
destina a la AUH (1,5%)

Evolución de los montos licitados y a pagar al vencimiento, en concepto de Lebacs. Serie desde 2015 hasta la actualidad.

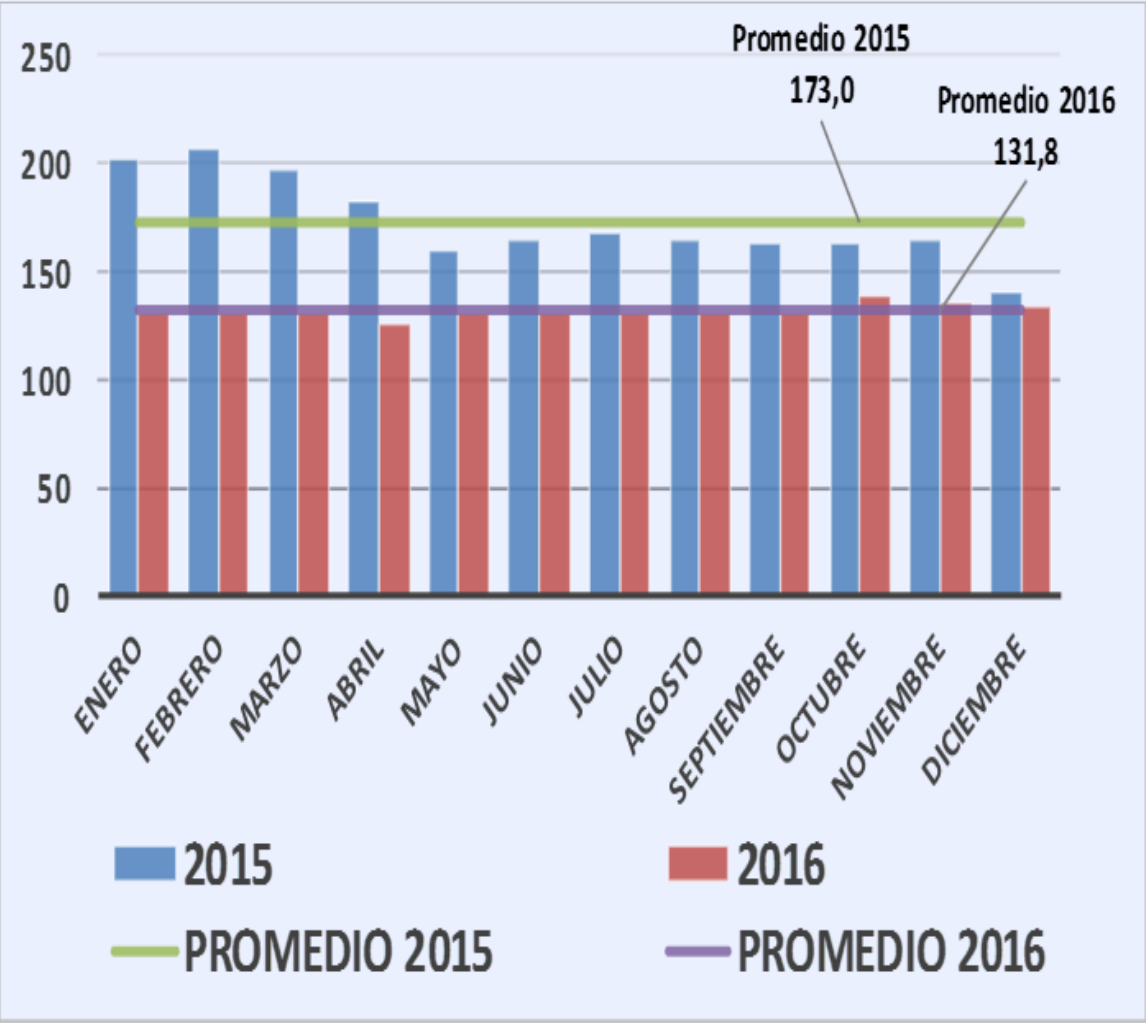


Fuente: Producción propia en base a BCRA

Los montos de las emisiones y de los vencimientos de Lebacs del BCRA aumentaron un 420% y un 440% respectivamente

En la comparación 2015-2016

Promedio del plazo de Lebacs emitidas, comparación 2015-2016.
(cifras en cantidad de días)



Fuente: Producción propia en base a BCRA

El plazo medio
de la deuda en
Lebacs del BCRA
disminuyó en más de
40 días en 2016
lo cual impacta contra la
sustentabilidad de la deuda

DEUDA DEL BCRA EN LEBACS.

La deuda de corto plazo del BCRA superará los 14 puntos del PBI en 2017.

Introducción

La presente infografía busca cuantificar el efecto de la deuda de corto plazo del Banco Central de la República Argentina (BCRA). En particular, nos centramos en el impacto que generan las Letras del Banco Central (Lebacs) sobre su hoja de balance y la sustentabilidad de su trayectoria. Como se sabe, durante el último año, las Lebacs fueron el instrumento seleccionado para llevar adelante una política de contracción monetaria durante el año 2016. La razón de esta elección es la creencia acérrima de las autoridades del BCRA en la teoría monetaria de la inflación que, básicamente, postula que “la inflación es siempre y en todo momento un fenómeno monetario”. Por tanto, la prescripción para la autoridad monetaria a los fines de reducir los niveles de avance de precios es simplemente ofrecer instrumentos de deuda lo suficientemente “atractivos” para el inversor, de manera tal de que el excedente de pesos en la economía salga de circulación. La contracara de este proceso es lo que en la jerga se denomina “déficit cuasifiscal”, que no es otra cosa que el endeudamiento de los bancos centrales que se implementa para suplir las deficiencias de financiamiento del Estado. Ocurre que la intensidad de este proceso se fue potenciando a lo largo del año pasado, generando un incremento exponencial en los volúmenes de deuda. Dadas las altas tasas de interés y los reducidos plazos de financiamiento, que obligan a la autoridad monetaria a renovar un stock cada vez mayor en cada vencimiento, el estado de situación actual de la deuda por Lebacs ha tomado una trayectoria peligrosa para la sustentabilidad del BCRA.

El objetivo del presente informe es desarrollar un ejercicio numérico simple para estimar el peso de la deuda de corto plazo en Lebacs a finales del corriente año. A tales fines, se establece una serie de escenarios sobre el comportamiento de distintas variables que afectan a la deuda, y que dependerán de la decisión de la autoridad monetaria. En cualquiera de los

casos, se exponen todos los resultados y se comparan con diferentes medidas relativas al tamaño de la economía argentina.

En la primera sección se hace un repaso del contexto de política monetaria y financiera, desde un punto de vista de la política económica. A continuación, presentamos la metodología específica utilizada para la estimación del ejercicio empírico sobre la evolución de la deuda. Más adelante, presentamos los resultados obtenidos, comparando en función a diferentes parámetros para dar cuenta sobre la sustentabilidad de la dinámica del actual déficit cuasifiscal. Por último, concluimos integrando todos los análisis perfeccionados.

¿Por qué el riesgo de Lebacs?

El crecimiento del stock de Lebacs se debe a una combinación de factores económicos y políticos. En primer lugar, cuando el nuevo gobierno asume la gestión, comienza a desarmar inmediatamente las políticas regulatorias implementadas por el kirchnerismo, en consonancia con su perfil ideológico liberal en lo económico y monetarista en lo financiero. Así, a los pocos días de haber asumido, el flamante Ministro de Hacienda y Finanzas desarmó las regulaciones para la compra-venta de moneda extranjera (conocido imprecisamente como “cepo”) y dejó la cotización del dólar al libre juego de la oferta y la demanda del mercado. Así, como uno de los pilares del modelo liberal se basa en transmitir confianza a los poseedores de capital, a medida que transcurría el tiempo se iba profundizando la liberalización de la cuenta de capital, con la confianza de que la eliminación de todo tipo de control efectivo sobre el accionar del sector privado financiero facilitaría la llegada de una “lluvia de dólares” productivos que dinamice la economía.

En los comienzos de la desregulación, la magnitud de la oferta monetaria en pesos, sumado a una demanda contenida por los controles anteriores, generaban incertidumbre en el mercado sobre la posibilidad de que se produzca una corrida cambiaria difícil de contener y el dólar se disparara. Si bien no se produjo una estampida, lo que ocurrió fue que la divisa local se devaluó más de un 40%, afectando fuertemente las expectativas de inflación que había anunciado el gobierno. En ese escenario, las autoridades

respondieron de manera ortodoxa a los dos miedos que los asechaban (devaluación e inflación descontroladas) resaltando el perfil monetarista del gobierno. Por un lado, se abocaron de lleno a cerrar el diferendo con los bonistas remanentes de los canjes de 2005 y 2010, incluso concediendo a los denominados “fondos buitres” las concesiones leoninas que hacía años estaban reclamando. Esto disparó el endeudamiento del Estado (si se tiene en cuenta que se emitieron más de USD 16.000 millones para pagarle a menos del 7 % de los acreedores). El cierre de la histórica disputa con los holdouts posibilitó, a su vez, el regreso de nuestro país al mercado financiero internacional. A partir de abril de la cancelación de la mayor parte de ese remanente adeudado, en el mes de abril de 2016, se dio inicio a una nueva etapa en la historia económica contemporánea de nuestro país, donde la toma de deuda externa volvió a ser la principal estrategia para financiar los desbalances económicos de la economía local.

Desde el plano monetario, el BCRA se encaminó en la tarea de bajar la inflación decidiendo implementar el régimen de “metas de inflación”, que es utilizado por un importante número de países en el mundo, con diferentes matices. Este esquema, consiste básicamente en fijar una inflación objetivo y subir o bajar la tasa de interés de acuerdo a si la inflación observada en la economía se aleja de lo proyectado. Según este paradigma monetario de la inflación, cuando se eleva considerablemente la tasa de interés, se logra contrarrestar la oferta de dinero, “secar la plaza” financiera y automáticamente esto tiene efectos virtuosos sobre la inflación, que comienza a descender conforme desaparece el exceso de pesos en la economía. En paralelo, el gobierno debía ir monitoreando el déficit fiscal, que es uno de los factores principales a atender para la escuela ortodoxa, porque de no corregirse esa cuestión se lesionará la confianza del “mercado” y el éxito del modelo entraría en contradicción. En el marco del primer año de pautas formales, se estableció un tope de avance de precios del 17%, e incluso se incorporó esta hipótesis objetivo en el presupuesto 2016. En ese escenario, los primeros meses del año fueron tumultuosos en materia inflacionaria, ya que a la devaluación de diciembre se sumó la fenomenal liberalización de tarifas de los servicios públicos a partir de la quita de subsidios. Frente a este contexto, y con un tipo de cambio flexible, el BCRA decidió subir fuertemente los tipos de interés de las Lebacs, que alcanzaron un techo del 38% en diciembre de 2015. Ese aumento tuvo un efecto inmediato desde lo monetario, y también impactó sobre la economía

real. Por un lado, contuvo la demanda de dólares en el mercado y estabilizó su cotización, como contracara del elevado incentivo de tasa que ofrecían este vehículo de corto plazo. Por el canal real, el año pasado se verificó una depresión significativa de la demanda agregada, principalmente en base a la merma del consumo y la inversión real. Ambos componentes fueron desplazados por las alternativas financieras, que se presentaron como opciones más rentables dado el contexto de recesión y caída de las ventas agregadas en la mayoría de los sectores de la economía. Si bien posteriormente el BCRA comenzó a disminuir sostenidamente la tasa de interés de las Lebacs (llegando al 30,25% a mediados de febrero de 2015 y a 24,75% al cerrar el año), esta decisión sin estar acompañada de un rebote en la actividad productiva generó un recalentamiento en el precio del dólar, que superó los 16 pesos por unidad a principios de marzo. Ante el nuevo escenario de especulación cambiaria, el gobierno se vio obligado a subir la tasa de interés nuevamente para bajar las expectativas sobre la evolución del dólar a corto plazo. Con este nuevo contexto, y dada la mayor capacidad de endeudamiento resultante del cierre del conflicto con los buitres, las expectativas sobre el dólar se fueron aplacando, y la inversión en Lebacs comenzó a instalarse como la alternativa más rentable, ya que la tasa de devaluación esperada pasó a ser menor a aquella que ofrecían las letras del Banco Central, mientras que los plazos fijos en dólares mantenían un interés aproximadamente nulo.

Mientras tanto, la fuga de divisas era el principal pilar que se mantenía firme en la economía. Los giros al exterior se incrementaban, pero la capacidad de endeudamiento y el monto del dinero exteriorizado en el “blanqueo” de capitales empezaron a mantener atrasado el dólar, cuya variación quedó por debajo de la inflación en 2016. En paralelo, la actividad económica retrocedió en el año, en parte por el sesgo monetarista que imprimió el gobierno a la política económica, en parte por otras circunstancias internas y externas.

Por esos motivos, se fue generando un incremento sustantivo del stock de Lebacs. El activo comenzó a popularizarse como opción de inversión, de manera tal que incluso algunos pequeños ahorristas se volcaron a su compra, dejando a un lado el tradicional plazo fijo que ofrecía una menor tasa de interés ante similar nivel de riesgo.

Metodología.

Para ponerle números a la situación actual de la deuda de corto plazo del Banco Central, resulta importante cuantificar la evolución del stock actual en poder de los inversionistas privados (tanto minoristas como institucionales). A tales fines, se procede en función al análisis de los datos oficiales del Banco Central sobre las licitaciones cursadas semanalmente. Partiendo de los datos crudos, se procedió a implementar un tratamiento metodológico simple, para llevar adelante un ejercicio de estimación de evolución del volumen de deuda, en función a ciertos parámetros prefijados. En breves términos:

- Se partió de la serie de “montos adjudicados” y para cada registro, se construyó la serie “monto a pagar al vencimiento”. La misma, se generó a partir de tener en cuenta el monto, plazo y tasa específica, de acuerdo a las condiciones de emisión de cada segmento de Lebacs.
- A la nueva serie de “monto a pagar al vencimiento”, se la trasladó financieramente a final de 2017. Para eso, se tomaron tres escenarios disímiles en cuanto a la evolución de la tasa de interés para este tipo de instrumentos a lo largo del corriente año. Los mismos se describen como:
 - Escenario “bajista”, donde se especuló con una eventual trayectoria decreciente de la tasa de interés, lo cual impacta en las futuras renovaciones del stock actual. Este escenario parte de fijar una tasa media para colocaciones a 35 días del 17%, esto es, acorde al tope de la meta de inflación del equipo económico para el 2017. Cabe resaltar que este escenario puede degenerar en un incremento considerable en el circulante, por ejemplo, en el caso de que los tenedores de Lebacs no se sientan satisfechos con una tasa por debajo de su hipótesis de inflación.
 - Escenario “moderado”, donde se mantiene el esquema de tasas de inicios de 2017 para cada uno de los seis plazos de colocación.

- Escenario “agresivo”, donde se maneja una hipótesis de astringencia monetaria, acorde a una eventual necesidad de las autoridades del BCRA de aumentar los incentivos de tasa para los inversionistas si las probabilidades de cumplimiento de las metas de inflación comenzaran a reducirse. Este escenario sería compatible con las mismas prescripciones del monetarismo en contextos de recalentamiento inflacionario.

El siguiente cuadro sintetiza la estructura de tasas utilizadas en cada escenario:

Escenario\Plazo	Cantidad de días (tope) de cada rango de tasa de Lebacs					
	63	97	153	216	279	280
1 - Bajista	17,0%	16,9%	16,7%	16,6%	16,4%	16,3%
2 - Moderado	24,0%	23,8%	23,5%	23,1%	22,8%	22,5%
3 - Agresivo	28,0%	27,8%	27,4%	26,9%	26,6%	26,2%

- Por último, se relativizó el peso acumulado de las Lebacs en 2017 en relación al tamaño de economía. Esta última medida no es otra cosa que la relación entre el total de pagos por Lebacs y el PBI. Para estimar la evolución del ingreso nacional (actualmente con datos disponibles al tercer trimestre de 2016) se incorporó una hipótesis de decrecimiento de la economía del 1% para el último trimestre del año pasado, mientras que se incorporó la –a priori, optimista- previsión de crecimiento del 3,5% para el año vigente, que es la expectativa plasmada por el gobierno nacional en la Ley de Presupuesto 2017.

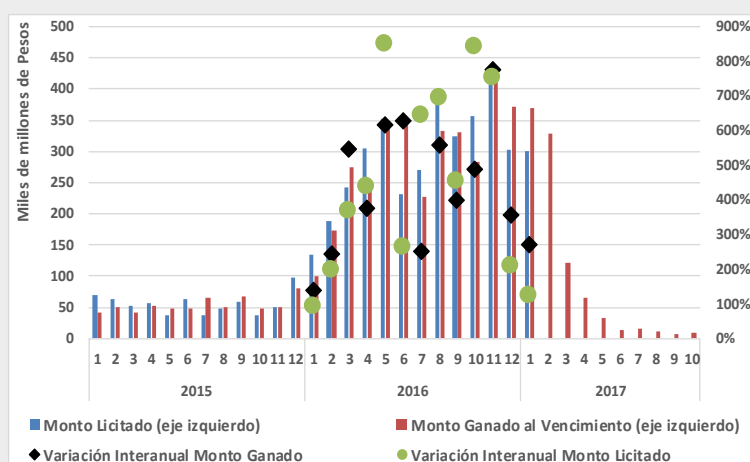
Con todo, en el siguiente apartado se describen someramente los resultados obtenidos en cada uno de los escenarios.

Una dinámica insustentable.

Dos de los fenómenos más notorios cuando se examina la dinámica de la deuda en Lebacs son los siguientes. En primer lugar, desde que se decidió subir aceleradamente la tasa de interés como herramienta de política para bajar la inflación, los stocks de Lebacs en circulación se aceleraron rápidamente. Por ejemplo, cuando se comparan los volúmenes promedios de letras licitadas en

2016 respecto de las de 2015, el nivel creció en más de un 420%. Interesante, en este sentido, es destacar que las variaciones mensuales interanuales promedio superan el 450%. El segundo efecto para remarcar es que, en el marco de un 2016 de alta inflación, el instrumento de las Lebacs fue un vehículo de inversión relevante como opción financiera con tasa de interés real positiva. Sobre, en tanto activo de mayor accesibilidad para los jugadores más trascendentes del sistema. Por tanto, el proceso que se verificó a lo largo del año fue una notable voracidad por parte de los grandes bancos y fondos de inversión. Aún en las semanas donde la oferta de renovación de las Lebacs comenzaba a reducir la tasa licitada, los montos captados fueron *in crescendo*. Con la dinámica del proceso en movimiento, lo que se verificaba era un sistemático incremento en los esfuerzos incurridos por el BCRA para seguir sacando billetes de circulación, por encima de los montos a devolver en cada vencimiento. La consecuencia, por caso, es la de un claro fenómeno de bola de nieve en cuanto a los montos a cancelar en casa semana. El siguiente gráfico, intenta ilustrar la dinámica de este proceso:

*Evolución de la deuda de Lebacs en pesos, para todas las tasas y plazos.**



Fuente: Producción propia en base a BCRA

*Enero con datos disponibles hasta el 17/01

Las barras muestran como en 2016 se dispara el proceso de endeudamiento, y la nube de puntos expone variaciones anuales superiores al 100%. La dinámica creciente muestra a las claras los riesgos del proceso, producto de montos de vencimientos cada vez más significativos. Esto se debe a que el peso de las licitaciones de corto plazo en Lebacs se incrementó del 8% del PBI a fines del

año pasado al 12% en la actualidad. Más aún, cuando se incorpora el peso de los intereses a pagar, el costo total del financiamiento del BCRA de corto plazo se incrementa sustancialmente. El siguiente cuadro expone un ejercicio de estimación del monto total de la deuda a desembolsar a lo largo del corriente año, contemplando la devolución tanto del capital adeudado como de los intereses. Se exponen los tres escenarios previamente especificados.

Estimación del peso de la deuda en Lebacs, consolidado año 2017

(montos en millones)

Concepto	Escenario Bajista	Escenario Moderado	Escenario Agresivo
Stock en Pesos	1.106.535	1.162.872	1.195.111
Stock en Dólares	61.474	64.604	66.395
PBI Estimado 2017	8.143.350	8.143.350	8.143.350
Relación Lebacs / PBI	13,6%	14,3%	14,7%
Intereses / PBI	1,6%	2,3%	2,7%
Intereses en U\$S	8.305	11.861	13.897
Tasa Uniforme Implícita	13,5%	19,3%	22,6%

Fuente: Producción propia en base a BCRA

Lo que muestra la tabla precedente es la estimación del peso de la deuda en Lebacs una vez consolidado el año 2017, esto es, con sucesivas renovaciones de los montos actualmente en circulación, respetando plazo y estructura de tasas. Como se ve, los porcentajes de deuda en Lebacs en relación al PBI gravitan desde el 13,6% en el escenario más optimista al 14,7% en el escenario más pesimista. En un rango intermedio, la estimación prevé un peso total de la deuda del 14,3% del PBI en 2017. Otro aspecto cuantitativo a observar es el monto de la deuda medida en dólares, evaluando el tipo de cambio medio de \$18 por dólar estipulado en el Presupuesto 2017. Los montos van desde poco más de los U\$S 61.400 millones hasta casi U\$S 66.400 millones, con un escenario medio de U\$S 64.600 millones. Para dar una magnitud de este número, se trata de un monto casi 60% mayor al total del financiamiento externo que el gobierno nacional espera tomar en todo el corriente año,

establecido en \$42.000 millones por el actual titular del Ministerio de Hacienda. Esta relación expone la magnitud del endeudamiento y transparenta que el déficit cuasifiscal subyacente tiene una magnitud considerable y ofrece al gobierno una rueda de auxilio 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. Lo que cabe preguntarse es si esta dinámica, de crecimiento exponencial en 2016 y que parece replicarse en 2017 puede ser sustentable a mediano plazo, o ya se está cerca de un escenario donde la bola de nieve se vuelve imparable.

Breves conclusiones:

Como se analizó en el marco del proceso que comenzó en 2016, el crecimiento exponencial que tuvo el stock de Lebacs comenzó a concitar a fines del año pasado la atención e inquietud del mercado. En primer lugar, porque el pago de los intereses para renovar vencimientos se vuelve cada vez más grande, lo que atenta contra el mismo objetivo del BCRA de reducir el nivel de circulante. Por otro lado, estos instrumentos financieros de corto plazo no están aislados de la volatilidad propia del devenir de las expectativas y el resto de las condiciones objetivas de la economía. En este sentido, preocupa el hecho de que, ante una alteración en alguna de las variables exógenas a la capacidad de acción de las autoridades locales, buena parte de las posiciones de los agentes financieros podrían ser desarmadas, imprimiendo una mayor inestabilidad en el mercado local.

En ese marco, comenzaron a resurgir presiones variadas para que el gobierno implemente un nuevo descenso de los intereses de las Lebacs, a fin de paliar la recesión económica que afecta a la economía. Este proceso decantó en una merma de los intereses de estos títulos, en su modalidad a 35 días, hasta el 24,75% a fines de 2016 y del 23,5% en la actualidad. Con expectativas de inflación en el entorno del 25% para el año 2017, la incertidumbre actual es relativa al margen remanente para que el BCRA cumpla su objetivo dual de bajar la tasa de interés para contribuir a la mejora en la actividad económica sin recalentar el tipo de cambio previo a las elecciones del corriente año. Por

su parte, la llegada de Donald Trump al gobierno de los EE.UU. sumó incertidumbre sobre la posibilidad de que los países emergentes puedan seguir captando la liquidez global excedente a una tasa considerablemente accesible.

Con todo, a mediados de enero de 2017 el stock de Lebacs (sin computar intereses) asciende en la actualidad a 628.000 millones de pesos y de 4.300 millones de dólares. Esta magnitud del endeudamiento a corto plazo del Banco Central fue la motivación de este trabajo. En particular, se puso el foco sobre el riesgo de insolvencia o insustentabilidad del BCRA producto de los importantes volúmenes de cancelaciones que deberá afrontar cada semana la entidad rectora. Estos vencimientos han redundado sistemáticamente en renovaciones del capital adeudado, lo cual ha comenzado a generar un efecto “bola de nieve”, por medio del cual se consolidan un peso de la deuda del 14,3% del PBI en 2017, aún en un escenario moderado. Por la magnitud de cada cancelación semanal, los números muestran que al BCRA se le abre la disyuntiva de no renovar las letras al vencimiento. No obstante, esto se da de brucees contra los preceptos monetaristas de las actuales autoridades. Por ejemplo, en la última semana se expandió la cantidad de dinero en \$35.000 millones producto de pagos de Lebacs por encima de los montos licitados. La incertidumbre a futuro tiene que ver con los desafíos producto de tener objetivos múltiples a partir de un solo instrumento, y con un proceso que está evolucionando a una velocidad inusitada en la historia monetaria de nuestro país.