UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

OBSERVATORIO POLÍTICAS PÚBLICAS

Módulo Política Económica

INFOGRAFÍA

ENDEUDAMIENTO DE CORTO PLAZO

Por la política monetaria de endeudamiento con LEBACS, ya se pagaron intereses por más de 4 puntos 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 DEL MÓDULO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS
Mg. Santiago Fraschina

Mayo 2017

Pago de intereses por Lebacs.

Período	Intereses por Lebacs (como % del PBI)
Primeros 5 meses de 2017	0,7%
Proyectado 2017	3,34%
Acumulado 2016 -2017	4,11%

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

Los intereses

a pagar por la deuda en Lebacs

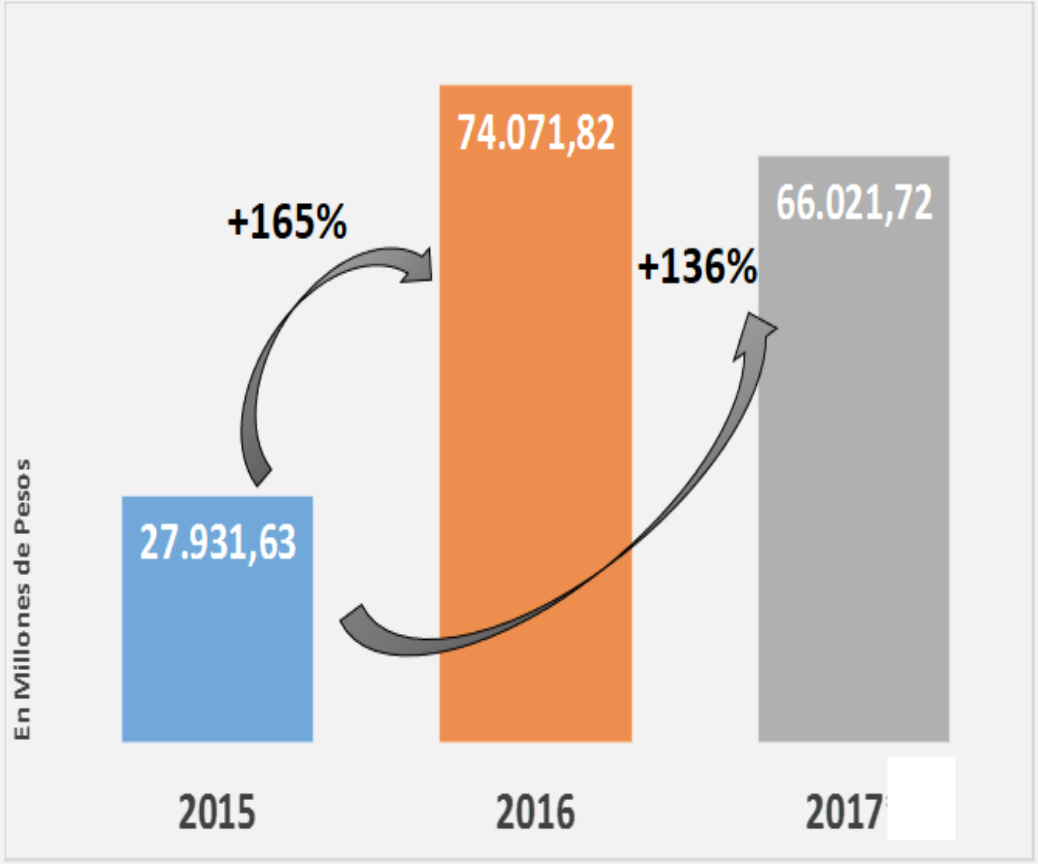
superarán los cuatro puntos del PBI

a finales del año 2017

Observatorio de Políticas Públicas
Módulo de Economía
UNDAV UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

Pago de intereses por Lebacs.

(En millones de pesos, primeros cinco meses de cada año)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

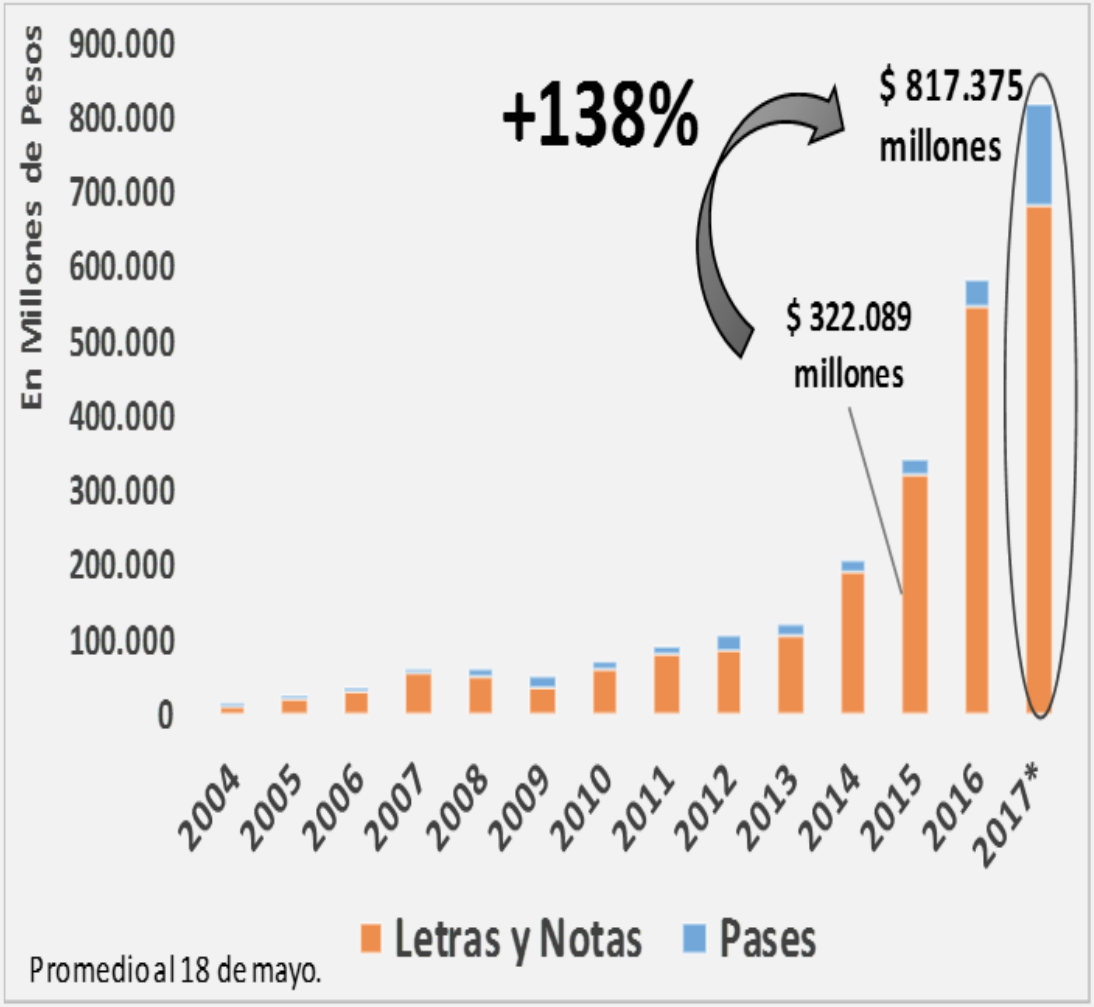
Tanto en 2016 como en 2017 el pago de intereses por Lebacs se incrementó en más de un 100%

respecto a lo pagado en 2015

Observatorio de Políticas Públicas
Módulo de Economía
UNDAV UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

Stock de deuda de corto plazo del BCRA.

(En millones de pesos, promedio diario)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

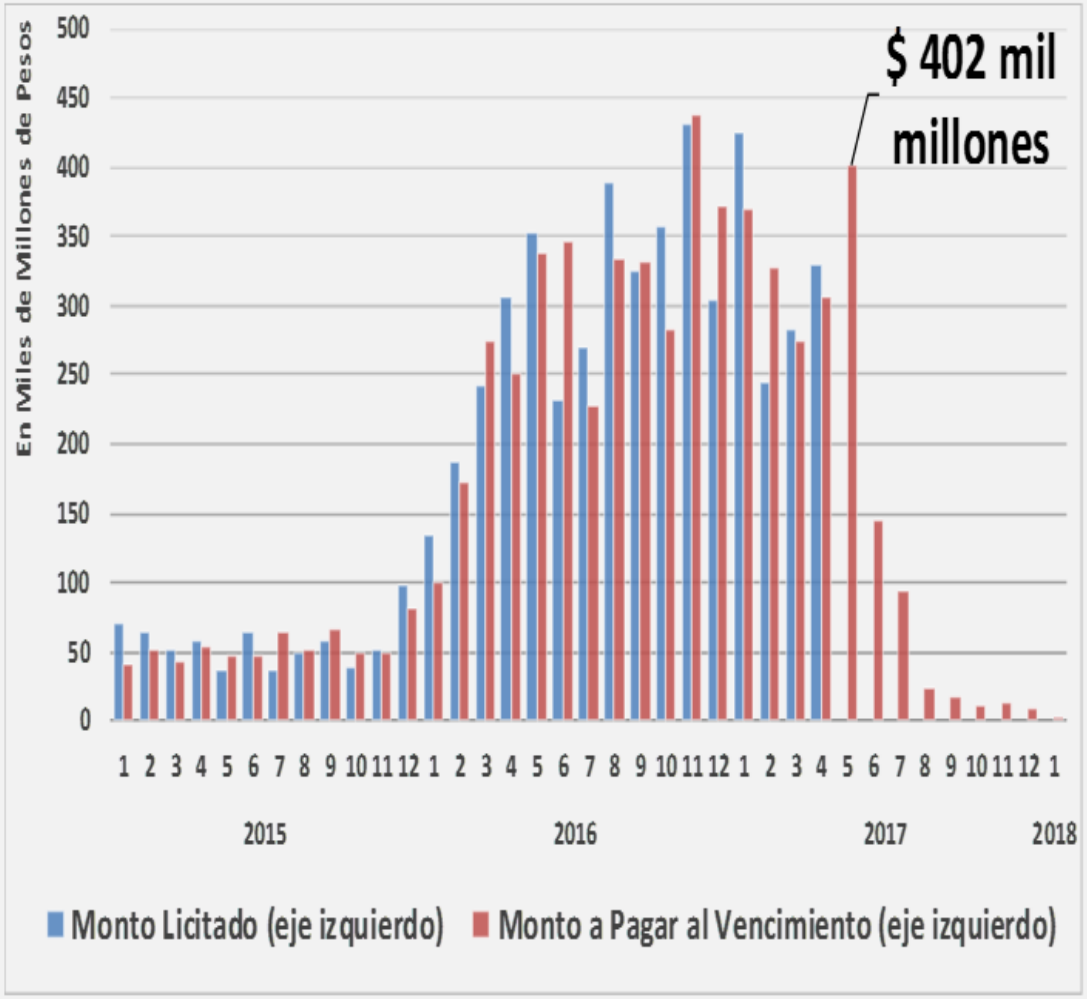
El stock total de deuda del Banco Central de corto plazo (Lebacs y Pases)

creció casi 140% respecto a 2015

Observatorio de Políticas Públicas
Módulo de Economía
UNDAV UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

Licitaciones y vencimientos por Lebacs.

(En miles de millones de pesos)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Sólo en el mes de mayo se pagaron vencimientos de Lebacs por más de $ 600.000 millones

los cuáles se renuevan a un costo superior al 25% anual

Observatorio de Políticas Públicas
Módulo de Economía
UNDAV UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

¿QUE SE PODRÍA HACER CON LOS INTERESES A PAGADOS POR LEBACS DE LOS CINCO PRIMEROS MESES DE 2017?

528

ESCUELAS PÚBLICAS

TOTALMENTE EQUIPADAS
DE 5.000 M2 CADA UNA

24

VECES
EL PRESUPUESTO
ANUAL DEL

CONICET

73,4

MILLONES

PLANES

PROG.R.ES.AR.

PROGRAMA DE RESPALDO A ESTUDIANTES DE ARGENTINA

4.547

JARDINES PÚBLICOS

TOTALMENTE EQUIPADOS
DE 3.000 M2 CADA UNO

10,4

MILLONES

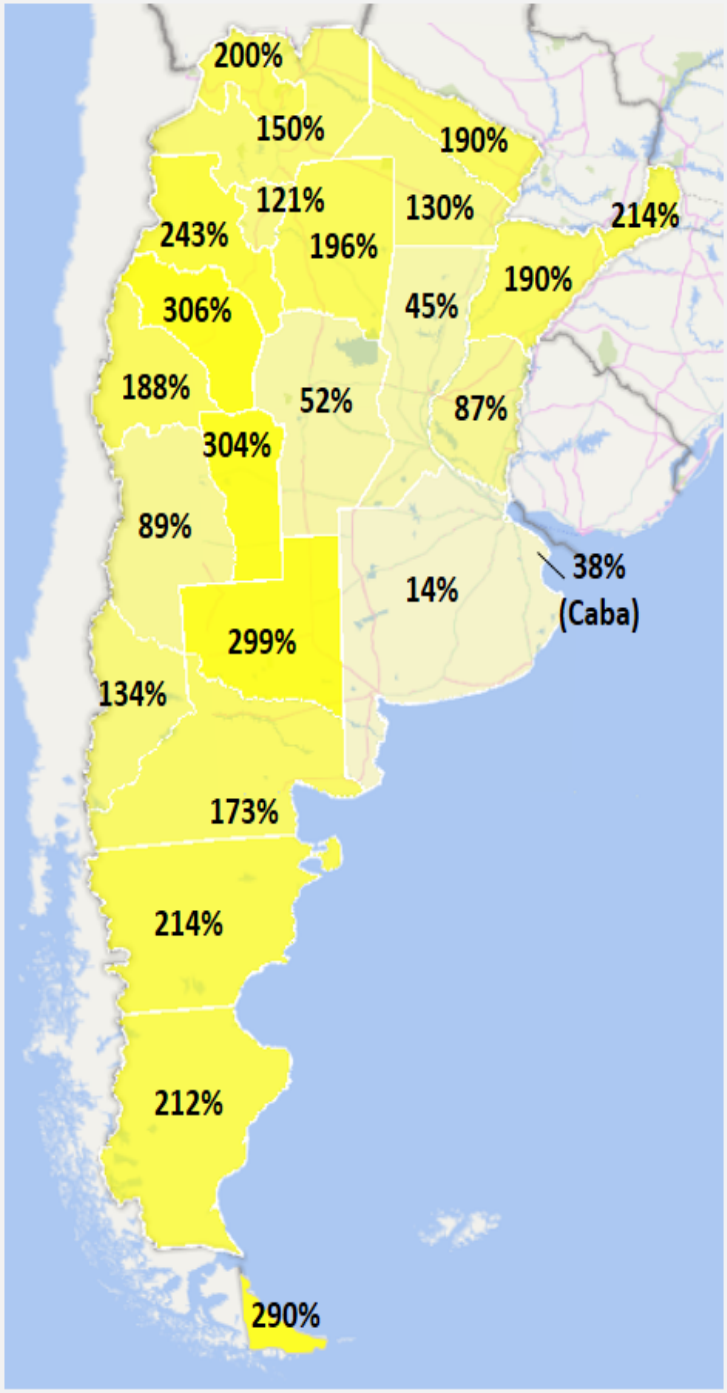
NETBOOKS

CONECTAR IGUALDAD

Fuente: Elaboración propia con datos de ministerios, BCRA y relevamientos propios

Observatorio de Políticas Públicas
Módulo de Economía

UNDAV UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e información provincial

Los pagos de intereses

por deuda a corto plazo en Lebacs

representa más del 100% del presupuesto

de 3 de cada 4 provincias argentinas

Observatorio de Políticas Públicas
Módulo de Economía
UNDAV UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

ENDEUDAMIENTO DE CORTO PLAZO

Por la política monetaria de endeudamiento con LEBACS, ya se pagaron intereses por más de 4 puntos del PBI.

Resumen ejecutivo:

- El programa de metas de inflación sigue sin dar resultados concretos habiendo transcurrido un año y medio de su implementación.
- Si bien el Banco Central mantiene la tasa de interés extraordinariamente alta, con el propósito de eliminar las expectativas de inflación de demanda, los aumentos en los precios regulados, la inflación de costos y la inercia inflacionaria impiden que la dispersión de precios se reduzca al nivel objetivo del 17% como tope.
- La utilización de la política monetaria contractiva como única herramienta para disminuir las variaciones de precios, tiene efectos de corto y de largo plazo.
- Entre las primeras, se cuenta el impacto sobre la actividad interna, en especial sobre aquellas industrias que no cuentan con una holgura amplia como para autofinanciarse y autonomizarse de la pérdida de competitividad por costos financieros.
- Entre las repercusiones de largo plazo se considerala afectación a la posición patrimonial del Banco Central y los problemas que implica el endeudamientoexponencial experimentado porla institución monetaria rectora, conocido típicamente como “déficit cuasifiscal”.
- Otro costo asociado al esquema de astringencia monetaria es la pesada mochila financiera, cuando el proceso se extiende en el tiempo, la deuda en instrumentos de corto plazo conlleva el riesgo de que, dada la voracidad del mercado por las altas tasas de interés, se genere un efecto de “bola de nieve” cada vez más difícil de frenar.
- En el presente análisis realizamos una estimación del peso financiero de los intereses por “quemar” dinero en circulación: sólo en lo que va de

2017 se destinaron al pago de intereses por LEBACS más de $66.000 millones.

- Tal monto de intereses implica para este año una estimación (conservadora) de más de $150.000 millones. Esto es, más de 3,3 puntos del Producto Bruto, proyectado a valores de fines de 2017. El número trepa a más de 4% del PBI si se acumula 2016.
- En términos reales, los fondos aplicados al pago de intereses en los primeros cinco meses del año, son representativos del valor de más de 500 escuelas públicas, 4.500 jardines públicos, y más de 10 millones de netbooks de Conectar Igualdad, entre otros.
- Con todo, se señala la necesidad de seguir de cerca la sustentabilidad del proceso de endeudamiento del Banco Central y sus altos costos asociados, en una evaluación conjunta con el desarrollo de la deuda del Tesoro Nacional que, sólo en 2017, ya consolida más de U$S 20.000 millones.

Introducción

El sesgo contractivo de la política monetaria ya lleva más de un año y medio de vigencia. La tasa de interés de referencia, dada por el centro del corredor de pases a siete días, se sitúa actualmente en el 26,25%.El sostenimiento de tasas de interés por sobre el nivel acorde para fomentar la actividad interna, surge como producto de la evaluación del Banco Central sobre las causales monetarias de la inflación.La decisión de implementar un esquema de metas de inflación y la evaluación de que la tasa de interés es el único instrumento necesario para converger a un equilibrio de inflación baja, tiene sus costos en términos de deuda.Ocurre que el Banco Central debe recurrir a instrumentos de corto plazo para incentivar a los agentes –típicamente a los grandes jugadores- a que se mantengan a plazo en moneda local y coadyuven al "enfriamiento de la economía".Siendo la baja de la inflación el único objetivo por el cual el BCRA busca ser evaluado, los resultados no son auspiciosos: la inflación anual abril 2016-2017 alcanza el 27,5% según el IPC del Indec y supera el 29,4% para el instituto de estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires. Por su parte, las expectativas de mercado gravitan en el orden del 22,5% para los 12 meses venideros. Por otro lado, la "huella" que deja la autoridad monetaria con su accionar se acrecienta mes a mes ya que el peso de la mochila de intereses a pagar tiene un importante efecto de arrastre.

El riesgo de este esquema es que la espiralización de los vencimientos redunde en una creciente insustentabilidad en la hoja de balance del BCRA. Un escenario posible ante la tendencia exponencial en el crecimiento de la deuda en LEBACS sería el canje compulsivo de estos papeles de corto plazo por instrumentos del Tesoro de mediano y largo plazo, con la consecuente afectación sobre la credibilidad del programa antiinflacionario. Sin llegar a tal extremo, es difícil imaginar un escenario donde la entidad monetaria rectora pueda desarmar posiciones en pesos evitando una expansión monetaria y una creciente dolarización de carteras. En todo caso, la dependencia sobre un único instrumento para atacar el alza sostenida de precios redunda en un fenómeno de "manta corta" sobre el resto de las variables monetarias de la economía.

La presente infografía busca realizar un ejercicio cuantitativo de medición aproximada de los costos de implementar el programa de metas de inflación a partir de la emisión de deuda de corto plazo, mayormente en LEBACS, así como sus riesgos asociados. En primer lugar, se caracteriza el proceso de asistencia del BCRA al Tesoro a partir de incurrir en un esquema de "déficit cuasifiscal". Posteriormente se calcula el peso actual, acumulado, y proyectado de la deuda en pesos por LEBACS, comparándola con diferentes variables de la economía. También se amplía el análisis de deuda ampliando el espectro, a partir de incluir los instrumentos del Tesoro Nacional, tanto en pesos como en moneda extranjera. Por último, se realiza un incipiente análisis sobre el incipiente proceso de dolarización que empieza a observarse en nuestra economía. Se cierra el informe con breves conclusiones y un esbozo de las perspectivas para los próximos meses.

Un arma de doble filo.

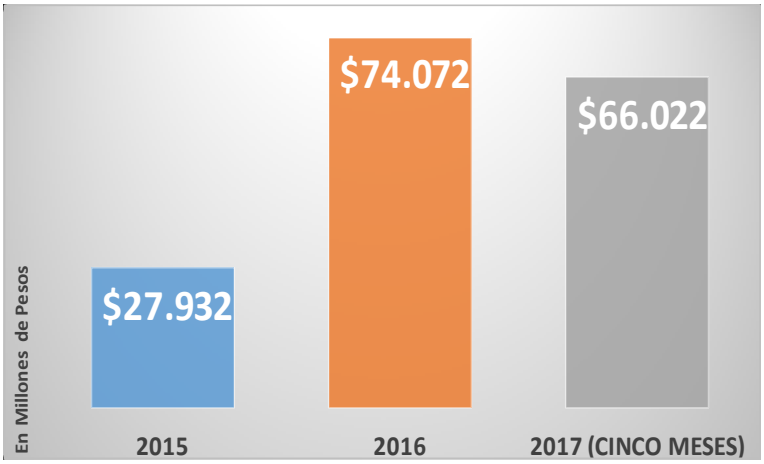
El proceso de endeudamiento del BCRA mediante las letras del estado nacional y los pases pasivos, es parte de un esquema de deuda mucho más amplio que incluye las letras del Tesoro Nacional, la deuda externa en dólares, la deuda de las provincias y la deuda de los entes privados, ya que constituyen un monto de capital e intereses pagaderos en el corto, mediano y largo plazo. De los 20.964 millones de dólares de deuda en moneda extranjera correspondientes al año en curso, el 74,5% la concentra el Estado Nacional (15.615 millones USD), 13,4% las provincias (2.810 millones USD) y el 12,1% restante el sector público (USD 2.539 millones). Entonces el total de deuda externa convertida a pesos con un tipo de cambio de $15,85, harían un total de $332.279 mil millones de pesos, que sumado a la deuda en LEBACS y pases ($957.245 millones), arrojan un total de $1.289,5 billones de pesos (o el equivalente en dólares al mismo tipo de cambio considerado anteriormente de USD 81.358 millones).

Si tomamos en cuenta el PBI medido a pesos corrientes del año 2016 de 805 billones de pesos, observaremos que el total de la deuda externa tanto pública como privada, así como la deuda interna en letras del tesoro nacional, LEBACS y pases, equivale a 1,6 veces dicho PBI.

El stock licitado de LEBACS para finales de 2015 terminó en 673,5 mil millones de pesos, con pagos de intereses por 83,9 mil millones de pesos anuales. Para fines de 2016, el monto licitado se incrementaba 424% (3.527 mil millones de pesos), mientras que los intereses alcanzaban la suma de 172,9 mil millones de pesos anuales, 106% de aumento. Contando con los cinco primeros meses de 2017, es posible estimar el comportamiento de dicho año. Como se desprende del gráfico a continuación, si comparamos de enero a mayo acumulado el pago de intereses en cada año, tendremos un incremento del 165% de aumento entre 2015 y 2016, y del 136% entre 2015 y 2017.

Intereses pagados por LEBACS del BCRA

(En millones de pesos)



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA

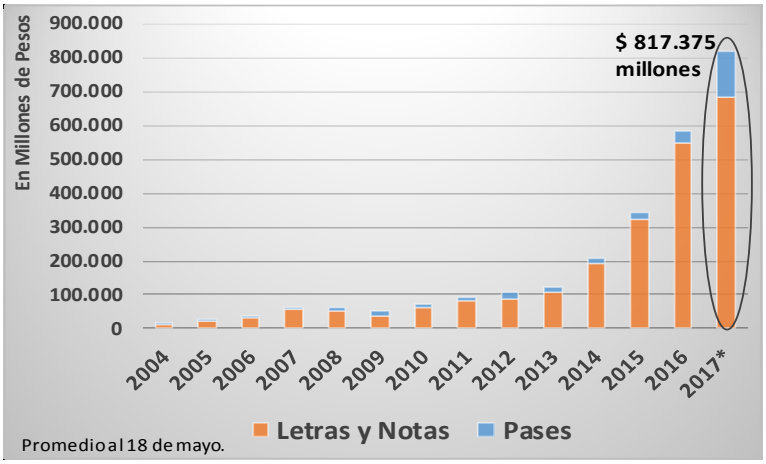
El mecanismo que eligió el Banco Central para sacar pesos de la economía y combatir la inflación en los últimos días son los "pases pasivos", que vienen desde fines de enero marcando una tendencia en la definición de la tasa de referencia de la economía y como elemento de absorción de dinero de la economía. Es que en los primeros diez días de enero el promedio de pases del BCRA era de 38 millones diarios. El 11 de enero, el Banco Central hizo más atractiva la tasa de interés de los pases pasivos a 7 días, que son las colocaciones que realizan los bancos en una cuenta del organismo oficial. Para esto, decidió mantenerla sin cambios (en el 24,75% anual, sin contar impuestos) a pesar de que, al mismo tiempo, convalidaba una fuerte baja (de más de un punto porcentual) en el rendimiento de las Lebac (23,50% a casi un mes). El incremento entre el 11 y 12 de enero en los pases fue cercano al 100%

(pasó de 33.647,11 millones a 66.162,97 millones), llegando a principios de la segunda quincena del mes de mayo a 12.247.310 millones de pesos acumulados de pases (representando un quinto de las letras y notas acumuladas al mismo periodo).

La mayor parte de las colocaciones se hicieron, como sucedió siempre, a sólo un día de plazo (que pagan una tasa del 22,75%). Pero un 10% ya empezó a concentrarse volumen en el plazo de los 7 días.

Saldos promedios diarios del BCRA de corto plazo (Pases y LEBACS)

(En millones de pesos)



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA

La inversión financiera es entonces la contraposición de la inversión productiva, pero no mutuamente excluyentes. Los instrumentos financieros emitidos por los gobiernos y sus respectivos Bancos Centrales, pueden resultar una herramienta útil a la hora de conseguir financiamiento con el fin de realizar inversiones sociales de carácter productivo (infraestructuras, incentivar el consumo, planes sociales y transferencias, encarar obras de gran magnitud, etc.).

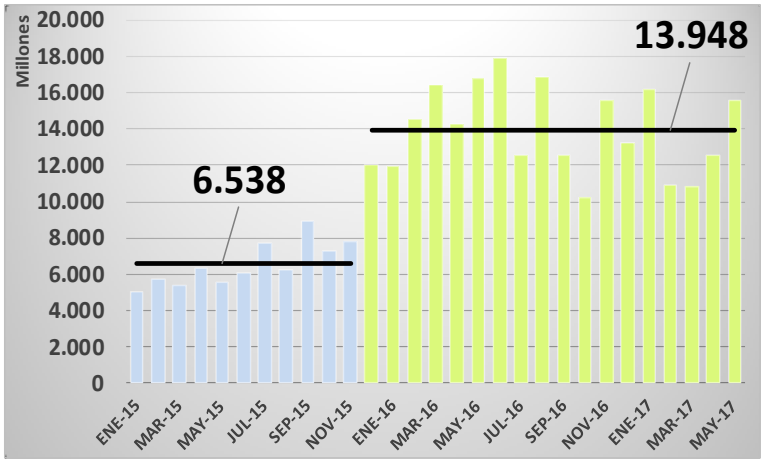
Y es que a partir del cambio de gobierno se observa un incremento en el atractivo negocio de la compra de letras del Banco Central (LEBAC) por las altas tasas que éstas inicialmente ofrecían, muy por encima de los plazos fijos y similares. Utilizado por un lado como instrumento de estabilización monetaria y por el otro para evitar la fuga masiva de divisas desde el BCRA a los particulares. Parece ser que el negocio de subir y bajar las tasas se le ha

escapado de las manos a la autoridad bancaria, ya que, ante intentos de reducción de la tasa de referencia, la fuga de dólares se incrementó, al mismo tiempo que la inflación, motorizada por los tarifazos, volvió a crecer.

Siendo un negocio financiero de alto rendimiento y con pocos riesgos, tiene sus efectos adversos en la economía real. Los acreedores (mayormente provenientes del exterior), cambian sus dólares por pesos para comprar LEBACS, y contando con un dólar relativamente estable, a partir del día 36 pueden cobrar los intereses y la suma invertida, volver a cambiarlos en dólares y llevarse una ganancia. Hasta aquí solo vemos un simple pase de manos y transcurso de tiempo. Se puede hablar del riesgo que se corre por ese transcurso del tiempo, pero el mismo es mínimo o se puede disminuir, por ejemplo comprando instrumentos de dólar futuro (carrytrade cubierto) o aprovechando el diferencial de tasas de las diferentes monedas , sin cobertura de riesgo cambiario, que podría implementarse mediante el financiamiento en la moneda extranjera a la tasa de interés internacional (LIBOR), la posterior venta de los dólares en el mercado de cambios y la compra de instrumentos en moneda local. Al fin del plazo de inversión en dicho instrumento, se vuelve al mercado cambiario para obtener nuevamente la divisa de origen. Toda la inversión que va como negocio financiero es igual a la inversión que no se destina a la economía real. Y más aún, aquella inversión financiera tiene un costo para el Estado (intereses), que es dinero que no se destina a infraestructura, construcción, consumo, creación de empleo, etc.

Intereses por LEBACS

(En millones de pesos)



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA

Cuando se quiebra el equilibrio invisible, pero muy delgado entre la economía especulativa y la economía real, se producen las ya conocidas "bicicletas financieras". Este proceso rentístico basado en el negocio de la especulación y alentado por ciertas políticas monetarias, cambiarias y económicas de parte del gobierno, aleja los capitales productivos a capitales financieros, desfinanciando no solo la industria nacional, sino dejando a la economía en una frágil situación, donde los crecientes intereses a pagar por cada emisión de deuda pública, precipitan nuevas emisiones, generando un espiral de endeudamiento, que con el correr de los años, se vuelve cíclico e imparable.

Es preciso señalar todas aquellas inversiones que se podrían haber realizado con los montos equivalentes al pago de intereses de los primeros cinco meses del año que corre (un aproximado de 66 mil millones de pesos). Para realizar dicho análisis se dividió los posibles destinos en cinco grupos de inversiones: Educación e Investigación; Salud y Atención Médica; Transporte, Infraestructura y Comunicaciones; Jubilaciones, Pensiones y Asignaciones Familiares; y Vivienda y Urbanización.

- **Educación e Investigación:** se podrían haber construido 528 escuelas públicas totalmente equipadas de 5 mil metros cuadrados cada una con un costo unitario de 125 millones de pesos; 4.547 jardines de infantes de 3 mil metros cuadrados totalmente equipados cada uno con un costo unitario de 14,5 millones de pesos; se podrían haber entregado 73.357.468 planes PROGRESAR (con un estimado de un millón de beneficiarios, por año, alcanzaría para 73 años del programa); 10.380.773 netbooks del plan CONECTAR IGUALDAD (con 600 mil beneficiarios por año, alcanzaría para suplir el programa por 17 años); 24,45 veces el presupuesto total por año del CONICET (teniendo en cuenta el presupuesto 2017).
- **Salud y Atención Médica**: se podrían construir 110 hospitales de alta complejidad, totalmente equipados con 10 quirófanos, maternidad, neonatología, cuidados intensivos, centro de diagnósticos con resonadores, dos tomógrafos de última tecnología y un angiógrafo y más de 500 camas (cada uno con un costo aproximado de 600 millones de pesos); 155 hospitales de complejidad media con 300 camas y 21 mil metros cuadrados

(con un costo unitario de 425 millones de pesos); es equivalente a 15 veces el presupuesto para 2017 del Hospital Garrahan; 18 veces el monto que el Ministerio de Salud destina a la Prevención y Control de Enfermedades Inmunoprevenibles (3.480 millones de pesos); o al doble de lo que destina el PAMI para la adquisición de medicamentos en un año (30 mil millones de pesos).

- **Transporte, Infraestructura y Comunicaciones**: 8.756 kilómetros de rutas (7,54 millones de pesos por kilómetro); 22 veces el presupuesto destinado a la formulación y ejecución de políticas de transporte aerocomercial (es el monto destinado a Aerolíneas Argentinas 3 mil millones de pesos); adquisición de 4.401 unidades ferroviarias de 8 vagones cada una (con un costo unitario de 15 millones de pesos); 26 veces el presupuesto ofrecido por el Estado Nacional al Futbol Para Todos (2.500 millones de pesos); 15 veces el presupuesto total de la construcción y puesta en órbita del satélite ARSAT 1 (4.279 millones de pesos); 4.165 kilómetros de vías ferroviarias (15,85 millones por kilómetro).
- **Jubilaciones, Pensiones y Asignaciones Familiares:** equivale a la mitad del presupuesto total para gastos corrientes y de capital del INSTITUTO NACIONAL DE SERVICIOS PARA JUBILADOS Y PENSIONADOS para el ejercicio 2017 (116 mil millones de pesos); a 53 millones de asignaciones universales por hijos; 10,4 millones de jubilaciones mínimas; 5,5 millones de jubilaciones medias; 1,4 millones de jubilaciones máximas.
- **Vivienda y Urbanización:** según el presidente Mauricio Macri, para urbanizar las villas de la Capital Federal harían falta una inversión de 2 mil millones de pesos, por lo que lo destinado al pago de intereses de LEBACS equivale a 33 veces dicho monto; se podrían construir 114.303 viviendas sociales de 50 metros cuadrados cada una; otorgamiento de 44 mil créditos hipotecarios del plan PROCREAR de 1,5 millones de pesos cada uno para la construcción de viviendas; 59.419 kilómetros de cloacas y 17.345 kilómetros de cableado eléctrico de alta tensión.

La fragilidad del esquema de endeudamiento en dólares para financiar los déficits gemelos, pagar deuda vieja con deuda nueva y soportar la fuga de capitales, se consolida si se tiene en cuenta el endeudamiento en pesos

mediante el negocio de los pases y las LEBACS. Con un proceso de atraso cambiario (teniendo en cuenta que en los últimos doce meses el valor de la moneda foránea varió entre el 8 y 10% mientras que la inflación fue superior al 40%), es razonable pensar que el valor de dólar se incremente antes de las próximas elecciones legislativas. La presión de sectores exportadores como el agroexportador o el automotor, empuja para arriba el precio de la divisa norteamericana, sumada a condiciones externas, como fue el reciente llamado "el Efecto Temer" (la crisis institucional, política, económica y social sumado a escándalos de corrupción en el país vecino), incrementó la cotización de un día para otro a $16,27 (36 centavos).

El "*Temergate*" no fue el primer shock externo al que estuvo expuesto la divisa estadounidense, también se enfrentó al Brexit y el triunfo de Donald Trump, a diferencia de que el primero puso un fuerte freno a las operaciones de "carrytrade", como se conoce a la operación por medio de la que los inversores buscan una rentabilidad a través de la venta de dólares, para luego colocar activos como LEBACS, cuyo rendimiento es convertido a dólares después de un plazo determinado pero que supone un tipo de cambio estable.

En un escenario de incertidumbre regional respecto a Brasil y en un año electoral, con los precios de los commodities sin repuntar, la presión del dólar hacia arriba es constante. Los esfuerzos del Central por mostrar estabilidad a duras penas consiguen resistir las embestidas de la coyuntura. Con el creciente negocio financiero de las LEBACS y las tasas activas de los pases ofrecidos por la autoridad monetaria, son preocupantes los sucesivos incrementos del valor de la divisa foránea, ya que trae consigo una eventual pérdida de confianza de los poseedores de dichos instrumentos y una eventual escapada al dólar, favorecida por un plazo relativamente corto de 35 días para pasar de mano en mano el negocio financiero.

Si analizamos la evolución de los depósitos y los préstamos en dólares, notaremos un extraordinario incremento no solo en los depósitos, sino que también en los préstamos. Entre abril de 2015 a mismo mes del 2017, los préstamos en dólares aumentaron 172% y los depósitos 211%. Como puede verse en el siguiente gráfico, existe una tendencia continuada hasta diciembre de 2015, donde se produce un doble fenómeno: por un lado, una caída de los

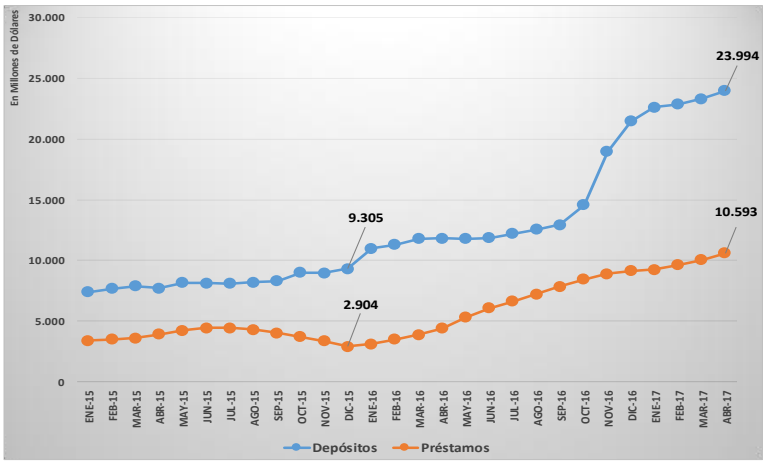
préstamos en dólar impulsados por el incremento en el tipo de cambio y por el otro un aumento en los depósitos, por la dolarización de los ahorros como forma de protegerse ante cambios bruscos del contexto económico y una elevada inflación. Usualmente los préstamos son aproximadamente la mitad de los depósitos. En los meses de noviembre 2015 a abril 2016 (cuando se produce la quita de los controles cambiarios y eventual devaluación que incrementa el tipo de cambio encima del 40%) esta relación cae a Préstamos/Depósitos = 0,30, por una fuerte caída en los préstamos en dólares, principalmente en los descuentos por documentos y tarjetas de créditos.

Ésta misma relación se vuelve a dar en el mes de enero de 2016 hasta la actualidad, cuando el tipo de cambio supera los $16, provocando un menor crecimiento en los préstamos y una mayor dolarización de los depósitos. Como puede observarse, cada vez que se producen saltos en el valor del tipo de cambio, esta brecha se acrecienta aún más, lo que en otras palabras quiere decir que los bancos prestan menos dólares y en consecuencia los instrumentos elegidos por los ahorristas o inversionistas para resguardar el valor del dinero es el dólar. Ante un shock que empuje hacia arriba a la divisa foránea (ya sea por alguno de los motivos vistos anteriormente), y que no pueda ser depurado por la autoridad monetaria, se corre el riesgo de una corrida masiva de las LEBACS a los depósitos en dólares y posterior fuga de capitales.

Actualmente la suma entre LEBACS y pases pasivos es de $957 billones. Si consideramos un escenario con un tipo de cambio a $16,50 como disparador de una corrida al dólar, y que todas las LEBACS puedan ser exigidas en un mismo momento, la compra de dólares se estimaría en 58 billones de dólares, superando las reservas actuales en 10 billones (las reservas actualmente se encuentran cercanas a 48,4 billones de dólares). Teniendo en cuenta que en 2016 el Gobierno Nacional se endeudó en dólares por 53 billones de dólares y que para 2017, según el presupuesto se tomarán 60 billones más, la deuda en 24 meses se habrá incrementado 110 billones de dólares, la corrida hacia el dólar enciende las alarmas.

Evolución de préstamos y depósitos del sector privado

(Promedio mensual en millones de pesos)



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA

Una escapada hacia los dólares de esa magnitud puede dilapidar las reservas del BCRA, dejando en aprietos al mismo a la hora de pagar los intereses de la deuda externa. Con el valor de las exportaciones cayendo, las importaciones creciendo y los pasivos en divisa extranjera incrementándose, resulta bastante peligroso para la estabilidad monetaria seguir alimentando el negocio especulativo, menos en un año electoral.