

INFOGRAFÍA

DEUDA A CORTO PLAZO

En menos de la mitad del año 2019, se pagaron intereses de Leliqs por el equivalente a un 115% del presupuesto nacional anual para la Salud.



Autoridades
UNIVERSIDAD NACIONAL
DE AVELLANEDA

RECTOR
Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA DE INVESTIGACIÓN
Y VINCULACIÓN TECNOLÓGICA E
INSTITUCIONAL.

A cargo de la Coordinación del
Observatorio de Políticas Públicas

Dra. Patricia Domench

COORDINADOR
Módulo Política Económica
Mg. Santiago Fraschina

RESUMEN GENERAL

- En 2018 se abandonó el esquema de metas de inflación, que fue el sistema rector de la política monetaria durante dos años.
- Su desgaste se explica por distintas causas, entre las que se destaca la sistemática brecha entre objetivos y resultados, la insustentabilidad de la evolución del instrumento monetario (las Lebac) y el evidente fracaso en reducir la inflación.
- Claro que discontinuar el régimen anterior no fue inocuo. Las consecuencias de la implosión implicaron una caída de reservas por más de U\$S 15.000 millones (previo al acuerdo con el FMI).
- Por otro lado, el desbarajuste macroeconómico llevó a la actual administración a hacer una apuesta fuerte para ponerle un torniquete al canal financiero, aún al costo de profundizar la recesión que había comenzado en el segundo cuatrimestre.
- En ese marco, el nuevo sistema de control de agregados propuso un manejo monetarista convencional de restricción en la emisión de billetes. La característica diferencial es que se partía de una base exorbitante de tasa de interés. Niveles tan altos que triplicaban al siguiente país en el ranking mundial.
- Si bien la misma se fue reduciendo conforme la volatilidad de la economía se redujo, desde octubre a la fecha, el BCRA sigue avanzando con extrema prudencia para evitar recalentar el mercado cambiario. La tasa de interés local sigue siendo más del doble de la del segundo país en el ranking mundial, y sólo bajó 8 puntos porcentuales desde el techo de 74%.
- La contracara de este proceso es una ganancia superlativa para los bancos. El costo de estabilizar la macro es una transferencia de recursos fenomenal desde el BCRA al sistema bancario.
- En este documento, proponemos un análisis de los primeros 250 días de implementación del nuevo régimen monetario. A tales fines, estudiamos la evolución del stock, la dinámica de las colocaciones diarias, los aumentos de intereses pagados y la trayectoria de tasas de interés, entre otras variables financieras.
- En resumen, los números ilustran la exponencial evolución del instrumento de política monetaria, las Leliqs. En menos de nueve meses, la deuda por este título de deuda a 7 días creció un 161%, posicionándose en el orden de los \$1.121.000 millones.
- La aceleración del crecimiento de este instrumento es tal que ya se renuevan un promedio de \$227.000 por semana. Un 237% más que al inicio del régimen. Esto continuamente suma presión sobre la hoja de balance del BCRA.
- Si bien la tasa se redujo levemente, los intereses se siguen acumulando cada día. En menos de cuatro meses, ya se pagaron intereses por casi \$360.000 millones para los bancos.
- Si comparamos esta masa de recursos pagada al capital financiero contra diferentes medidas de ingresos para los sectores populares, se tiene que los intereses pagados por un mes de Leliqs equivalen a 5,1 millones de salarios mínimos, 6,1 millones de jubilaciones mínimas y 24,1 millones de AUH.
- Asimismo, los casi \$360.000 millones pagados a los bancos en intereses pagados desde octubre, superan largamente los presupuestos asignados para programas sociales de relevancia. Por caso, por cada \$100 pagados de intereses de Leliqs, se tiene un presupuesto de \$12,9 para Ciencia y Técnica, de \$6,8 para agua y alcantarillado, de \$3,52 para políticas de vacunación, de \$3,5 para políticas alimentarias, de \$2,5 para industria y de 25 centavos para construcción de jardines, entre otros.
- Con todo, al primer cuatrimestre la rentabilidad del sistema financiero

ya aumenta un 13,2% por sobre la inflación general.

INTRODUCCIÓN.

Las finanzas nacionales, aunque estabilizadas, siguen con las defensas bajas. Después de semanas donde se entró en un cono de sombras cada vez más oscuro, la cotización del dólar y el riesgo país lucen calmos. Pero el riesgo de otra burbuja a punto de estallar persiste, y la estabilidad no se sostiene sobre bases sólidas.

A pesar de la relativa estabilidad de las últimas, los ratios del balance del BCRA y el presupuesto del Tesoro Nacional no permiten apagar las alarmas del todo. En primer lugar, detrás de la contención del dólar está el resurgimiento del carry trade como conducta inversora y especulativa, pero esta vez de una manera más fuerte y persistente: las tasas de interés en torno al 68% parecen haber llegado para quedarse. Un simple plazo fijo on line rinde casi un 52% anual, mientras el stock de Leliq en manos de los bancos no para de crecer. Así, la apuesta del gobierno es jugarse todo a la estabilidad cambiaria, hasta que se aplaque el humor de los inversores y se vuelva a reactivar la economía por esa vía. Pero el costo de la apuesta luce muy alto: las altas tasas ahogan la financiación de inversiones y el consumo. Todos los números de la economía están en rojo. Los préstamos al sector privado, por ejemplo, ya caen arriba del 20% en términos reales. Si la situación no se revierte, los problemas para el gobierno aflorarán por otro lado, aún con el dólar planchado. Tal como viene sucediendo. Y si la crisis de la economía real se profundiza, tarde o temprano tendrá impacto en la situación financiera, más teniendo en cuenta que

estamos en un año electoral.

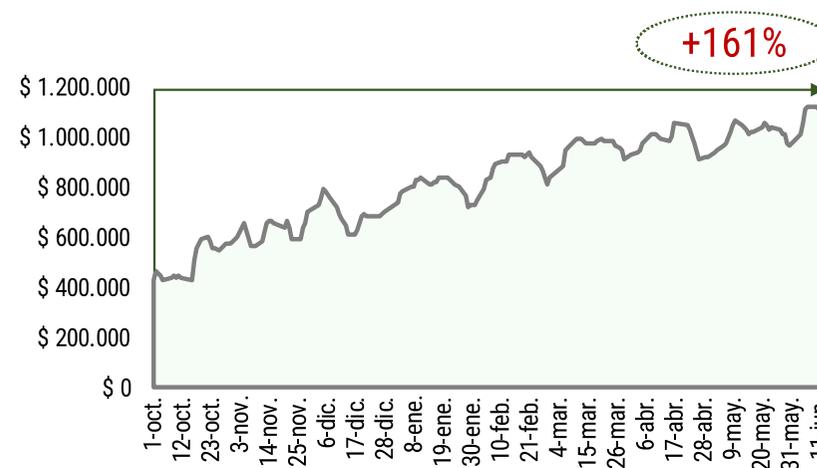
Asimismo, las altas tasas van acrecentando el stock de inversiones en moneda local, de muy corto plazo para correrse hacia el dólar y la inflación no cede, resurgiendo el problema del atraso cambiario. Si bien los grandes fondos de inversión evalúan convenientemente el retorno de la bicicleta financiera, el riesgo de una corrida cambiaria de magnitud no ha cesado, más aún considerando el tráfico de información y las asimetrías existentes que llevan a un comportamiento en manda de los inversores importantes. Por el acuerdo con el Fondo, los dólares de las reservas tienen como prioridad el pago de la deuda externa. En materia financiera, además, el stock de depósitos en dólares supera los 32.000 millones, una variable crítica si escasea la confianza. En cuanto la situación del Tesoro, tampoco han cesado las alertas. La presión por la renovación de las Letes en dólares va a seguir existiendo. Por otra parte, la recesión hace que la recaudación suba a un ritmo menor a la inflación, lo que compromete el objetivo de déficit primario cero en el programa financiero del gobierno. Además, el pago de intereses de la deuda pública termina de empantanar la situación. Por ahora, solo el espaldarazo del FMI permite obtener el financiamiento foráneo para afrontar los vencimientos de la deuda, y seguramente el gobierno deba estar alejado por un tiempo de los mercados internacionales de crédito. Para este año, las necesidades de financiamiento de intereses,

capital y Plan Gas 2017, alcanzarán los 28.500 millones de dólares, de los cuales el FMI financiará casi el 80%. El próximo año, el programa financiero supone una necesidad de financiamiento del sector privado doméstico, incluyendo refinanciaciones, de USD.

CRECE LA BOLA DE NIEVE DE LAS LELIQS

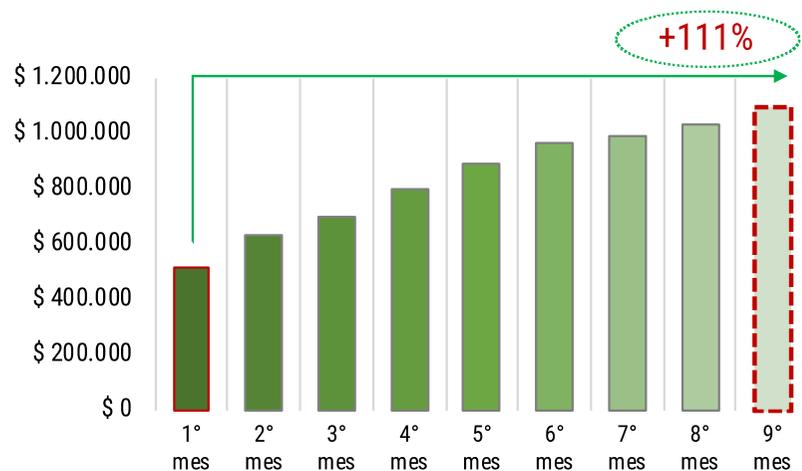
La política llevada adelante por el BCRA desde octubre, luego de cerrar el segundo acuerdo con el FMI y de implementar un programa de agregados monetarios, fue desarmando a su vez el esquema de absorción de base monetaria utilizado hasta el momento a través de las Lebac pero paulatinamente y a ritmo acelerado fue levantando otro con un instrumento diferente pero no por eso menor perjudicial para el sistema financiero: las Letras de Liquidés (Leliqs). A partir de entonces las Leliqs se convirtieron en el instrumento estrella del BCRA, que a diferencia de las Lebac, pueden ser adquiridas únicamente por los bancos comerciales y aparecen como un instrumento financiero de cortísimo plazo, un vencimiento a los 7 días. Con lo cual su crecimiento marcó un ritmo aún más dinámica que en el caso de las Lebac al punto que al 12 de junio el stock es de unos 1,1 billones de pesos (1,1 millón de millones), lo cual ya representa el 85% de la base monetaria cuando en septiembre promediaba el 26%. Desde octubre el stock de Leliqs creció en un 161%.

STOCK DE DEUDA EN LELIQS (en millones de \$ corrientes)

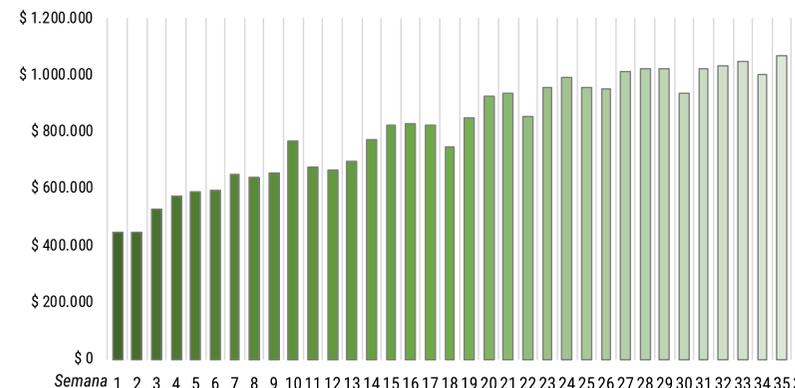


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

STOCK PROMEDIO MENSUAL (en millones de \$ corrientes)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

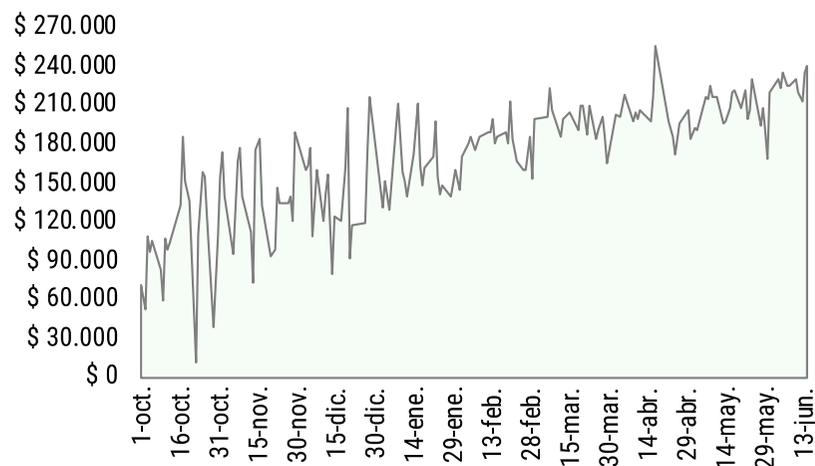


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

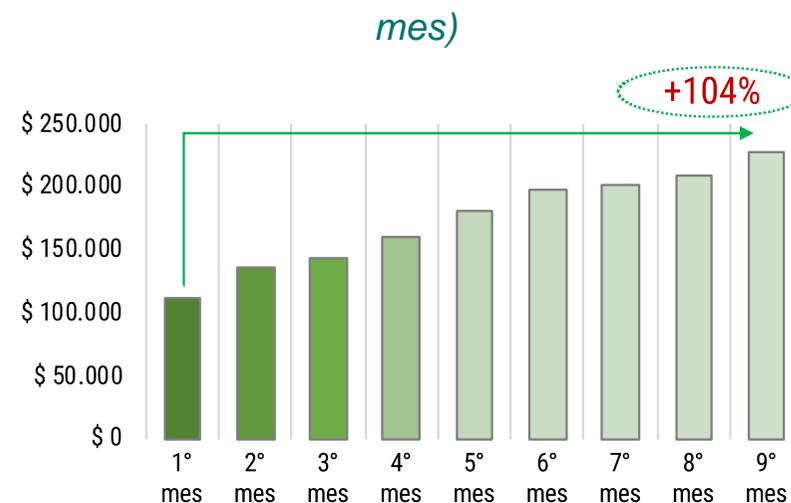
El crecimiento del stock puede advertirse en el aumento diario en la colocación de Leliqs. Se observa que en promedio en octubre del 2018 el promedio diario de colocación de Leliq alcanzaba los 107 mil millones de pesos. La necesidad de colocación de Letras de Liquidación fue aumentando como forma de mantener constante la cantidad de base monetaria en la economía (en línea con el cambio en los objetivos de la política monetaria llevada adelante desde octubre del 2018, tras el segundo acuerdo con el Fondo Monetario). En junio (al día 14) el promedio de colocaciones diarias ascendió a 227 mil millones, lo que implica un crecimiento del 112% con respecto a octubre.

STOCK PROMEDIO SEMANAL (en millones de \$ corrientes)

LICITACIONES DIARIAS DE LELIQS (en millones de \$ corrientes)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

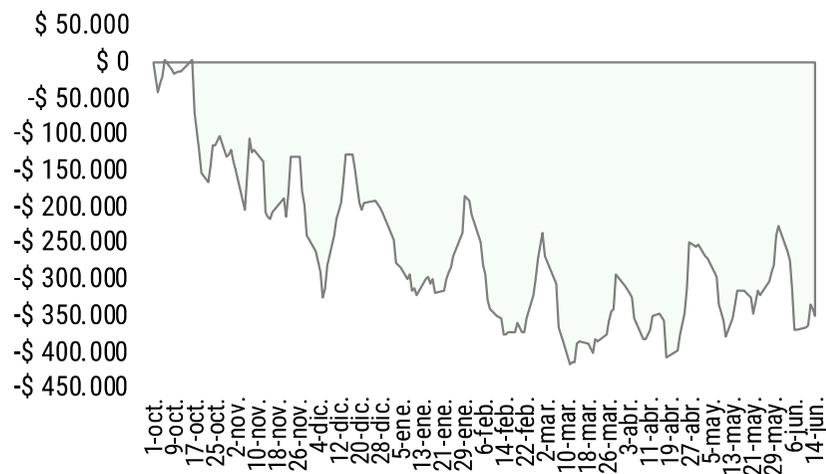
COLOCACIONES DE LELIQS

(en millones de \$ corrientes, promedio a cada

Teniendo en cuenta el diferencial entre los vencimientos a cada fecha del instrumento utilizado por el BCRA y las nuevas colocaciones, se obtiene el efecto monetario. Esto es el resultado sobre la base monetaria que en cada vencimiento y renovación va surtiendo las operaciones con Leliqs. Debido a que el stock de Leliqs aumenta aceleradamente, y que lo hace por encima del crecimiento que representa el pago de la tasa de interés, el efecto sobre la base monetaria es contractivo. Con lo cual, ya se llevan absorbidos alrededor de \$ 360 mil millones en 9 meses. Una parte de dicha absorción permitió evitar que el desarme de las Lebacs se vaya a dólares. Sin embargo, la absorción monetaria se observa que se ha detenido alrededor de esta cifra ya desde marzo, lo cual indica que lo

que se busca es mantener la base monetaria constante (o bien, no reducirla aún más).

EFFECTO MONETARIO DE LELIQS (en millones de \$ corrientes)

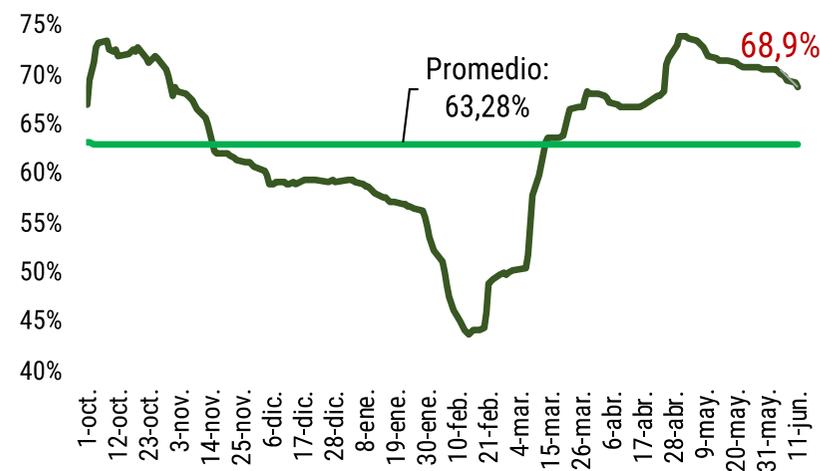


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

La metodología para garantizar el crecimiento de la masa de Leliq es ofrecer una tasa de interés particularmente alta que cubra tanto la ganancia esperada por los bancos así como las expectativas de devaluación, ya que los mismos estarán interesados en una rentabilidad en moneda dura. Con lo cual, la tasa de interés de la política monetaria se ubica en niveles exorbitantes. Entre octubre y junio el promedio de la tasa nominal anual de política monetaria

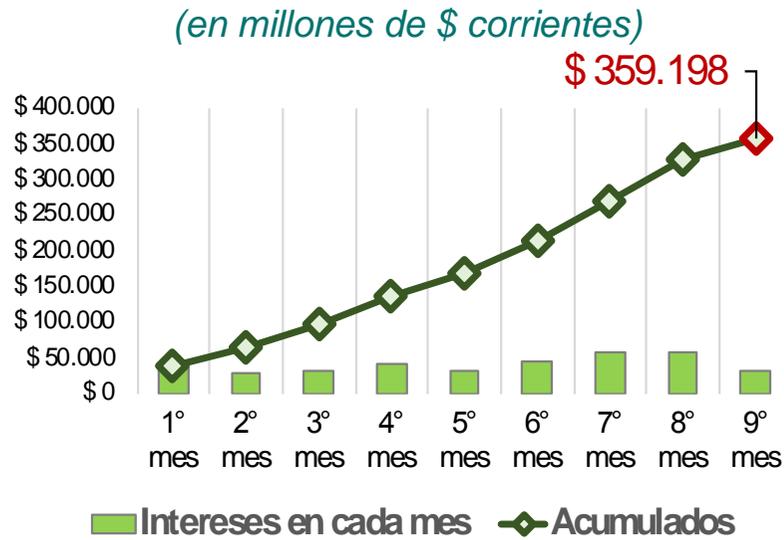
ronda el 63,2%, pero actualmente se ubica en el orden del 68,9%. Una tasa de interés cercana al 70% hace imposible el crecimiento de la actividad productiva e impulsa el negocio financiero especulativo.

TASA DE INTERÉS DE LELIQS (en % de TNA)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

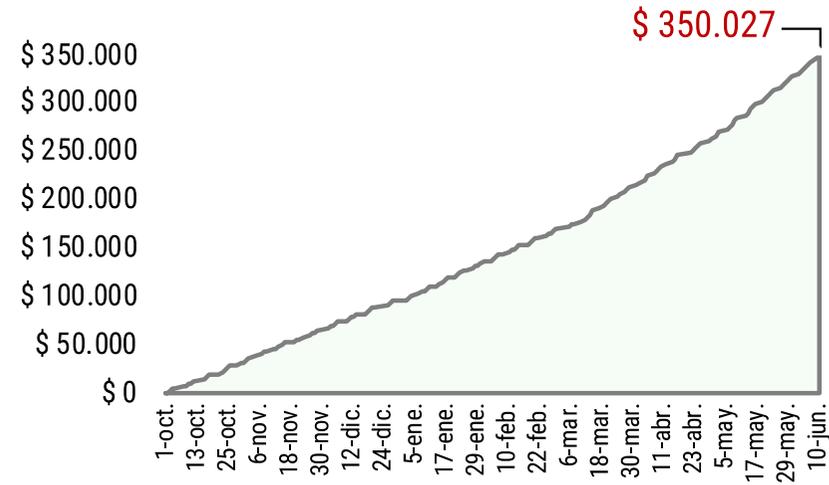
INTERESES PAGADOS POR LELIQS



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

INTERESES PAGADOS DIARIOS ACUMULADOS

(en millones de \$ corrientes)



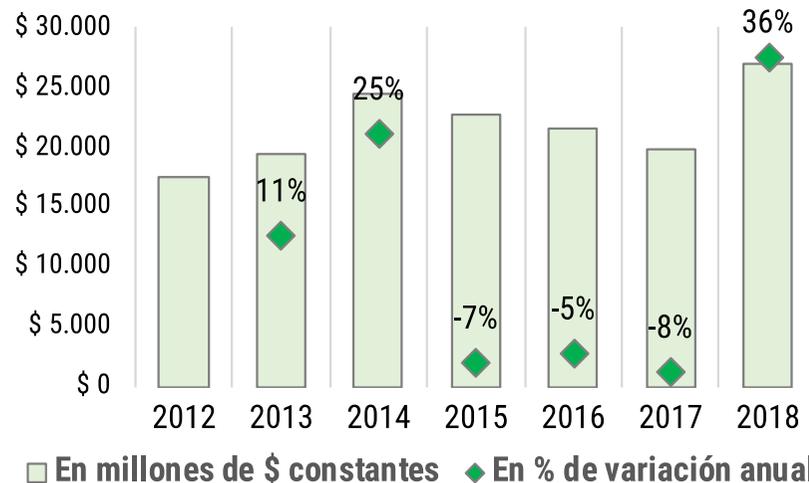
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

LOS QUE NUNCA PIERDEN

La rentabilidad del sistema financiero en los primeros once meses del año 2018 fue de \$154 mil millones. Para lograr una comparación real con años anteriores se procede a ajustar dicho valor por la inflación acumulada en el periodo que se comprende entre 2012 y 2018. En pesos de 2012 la rentabilidad de estos 11 meses fue de \$26.934 millones, que implica un incremento del 36% en relación a la

rentabilidad del sector en el mismo periodo para el año 2017. Tal como se observa en el siguiente gráfico, dicho aumento es el más relevante de la serie.

RENTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO (en miles de millones de \$ y % de variación anual, período enero a noviembre de cada año)

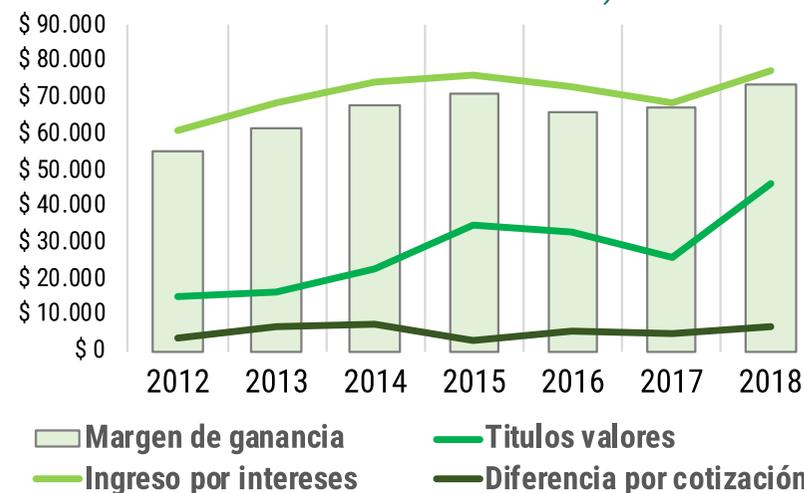


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e IPC-CABA.

Desde el cambio de signo político en la administración nacional se puede observar como se genera un incremento en el margen de ganancia. La explicación de este aumento, que se visualiza mayormente en el último año, se da mayormente por el ingreso de intereses y los títulos valores. En pesos de 2012 el margen de ganancia

del sistema financiero fue de \$73.743 millones en los primeros once meses del 2018.

MARGEN DE GANANCIA, SEGÚN INSTRUMENTO (en miles de millones de \$, período enero a noviembre de cada año)

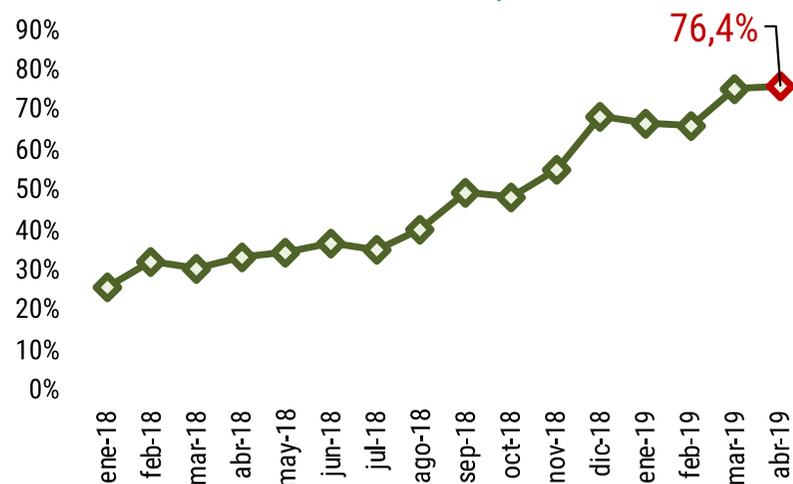


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e IPC-CABA.

En los últimos meses, esta tendencia se viene acelerando. Después de la implementación del nuevo esquema monetario de control de agregados, los márgenes pasaron a crecer significativamente por sobre la inflación. Al último dato conocido, la rentabilidad del sistema ya supera el 13% en términos reales.

MARGEN FINANCIERO

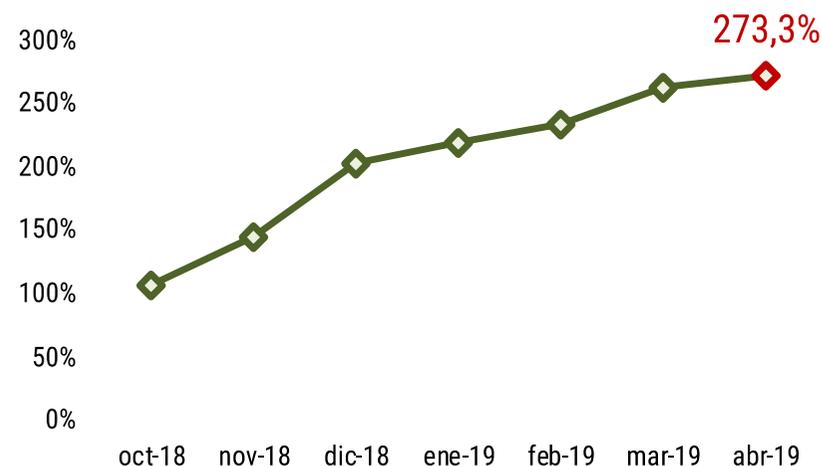
(en % de variación interanual, acumulado últimos doce meses)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e IPC-CABA.

Y OTROS TÍTULOS VALORES

(en % de variación interanual, acumulado últimos doce meses)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e IPC-CABA.

Muy en particular, los resultados financieros derivados del atesoramiento de bancos en Leliqs muestra números exorbitantes. Este efecto, se produce en un doble sentido:

- Aumento del volumen de tenencias de los bancos en este instrumento de corto plazo.
- Aumento en la tasa de interés que pagan las Leliqs

Con todo, al último mes, la rentabilidad del sistema financiero por Leliqs y otros títulos valores ya supera el 270%.

RESULTADOS POR LELIQS