

# El límite monetario

Informe Mensual Septiembre

Jueves 09 de octubre de 2014

**labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

Con la ida de Fábrega se va una de las pocas voces con llegada a CFK que podía funcionar como contrapeso para las ideas de Kicillof. Si bien se trataba de un funcionario de carrera sin peso político propio, al menos le planteaba a la presidenta los riesgos que implicaba el rumbo elegido de la política económica y fue la persona que tomó las medidas necesarias para contener la corrida cambiaria de enero. Más allá de que el nuevo presidente del BCRA (Vanoli) no es de su riñón, el alejamiento de Fábrega es una clara victoria para Kicillof, quien aumenta su poder hacia el interior del Gobierno y su margen de maniobra en materia de la política económica.

En todo caso, la salida de Fábrega es la manifestación más clara de que el margen para el disenso hacia el interior del Gobierno se ha vuelto prácticamente nulo. Si a eso se le agrega un creciente deprecio por el consenso externo (como dejó en claro el tratamiento irregular e intempestivo del nuevo código Civil y Comercial), sólo cabe esperar un Gobierno cada vez más aislado y replegado sobre sí mismo.

Pese a que las primeras señales de Vanoli fueron de relativa moderación (suba de tasas de interés de pasés, fijación de un mínimo para la tasa de los depósitos, mantenimiento del mecanismo del contado con liquidación, etc), se reducen sensiblemente las chances de una corrección cambiaria anticipatoria a la intensificación del drenaje de reservas. Pero sin señales de normalización en el conflicto con los *holdouts*, con la caída en el precio de la soja que resta US\$ 6.500 M a la oferta de divisas del año próximo y una economía que profundizará la recesión, el costo en materia de reservas y empleo más pronto que tarde se volverá insostenible.

En términos monetarios, la aceleración del gasto que tuvo lugar en 2014 vino acompañada de una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria. Dada la inyección

de Pesos realizada para auxiliar al Tesoro y el menor efecto monetario contractivo asociado a la estabilización de las reservas, la desaceleración en el frente monetario sólo fue posible como consecuencia de un fenomenal incremento en el *stock* de letras del Banco Central (LEBAC).

La contención monetaria sin moderar el frente fiscal pudo implementarse en el corto plazo debido a circunstancias muy particulares: el parate crediticio y el mantenimiento del ritmo de crecimiento de los depósitos, que generó un enorme colchón de liquidez en el sistema financiero. Sin embargo, esta estrategia tiene variados costos asociados y no será posible de repetir en 2015.

## Entre el desacato y la salida de Fábrega

Como habíamos mencionado en el Informe Mensual de Julio, **el problema para la economía no era tanto el *default* en sí mismo sino la capacidad del Gobierno para administrar esa situación y morigerar los impactos sobre la economía.** Si bien éramos pesimistas al respecto, **resultaba difícil imaginar una secuencia peor a la que tuvo lugar desde principios de agosto y que culminó con la renuncia forzada de Fábrega a la presidencia del Banco Central.**

Amenaza por cadena nacional de usar la Ley Antiterrorista contra una empresa privada de capitales extranjeros, envío al Congreso de una nueva Ley de Abastecimiento que aumenta los márgenes de intervención discrecional por parte del Estado, baja de las tasas de interés de las LEBAC del BCRA, aceleración en el ritmo de crecimiento del gasto público, aprobación de la Ley de Pago Soberano, creciente tensión diplomática con los EEUU y Alemania, nueva cadena nacional para criticar al juez Griesa y denunciar supuestos intentos de desestabilización, y finalmente la renuncia obligada de Fábrega por las solapadas acusaciones de la presidenta (fogueadas por Kicillof).

**Con la ida de Fábrega se va una de las pocas voces con llegada a CFK que podía funcionar como contrapeso de racionalidad económica para las ideas de Kicillof.** Si bien se trataba de un funcionario de carrera sin peso político propio, **al menos le planteaba a la presidenta los riesgos que implicaba el rumbo elegido de la política económica y fue la persona que tomó las medidas necesarias para contener la corrida cambiaria de enero** (devaluación, suba de tasas de interés y límite a la posición neta en moneda extranjera de los ban-

cos). Asimismo, siempre planteó internamente la necesidad de solucionar el conflicto con los *holdouts* para sortear la escasez de dólares y motorizó la alternativa “bancos privados”, que finalmente dinamitó CFK en la víspera del *default*.

Más allá de que el nuevo presidente del BCRA (Vanoli) no es de su riñón, **el alejamiento de Fábrega es una clara victoria para Kicillof**, quien aumenta su poder hacia el interior del Gobierno y su margen de maniobra en materia de la política económica. De hecho, forzó la renuncia de los dos directores que habían llegado con Fábrega y nombró a una persona de su entorno (Germán Feldman, que ya era Director) al frente de la estratégica Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias<sup>1</sup>. Y además nombró al nuevo director de la Comisión Nacional de Valores (que dejó vacante Vanoli). Con el cambio de presidente del Banco Central, **ca-be esperar un mayor endurecimiento de los controles cambiarios** (probablemente complejizando la mecánica del contado con liquidación) y **una intensificación de las trabas para la operatoria del dólar informal**<sup>2</sup>.

**Además de negar un devaluación, las primeras señales que dio Vanoli fueron de cierta moderación:** subió con fórceps la tasa de interés que los bancos pagan por los depósitos, elevó la tasa de los pases pasivos que los bancos realizan a corto plazo en el BCRA<sup>3</sup>, y mantuvo la operatoria del contado con liquidación (aunque extremando las advertencias a los principales jugadores paralizó las operaciones y pudo bajarlo 9% desde el pico de \$ 15,2 alcanzado el 30-

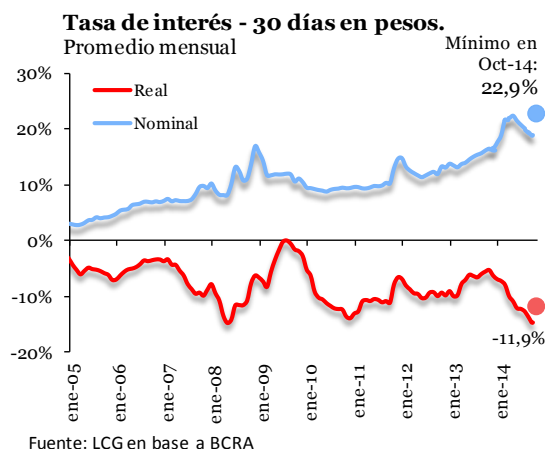
---

<sup>1</sup> Actualmente era el Vice-superintendente; en ese cargo se desempeñaba Cosme Belmonte, que había llegado al Central de la mano de Fábrega.

<sup>2</sup> En todo caso, la señal más clara del rol que tomará el Banco Central es que se designó a Jorge Rodríguez como nuevo Gerente General (en lugar de Juan Carlos Isi, que había llegado con Fábrega): se desempeñaba en la Gerencia de Exterior y Cambios, y es un funcionario de carrera especializado en controles cambiarios.

<sup>3</sup> Se elevó al 14%: era difícil de entender por qué el BCRA la mantenía fija en 9,5% desde nov-09.

sep)<sup>4</sup>. Con tasas de interés pagadas a los depositantes que en términos reales se encontraban en mínimos históricos, Vanoli avanzó en las regulaciones del Central sobre los bancos. Después de que meses atrás se establecieron tasas máximas para las tasas activas, ahora se fijó que los depósitos a 30 días inferiores a \$ 350.000 deberán tener una tasa de interés que no puede ser inferior al 87% de la tasa promedio de las LEBAC menores a 90 días: esto implica una tasa piso de 22,9%, 4 pp por encima de los valores actuales. El Banco Central puede regular directamente las tasas de interés de los bancos a partir de la reforma de su Carta Orgánica sancionada en mar-12, y la decisión implementada obviamente impacta de forma negativa sobre la rentabilidad del sistema financiero<sup>5</sup>.



### El BCRA como regulador de tasas

Línea	Tasa Mínima/ Máxima	Fórmula	Tasa de interés	
Tasas pasivas	Plazo Fijo, 30-44 días (2)	No podrá ser inferior a la que surja del producto entre la Tasa de Interés de Referencia (TR) publicada mensualmente por el BCRA (1) y el coeficiente que corresp. según el plazo del depósito.	Mín: TR*0,87	22,89%
	Plazo Fijo, 45-59 días (2)		Mín: TR*0,89	23,42%
	Plazo Fijo, Más de 60 días (2)		Mín: TR*0,93	24,47%
Tasas activas	Prést. Personales (PP)	No podrá superar el producto entre la TR <sub>(1)</sub> y un factor multiplicativo a aplicar según el tipo de financiación.	Máx: TR*1,45 (3)	38,15%
	Prést. Prendarios s/ automot.		Máx: TR*1,25 (3)	32,89%
	Tarj. de Crédito	No podrá superar en más del 25% la tasa de interés prom. de los PP aplicada el mes anterior. (4)	Máx: PP*1,25	47,69%
<b>Tasa de referencia (TR) aplicable a oct-14 (1):</b>			<b>26,31%</b>	

Spread 15,3 pp

Fuente: LCG en base a BCRA

(1) Corresponde al promedio simple de las tasas de corte predeterminadas de las Lebac en pesos, de plazo más próximo a los 90 días, del segundo mes inmediato anterior al de captación de las imposiciones.

(2) Corresponden exclusivamente a depósitos de montos inferiores a \$ 350.000.

(3) El factor multiplicativo expuesto corresponde al que debe aplicar las entidades financieras que integran el Grupo I (las que operan como agentes financieros de los gobiernos Nacional, provinciales y de la CABA y/o cuyo importe de depósitos privados en pesos supere el 1% del total de los depósitos en pesos del sistema financiero. Para las entidades del Grupo II (el resto), el factor multiplicativo se eleva a 1,80 en el caso de los préstamos personales y a 1,40 en predaños sobre automotores.

(4) Se refiere al promedio de las tasas de interés que cada entidad haya plicado, durante el mes inmediato anterior, ponderada por el correspondiente monto de préstamos personales sin garantías reales otorgados en igual periodo.

4 De forma similar, los mayores controles paralizaron las operaciones del blue, cuya cotización se redujo 8% a \$ 14,65.

5 Adicionalmente, elevó el monto de los depósitos garantizados (de \$ 120.000 a \$ 350.000) y la alícuota respectiva que los bancos deben girar a SEDESA (pasó del 0,015% a 0,060% mensual).

En todo caso, **la salida de Fábrega es la manifestación más clara de que el margen para el disenso interno se ha vuelto prácticamente nulo**, como lo prueba el hecho de que ni siquiera se le permite disentir a una persona que ocupó distintas posiciones en el Gobierno en los últimos diez años y que fue compañero de la secundaria de Néstor Kirchner. Si a eso se le agrega un creciente deprecio por el consenso externo (como dejó en claro el tratamiento irregular e intempestivo del nuevo código Civil y Comercial), **sólo cabe esperar un Gobierno cada vez más aislado y replegado sobre sí mismo.**

**Con la ida de Fábrega se reducen sensiblemente las chances de una corrección cambiaria anticipatoria a la intensificación del drenaje de reservas.** El Gobierno tratará de postergarla lo máximo posible para evitar una reapertura de las paritarias y un nuevo salto discreto en la dinámica inflacionaria, lo que profundizará el atraso cambiario de la economía<sup>6</sup>. **Pero sin señales de normalización en el conflicto con los holdouts, con la caída en el precio de la soja y una economía que profundizará la recesión, el costo en materia de reservas y empleo más pronto que tarde se volverá insostenible.**

De hecho, **pese a las medidas implementadas en las últimas semanas** (nueva rebaja del 30% al 20% la posición neta en moneda extranjera de los bancos, disminución de US\$ 300.000 a 150.000 del monto máximo que las empresas pueden comprar automáticamente sin autorización previa, postergación en los giros para pagar importaciones, etc) **el dólar informal no interrumpió la marcha ascendente, llevando la brecha cambiaria nuevamente en torno al 90%.** La obligación de que los bancos vendieran parte de sus activos dolarizados a principios de febrero fue una medida clave para estabilizar la dinámica contractiva de las

---

<sup>6</sup> De hecho, la inflación ya evaporó toda la ganancia de competitividad asociada al salto devaluatorio de enero.

reservas, pero porque estuvo acompañada de otras decisiones de política económica (devaluar, subir las tasas de interés, etc) y de la promesa implícita de normalización de la relación financiera con el resto del mundo. Sólo con los controles implementados luego de la llegada de Vanoli se logró quitar –temporariamente– algo de presión sobre el mercado cambiario (actualmente la brecha se ubica en el 75%).

Por si ello no fuera suficiente, **se sumaron los rumores con respecto a un supuesto desdoblamiento cambiario por el cual todas las empresas iban a tener que hacerse de los dólares necesarios para pagar las importaciones en el mercado del contado con liquidación.** Si bien es cierto que existieron algunos pedidos explícitos de Economía a empresarios para que recurrieran al contado con liquidación (como por ejemplo del sector automotriz), semejante esquema de desdoblamiento cambiario sólo pudo tomarse en serio ante el contexto de gran incertidumbre cambiaria existente. En nuestra visión, este pedido debió interpretarse más como una amenaza para que las empresas multinacionales optaran por financiar sus importaciones aumentando el endeudamiento con sus casas matrices (y asumiendo el riesgo cambiario asociado), ya que de implementarse se trataría de un desdoblamiento cambiario contrario a toda lógica.

**La idea de desdoblar el tipo de cambio apuntaría precisamente a tratar de reducir la brecha cambiaria vía una baja del dólar financiero, pero sin pagar los costos de una devaluación en términos inflacionarios.** Si se administra correctamente, esto se podría dar como consecuencia de un mayor ingreso de dólares (que se transformarían a pesos a una paridad muy superior a la actual) y de una contención de los mecanismos de drenaje de aquellas operaciones que pasarían a cursarse por el dólar financiero (turismo, pago de deuda del sector privado, etc). Ahora bien, **el esquema planteado iba exactamente en**



**sentido contrario, ya que implicaba pagar todos los costos de una devaluación** (el costo de las importaciones se encarecía un 70% en pesos, con el consecuente impacto sobre los precios domésticos), **pero sin ninguno de los beneficios** (estímulo a las exportaciones, aumento de los recursos fiscales asociados al comercio exterior, contención de los mecanismos alternativos de drenaje, etc).

**Sobre este escenario de incertidumbre cambiaría** (agravado por la caída en el precio de la soja, que se redujo 40% con respecto al máximo de abril), **el conflicto con los holdouts se complejiza día tras día. La Ley de Pago Soberano fue una pésima señal del Gobierno, ya que no soluciona el principal problema actual** (los tenedores de deuda reestructurada legislación NY seguirán sin poder cobrar), **y suma varias complicaciones adicionales:** el cambio unilateral del BoNY como agente fiduciario sin una razón contractual implica un *default* deliberado (y no “impuesto” por Griesa, como aduce el Gobierno), se corre el riesgo de crear una nueva generación de *holdouts*, Nación Fideicomisos no cumple los requisitos para ser agente fiduciario y no podrá efectivizar los pagos a los tenedores reestructurados, etc. Como era de esperar, **luego de la sanción de la ley el juez Griesa declaró a la Argentina en des-acato.** Si bien los efectos son más bien simbólicos, lo cierto es que ninguna institución financiera internacional estará dispuesta a asumir el riesgo legal contingente de colaborar con la Argentina en la instrumentación del canje planteado ni en la acreditación de la cadena de tenencia de los tenedores de deuda reestructura (necesaria para la instrumentación de los pagos por parte de Nación Fideicomisos).

**A estas complicaciones, hay que agregarle una de orden política muy relevante.** Dado que la ley de Pago Soberano declara en su artículo 1º de orden público las condiciones ofrecidas en los canjes anteriores y el artículo 10º calcula en base a ellas los montos a depositar en la cuenta de

Nación Fideicomisos para los que aún no ingresaron, **si el Gobierno decidiera encarar una negociación con los holdouts y pagarles más que en los canjes anteriores, resultaría necesario que el Congreso modificara la ley recientemente aprobada**<sup>7</sup>. Así, no sólo debería volver sobre sus pasos con el *slogan* “patria o buitres” sino también hacer que el Congreso de marcha atrás. **Si bien el Gobierno ya dio variadas muestras de haber revertido de la noche a la mañana posiciones supuestamente dogmáticas** (Repsol, Club de París, apreciación cambiaria, devaluación, suba de tasas de interés, “*los buitres no van a cobrar ni un dólar*”, etc) **y sigue teniendo una mayoría férrea en el Congreso, dada la escalada verbal anti-buitre y anti-Grieta reciente resulta un escenario por lo menos difícil de imaginar.**

Más allá de que parte del mercado considera que se encontrará una solución con los *holdouts* apenas iniciado el 2015<sup>8</sup>, **lo cierto es que todas las señales que viene dando el Gobierno** (incluyendo la salida de Fábrega) **apuntan a un escenario de default extendido en el tiempo que deberá afrontar el próximo Gobierno. En una economía con escasez de dólares, brecha cambiaria creciente, caída en el precio de la soja** (que quita US\$ 6.500 M al valor de las exportaciones para 2015) **y vencimientos de**

---

<sup>7</sup> De hecho, también sería necesario modificar el artículo 2º de la Ley 26.886 (que modificó parcialmente la Ley Cerrojo de 2005 para permitir la reapertura del Canje), ya que establece que “*los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda dispuesta por el Decreto N° 563/10*”.

<sup>8</sup> La principal justificación es que el deterioro de la situación económica llevará al Gobierno a rever su posición frente a los *holdouts*. Pero los tiempos son relevantes: dada la brecha existente en las distintas posiciones, difícilmente se podrá encontrar una solución rápida (para ello debería empezar a negociar cuanto antes, algo que no parece estar ocurriendo). Así, incluso en este escenario optimista muy difícilmente el Gobierno podrá conseguir emitir nueva deuda en el 1S-15.

**deuda más elevados<sup>9</sup>, este escenario inevitablemente profundizará la recesión.**

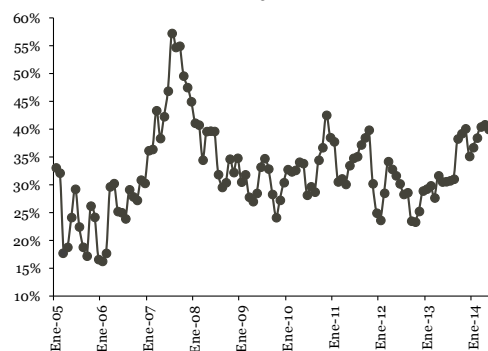
Teniendo en cuenta que en 2014 la aceleración del gasto público se dio en paralelo con una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria, vale la pena analizar con más detalle las condiciones puntuales del sector financiero que posibilitaron esta dinámica y qué cabe esperar para 2015 en materia monetaria.

## Acaparando la liquidez bancaria

Lejos de perder impulso, **el gasto público aceleró su crecimiento en 2014**: acumula un crecimiento del **44%** en los 7M-14, lo que implica **una expansión del 7% ia en términos reales**. Sin acceso al financiamiento, el fuerte dinamismo del gasto público obligó a una mayor asistencia del Banco Central: el impacto expansivo sobre la base monetaria totalizó **\$ 75.900 M en 9M-14, 160% por encima del registrado en igual período de 2013**. Y siendo moderados, **en el último trimestre del año el Tesoro va a requerir \$ 88.800 M adicionales, elevando el monto anual de la asistencia a \$ 164.800 M (+75% con respecto al total del año 2013)**.

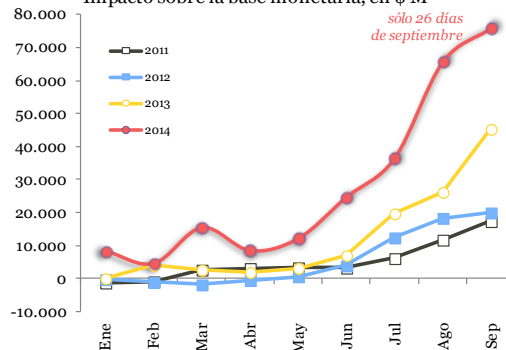
Pese al significativo aumento de la emisión para financiar al Tesoro, **la base monetaria ha venido desacelerando el ritmo de crecimiento y se ha estabilizado en torno al 20%**. Pero aun con la fuerte desaceleración de la base monetaria (en términos reales se está contrayendo al 10% ia) **la inflación se ha acelerado y se ubica apenas por debajo del 40% ia**.

**Gasto público primario**  
 Var. % anual - Promedio móvil 3 meses



Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda

**Asistencia financiera al Tesoro.**  
 Impacto sobre la base monetaria, en \$ M



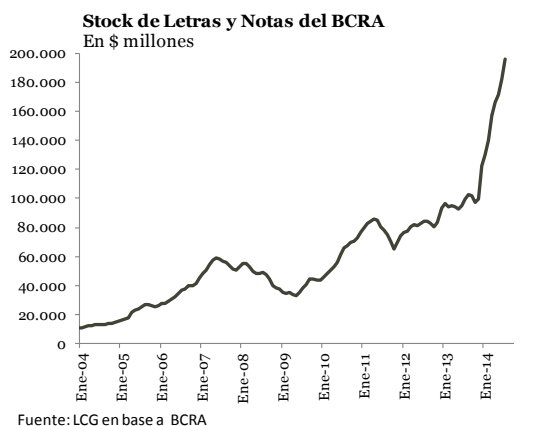
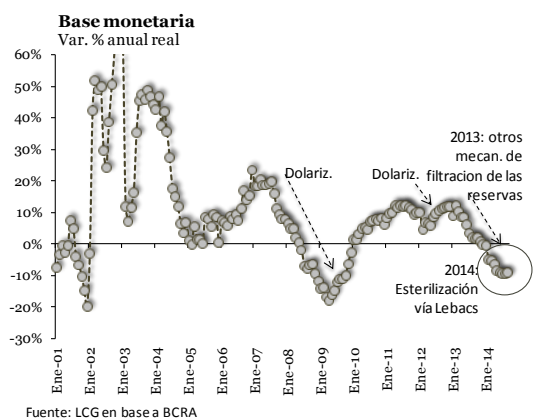
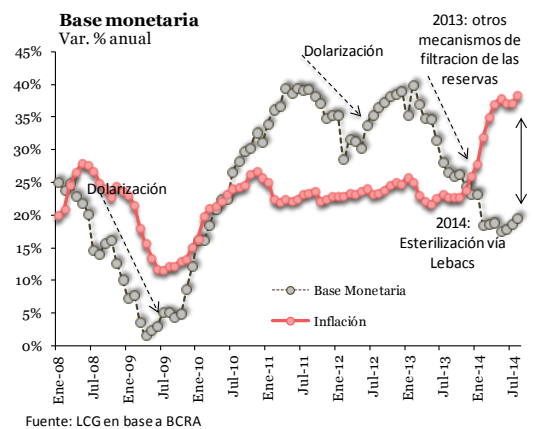
Fuente: LCG en base a BCRA

<sup>9</sup> A principios de octubre de 2015 se produce la amortización completa del Boden 15, por un monto de US\$ 5.800 M.

Mirando retrospectivamente, **los tres procesos anteriores de desaceleración del frente monetario se dieron como consecuencia de la dolarización del sector privado:** en los tiempos pre-cepo (2008-09, 2011) se dio genuinamente, tratándose de un mecanismo de ajuste automático por parte del sector privado que redujo su demanda de pesos. Distintamente, en 2013 se produjo como consecuencia de la profundización de los mecanismos alternativos de dolarización (turismo, importaciones de autos de alta gama, etc.), que en última instancia significó la salida de pesos del circuito que presionó sobre las reservas internacionales (cayeron US\$ 12.700 M en el año).

Con la devaluación y el cierre parcial de los mecanismos de drenaje a principios de 2014, la dinámica contractiva de las reservas se estabilizó. **Dada la inyección de Pesos realizada para auxiliar al Tesoro y el menor efecto monetario contractivo asociado al Sector privado, la desaceleración en el frente monetario sólo fue posible como consecuencia de un fenomenal incremento en el stock de letras del Banco Central (LEBAC):** aumentó \$ 110.230 M contra dic-13 (+116%)<sup>10</sup>. Así, en lo que va del año el efecto expansivo asociado al Sector privado (+\$ 42,6 MM) y al Sector público (+\$ 75,9 MM), fue prácticamente compensado en su totalidad por el efecto esterilización asociado a las LEBAC (-\$ 90,4 MM) y al Sector Financiero (-\$ 14,8 MM, vía Pases con el BCRA).

**La contención monetaria sin moderar el frente fiscal pudo implementarse en el corto plazo debido a circunstancias muy particulares, pero de mantenerse en el tiempo tiene distintos riesgos asociados.** En primer lugar, **desplaza financiamiento para el sector privado** (efecto *crowding-out*) porque implica absorber la liquidez del sistema bancario. En segundo lugar, **presiona a**



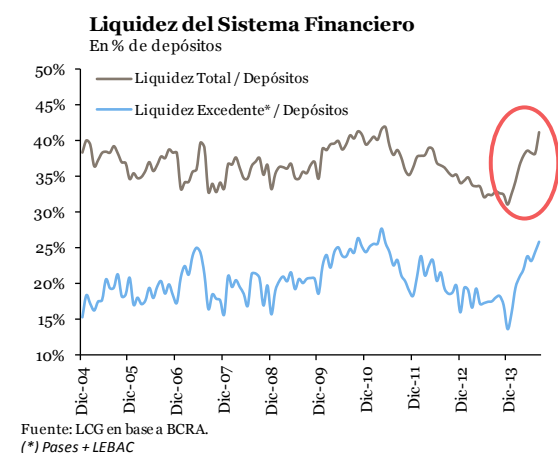
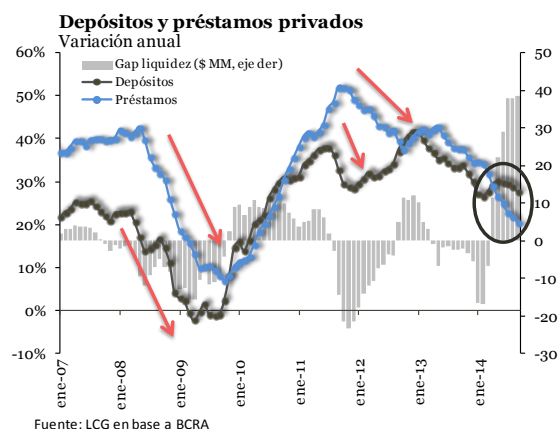
<sup>10</sup> Esto monto no incluye las LEBAC emitidas para ser afectadas como garantía de operaciones de pases pasivos.

la suba a las tasas de interés. Y por último, el efecto neto contractivo de las LEBAC se vuelve decreciente en el tiempo, como consecuencia del aumento en el monto de intereses que el Banco Central debe pagar vía emisión monetaria (tanto por el aumento del precio –mayor tasa de interés- como de la cantidad –mayor stock en circulación-).

En lo que va del año el salto discreto en las tenencias de LEBAC por parte de los bancos sólo fue posible debido al efecto combinado del parate del crédito y del cepo cambiario, que mantiene a los pesos encerrados en el circuito formal. La brusca desaceleración de los créditos al sector privado por la recesión y la estabilidad en los depósitos hicieron que los bancos se encontraran con un enorme colchón de liquidez: con respecto a ene-14, esta evolución asimétrica implicó un aumento de la liquidez bancaria por \$ 50.000 M<sup>11</sup>. Mientras los préstamos desaceleraron 10 pp el ritmo de crecimiento nominal a 20% ia y caen 13% ia en términos reales (la mayor contracción desde el 2003), los depósitos privados mantienen el dinamismo de finales de 2013 y siguen creciendo en torno al 30% ia. Así, la liquidez bancaria total subió fuertemente desde finales de 2013 y se ubica actualmente por encima del 40% de los depósitos (máximo histórico).

Esta dinámica contrasta fuertemente con lo sucedido en otros momentos de stress cambiario (2008-09, 2011), ya que en aquellas ocasiones el parate crediticio vino acompañado de una desaceleración aún más pronunciada del ritmo de crecimiento de los depósitos que generó una caída de la liquidez bancaria: el sector privado “financiaba” el salto dolarizador con la caída de los plazos fijos en pesos, realizando

<sup>11</sup> Adicionalmente, la fijación del tope de la Posición Neta en Moneda Extranjera de los bancos al 30% de la RPC obligó a los bancos a vender activos dolarizados e implicó un aumento de su liquidez en Pesos por \$ 32.000 M. La baja reciente al 20% de la RPC, agregó \$ 12.500 M adicionales.

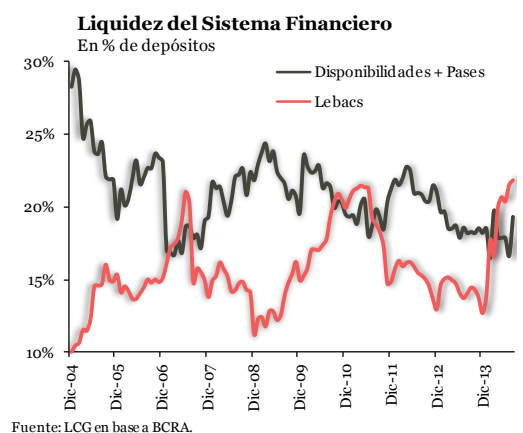
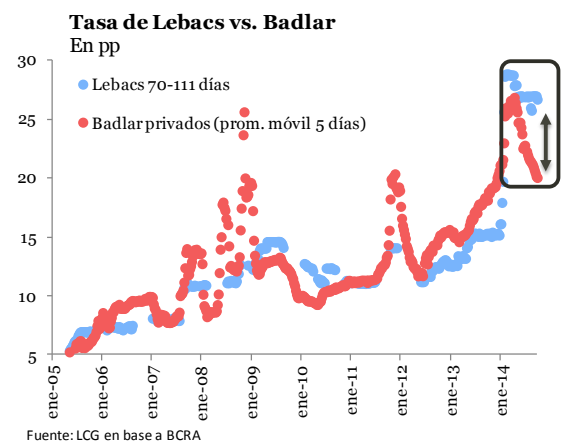


un ajuste monetario “automático”. Obviamente, **si se normaliza la demanda de crédito** (o desacelera el ritmo de colocación de los depósitos), **la capacidad de absorción bancaria de LEBAC se reduciría notablemente y requeriría de un aumento todavía mayor de la tasa de interés de las letras.**

Para permitir el salto en la tenencia de LEBAC por parte de los bancos, luego del salto devaluatorio de enero el Banco Central decidió convalidar una fuerte suba en las tasas de interés que pagan las letras. En una primera etapa, presionó a la suba a la Badlar, lo que era un efecto buscado por parte de la autoridad monetaria para contener la demanda de Pesos y quitarle presión al dólar informal. No obstante, en los meses posteriores se amplió la brecha entre ambas tasas de interés y la Badlar volvió a ubicarse en los niveles predevaluación. Esta “rentabilidad garantizada” para los bancos (llevando el *spread* entre las LEBAC y la Badlar a 7 pp) fue motivo de duras críticas internas por parte de Kicillof y la causa que explicó la sorpresiva baja de 100 pb de la tasa de las LEBAC a mediados de agosto. En todo caso, **es claro que mantener el escenario de esterilización intensiva generará mayores tasas de interés.**

Por último, el aumento en el *stock* de LEBAC y la mayor tasa de interés aumenta sensiblemente la carga por intereses, que se triplicó en 2014 (pasó de \$ 14.800 M en 2013 a un estimado de \$ 44.600 M). Dado que en última instancia los intereses de las LEBAC implican emisión, **el efecto esterilizador se vuelve decreciente en el tiempo**: esto implica que aun en el caso de que se quiera mantener constante el efecto de las LEBAC sobre la base monetaria resultaría necesario incrementar su *stock* sólo para poder absorber los mayores pagos de intereses.

Como era de esperar, **el fuerte aumento en las tenencias de LEBAC por parte de los bancos hizo que el ratio con respecto a los depósitos totales del sistema**





financiero diera un salto desde enero, y actualmente se ubica en un máximo histórico del 22%. Utilizando otros criterios de comparación para el stock de LEBAC (por ejemplo en relación a la Base Monetaria o al PBI), todavía se está lejos de los picos alcanzados a finales de 2007. Pero la duda con respecto al margen para seguir esterilizando intensivamente vía LEBAC se mantiene, máxime en un contexto donde el incremento “forzado” de la demanda de dinero vía el cepo cambiario parece haber alcanzado un límite de la mano de la aceleración de la inflación (viene cayendo desde el 4T-13).

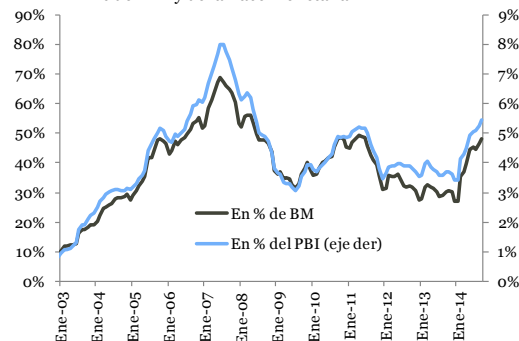
## El cierre de 2014 y el límite de 2015

Pese a la avalancha de pesos que se espera que el BCRA emita en el 4T-14 para auxiliar al Tesoro (\$88.800 M), en términos monetarios no parecen existir mayores complicaciones. Esto es así porque el crecimiento diferencial de los préstamos y depósitos seguirá ampliando la liquidez bancaria (que dispondrá de \$ 30.000 M adicionales<sup>12</sup>), a la vez que por una cuestión estacional el Sector privado pasa a ser contractivo. Asumiendo que vía LEBAC se absorbe todo el incremento de liquidez bancaria, el año finalizaría con un crecimiento interanual de la base monetaria del 25% (5 pp por encima del dinamismo actual). Así, el stock de LEBAC cerraría el año en \$ 228.100 M (+135% con respecto al monto existente en dic-13), y su efecto contractivo en 2014 se ubicaría en \$ 102.000. Obviamente, la concentración de la emisión de Pesos

<sup>12</sup> El incremento de la liquidez bancaria computa, además del crecimiento diferencial de los depósitos y préstamos, el excedente por la baja reciente de la Posición neta en moneda extranjera de los bancos y la percepción de intereses por las LEBAC, neto del monto de \$ 10.000 M destinado a la compra del Bonar 16.

**Letras y Notas del BCRA**

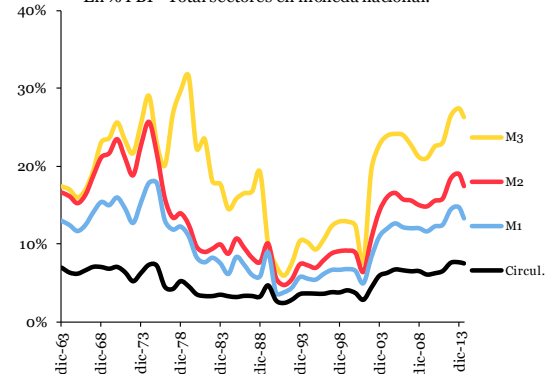
En % del PBI y de la Base monetaria



Fuente: LCG en base a BCRA

**Agregados monetarios**

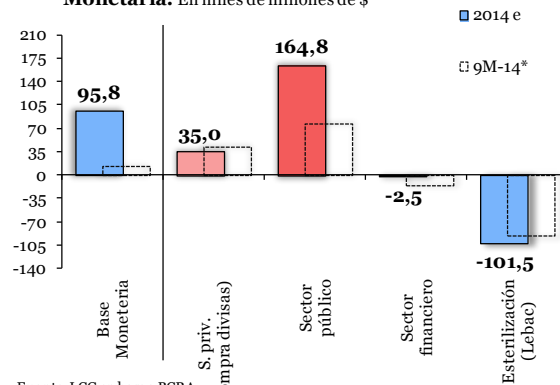
En % PBI - Total sectores en moneda nacional.



Fuente: LCG en base a BCRA e INDEC

**Factores de explicación de la Base Monetaria.**

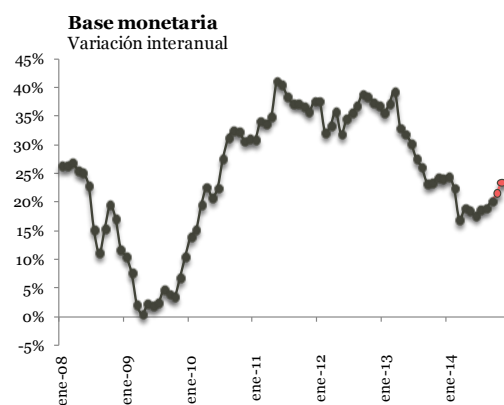
En miles de millones de \$



Fuente: LCG en base a BCRA  
\* Último dato 26-sep-2014

en la última parte del año podrá poner más presión sobre el mercado del dólar informal, pero en términos monetarios el panorama luce todavía manejable.

Sin embargo, el cuadro de situación se torna mucho más complejo si se extrapola la evolución reciente a todo el 2015. Teniendo en cuenta una pauta relativamente “moderada” de crecimiento del gasto público para un año con elección presidencial (+40%), la emisión requerida para financiar al Tesoro totalizaría \$ 307.000 en 2015 (+86%). Haciendo caso omiso del mecanismo formal para efectivizar la transferencia (vía “adelanto” de cuasifiscal futuro o bien a través de una reforma de la Carta Orgánica)<sup>13</sup>, lo cierto es que dicho monto representa el 65% del stock de base monetaria que se espera para finales de 2014. Así, cabe preguntarse cuál es el margen del sistema financiero para absorber semejante cantidad de pesos.



Fuente: LCGen base a BCRA

**Programa financiero en \$**  
2014-2015

	2014	2015	2014	2015
	\$M		% PBI	
Necesidades de financiamiento	164.758	307.187	3,7%	5,2%
Déficit Primario (sin incluir cuasifiscal)	145.066	289.243	3,3%	4,9%
Asist. Financiera a Provincias (Def. Prim.)	850	5.000	0,0%	0,1%
Vencimientos de deuda en \$ neto ISP	18.842	12.944	0,4%	0,2%
Fuentes de financiamiento (emisión)	151.129	218.755	3,4%	3,7%
Cuasifiscal	78.418	133.780	1,8%	2,3%
Adelantos Transitorios BCRA (incremento)	72.711	84.975	1,7%	1,4%
Margen remanente a financiar	13.629	88.432	0,3%	1,5%

Fuente: LCG

**Asumiendo un efecto expansivo del Sector privado similar al de este año y que los depósitos se mantienen creciendo al 29% ia, queda claro que no hay posibilidad de mantener el escenario de esterilización**

<sup>13</sup> De acuerdo a nuestras estimaciones, los mecanismos actuales (resultado cuasifiscal y adelantos transitorios) resultarán insuficientes para financiar las necesidades del Tesoro (en 2015, dicha brecha sería de \$ 88.400 M).



**intensiva en 2015.** Para que la base monetaria crezca al 38% ia (13 pp por encima del dinamismo esperado para fines de 2014), resulta necesario que los préstamos al sector privado se contraigan 5% ia en términos nominales (lo que implicaría una caída en términos reales del stock de créditos superior al 30% ia). **Tanto la recesión requerida como la magnitud de la suba de las tasas de interés necesaria para que se cumpla dicho escenario resultan insostenibles políticamente, máxime tratándose del último año de mandato del kirchnerismo.** E incluso en este escenario de relativa “moderación” en materia monetaria, **el tipo de cambio de convertibilidad cerraría el 2015 en nada menos que \$/USD 33,20.**

En todo caso, **resulta evidente que mantener un gasto público creciente financiado con emisión y amortiguar su impacto monetario vía un aumento del stock de LEBAC se vuelve insostenible en 2015.** Obviamente, el Gobierno dispone de otras herramientas menos costosas que pueden brindar algún auxilio en materia de contención monetaria (como la suba de los encajes bancarios, decisión que cuesta entender por qué aún no se implementó), pero es claro que **hasta tanto no se modere la dinámica de crecimiento del gasto público sólo funcionarán como paliativos de corto plazo. Y nada hace presumir que el Gobierno vaya a modificar su propensión a que el gasto siga creciendo en términos reales, lo que inevitablemente implicará mayor presión inflacionaria.**

#### El límite monetario en 2015

Escenarios de crecimiento de la base monetaria\*

Depositos Privados	Préstamos al S. Privado	Aumento Liquidez Bancaria	Base Monetaria
Var ia (en %)	Var ia (en %)	Var ia (en \$ M)	Var ia (en %)
29%	25%	45.157	<b>67,3%</b>
29%	20%	71.658	<b>62,4%</b>
29%	15%	98.159	<b>57,4%</b>
29%	10%	124.660	<b>52,5%</b>
29%	5%	151.160	<b>47,6%</b>
29%	0%	177.661	<b>42,7%</b>
29%	-5%	204.162	<b>37,8%</b>

Fuente: LCG

\* La variación anual refiere a dic-14 vs dic-15.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.