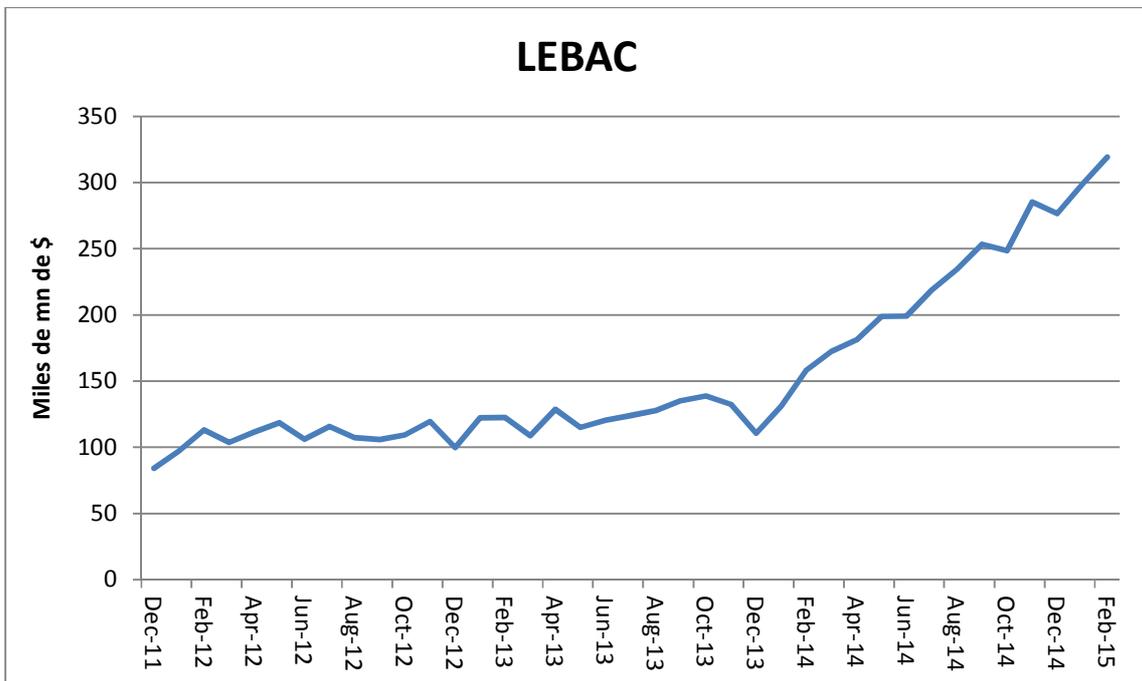


# Evolución de las LEBAC's

Por Mariano Giachetti

La falta de capacidad de endeudamiento a mediano y largo plazo por parte del gobierno obliga a la monetización del creciente déficit fiscal. Para evitar una explosión inflacionaria y del tipo de cambio paralelo el gobierno ha venido esterilizando una gran parte de la emisión de dinero. Lo que trajo como consecuencia un efecto desplazamiento del crédito privado. El gobierno sacrificó el nivel de actividad por cierta tranquilidad cambiaria e inflacionaria. Además el enorme stock de LEBACs constituye una especie de bomba de tiempo para el inicio de la próxima gestión presidencial.

Desde aproximadamente diciembre del 2013 el stock de LEBACs se viene incrementando fuertemente, el incremento ha sido de una muy magnitud muy relevante. Dicho crecimiento puede observarse en el siguiente gráfico, que muestra la evolución del stock total de LEBACs en \$ desde diciembre del 2011.

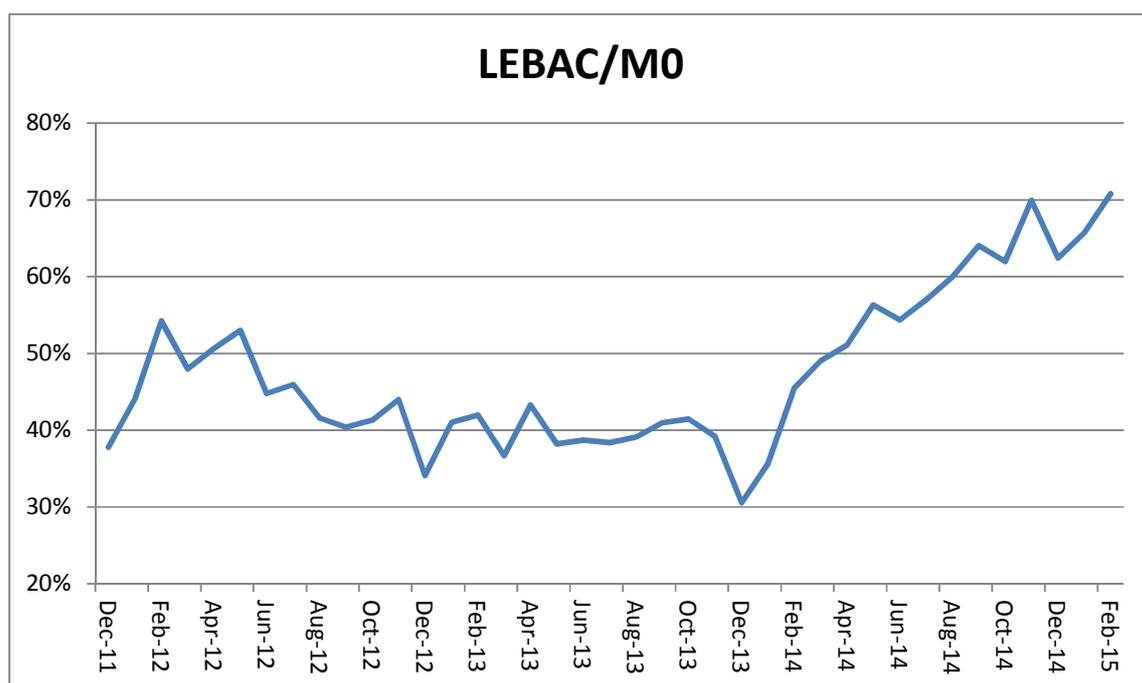


En el mismo puede observarse la "relativa" estabilidad evidenciada entre diciembre del 2011 y diciembre del 2013, para comenzar a crecer fuertemente a partir de dicha fecha, crecimiento que no se detiene hasta el presente. De esta manera el stock total de LEBACs se incrementó desde 110

mil millones de \$ en diciembre de 2013 hasta 319 mil millones de \$ en Febrero del 2015, lo que representa un incremento de 189%, cuando la inflación fue de alrededor del 45%, lo que implica que el crecimiento real del stock de LEBACs ha sido realmente muy importante.

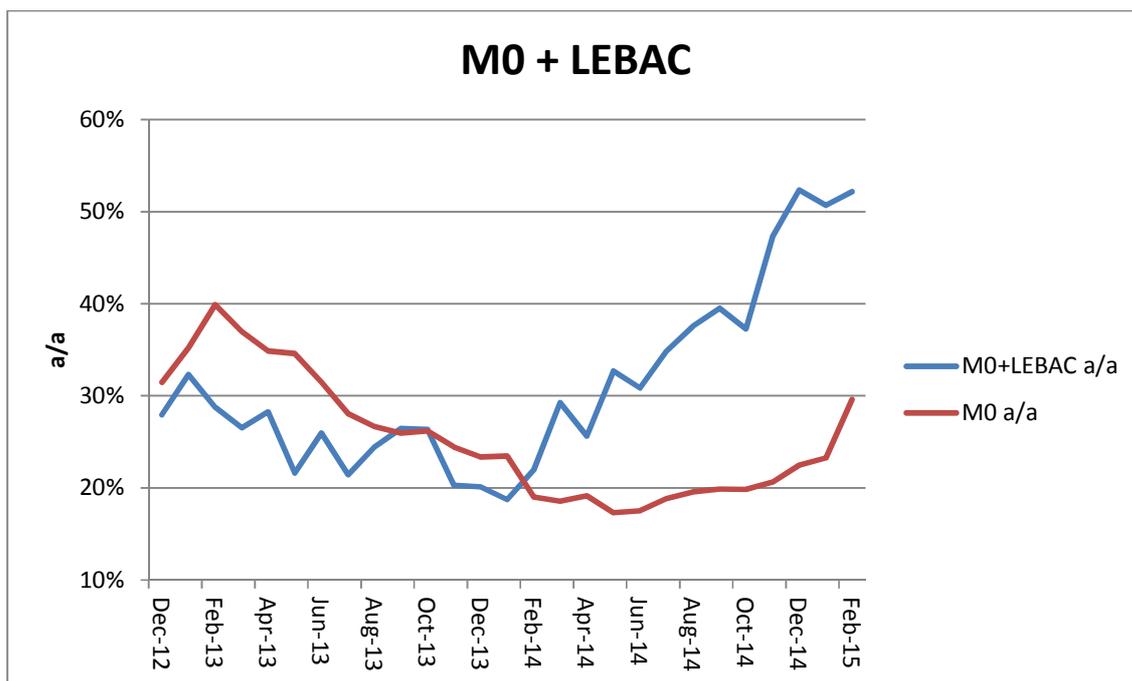
La relevancia del incremento del stock de LEBACs puede quedar evidenciada a partir del análisis de diferentes ratios.

En primer lugar puede analizarse la evolución del % que representa las LEBACs de la Base Monetaria (M0), evolución que queda reflejada en el siguiente gráfico:



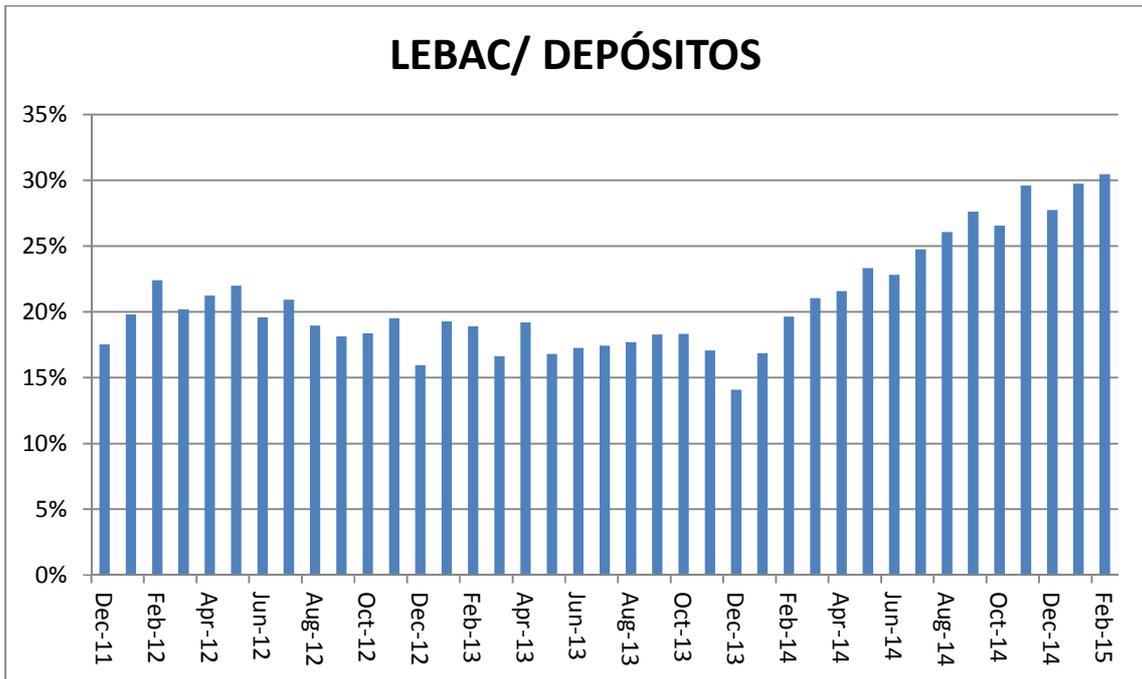
En el gráfico puede observarse la tendencia declinante evidenciada entre principios del 2012 hasta finales del 2013, para luego comenzar a crecer fuertemente, situándose actualmente dicho valor en el 71%, es decir el stock de LEBACs representa el 71% de la M0, por lo que al Banco Central le resulta fundamental poder renovar las LEBACs que van venciendo, ya que de lo contrario se produciría una explosión monetaria.

El crecimiento de la relevancia macroeconómica de las LEBACs también se refleja en la variación interanual del stock de LEBACs más la M0:



Tal y como puede observarse en el gráfico tanto la M0 como el conjunto M0+LEBACs evidenciaron una variación interanual decreciente desde principios del 2013 hasta finales de dicho año. A partir del 2014 ambas variables comenzaron a registrar comportamientos diferentes. Mientras la M0 se estabilizó en una tasa de crecimiento interanual de alrededor del 20% (hasta finales del 2014, luego comenzó a subir nuevamente), la tasa de crecimiento interanual de las LEBACs + M0 comenzó a crecer de manera mucho más acelerada, llegando a una tasa de crecimiento superior al 50% en la actualidad, lo que es claramente superior a la tasa de crecimiento de la M0 (Febrero 2015: M0 +30%, (LEBACs+M0) +52%). Lo que está reflejando este gráfico es que la monetización del déficit fiscal no se redujo durante el 2014, sino por el contrario, se aceleró, la única diferencia con el pasado residió en que el Gobierno decidió esterilizar gran parte de la emisión monetaria llevada a cabo por el Banco Central para financiar al tesoro, pero la evolución de la variación del stock LEBACs+M0 muestra hasta qué punto ha crecido el déficit fiscal. Ahora bien, de continuar este esquema (creciente déficit fiscal + creciente monetización + creciente esterilización vía LEBACs), el Banco Central absorberá un % cada vez mayor de los depósitos bancarios, para lo cual requerirá incrementar la tasa de interés, lo que se traducirá en una reducción del nivel de créditos. Es decir, el intento del Gobierno por tratar de evitar las presiones cambiarias e inflacionarias de la monetización del creciente déficit fiscal está llevando y llevará a una profundización del cuadro recesivo.

Este creciente “acaparamiento” de depósitos por parte del Banco Central puede observarse en el siguiente gráfico, que muestra como el ratio LEBAC/DEPÓSITOS se viene incrementando enormemente a lo largo del último año, llegando a representar, en la actualidad, el 30% del total de depósitos.



La variable más afectada por esta evolución es la de créditos. La tasa de crecimiento de los créditos se viene reduciendo desde principios del 2014, cuando crecían al 30%. En febrero del 2015 dicha tasa ha caído a un poco más de la mitad (16%), lo que implica una **¡tasa de crecimiento real del -12%! El impacto recesivo del actual esquema es claro.**

