

LEBAC: "LOS PELIGROS DEL CRECIENTE ENDEUDAMIENTO DEL BCRA"

DIEGO MOLINA GÓMEZ

Docente. Investigador.
Universidad Nacional de La Rioja.

Palabras Clave: Banco Central; LEBACs; Base Monetaria; Déficit Fiscal; Absorción de Dinero; Déficit Cuasifiscal; Inflación;
Key Words: Central Bank; LEBACs; High-Powered Money; Public Deficit; Absorb of Money; Central bank Quasi-Fiscal Deficit; Inflation.

Resumen

Luego de la crisis del año 2001 Argentina gozo de un superávit fiscal durante seis años, pasado este tiempo comenzó un creciente déficit fiscal que fue financiado principalmente con emisión monetaria provocando el aumento sostenido del nivel general de precios a partir del año 2009.

El BCRA cuenta con un instrumento de regulación monetaria llamado LEBAC, siendo estas un título de deuda que se utiliza para absorber ese dinero emitido y hacer que el aumento de los precios sea más lento. El año 2014 fue un año clave para el Banco Central porque comenzó a absorber en forma creciente los pesos emitidos por medio de las LEBACs, llegando a la actualidad a un porcentaje alarmante en relación a la Base Monetaria.

El presente trabajo pretende analizar los peligros que representa para el gobierno utilizar desmedidamente este instrumento, debido al alto costo financiero que genera su continua renovación.

Abstract

After the economical crisis in 2001, Argentina enjoyed a public surplus for six years. After that, a growing public deficit began which was mainly financed by issuing money, causing a sustained increase in prices since 2009.

The Central Bank has a monetary regulation instrument called LEBAC, this is debt instrument used to absorb issued money and to slow the increase of prices. 2014 was a key year for the Central Bank because it began to absorb increasing amounts of money issued by the LEBACs, which has reached today an alarming rate in relation to the high-powered money.

This paper aims to analyze the dangers posed to the inordinate use of this instrument by the government because of, among other things, the high financial costs that its continual renewal generates.

Introducción

El Banco central de la República Argentina es una entidad autárquica que realiza distintas funciones, entre ellas se encarga de la regulación de la circulación monetaria, actúa como agente financiero del Estado, se encarga de la política cambiaria y monetaria, sin olvidar que su función principal es preservar el valor de la moneda. Esto ha sido su problema central desde su nacimiento, debido a que muchos gobiernos lo han utilizado como la principal fuente de financiamiento del déficit del fiscal, a través de la compra de títulos al tesoro o los adelantos al mismo.

En las últimas cuatro décadas la argentina ha vivido situaciones de hiperinflación, crisis de balanza de pagos, devaluaciones; todas ellas han tenido un mismo origen el "déficit fiscal", siendo financiado en los años

ochenta a través de la emisión monetaria, en los años noventa por medio de la deuda pública, y en los últimos años nuevamente con la emisión de dinero. Esto último a causa de la salida de la convertibilidad, ya que posterior a esta situación, el País entro en cesación de pagos, y si bien pudo reestructurar su deuda en casi su totalidad permaneció en default con algunos acreedores, lo cual no le permitió endeudarse con inversores internacionales.

La consecuencia de lo anterior siempre fue la disminución del stock de reservas, la pérdida del valor de la moneda y finalmente en estos últimos años apareció una nuevo problema: "el déficit cuasi fiscal¹", surgiendo este como resultado de la utilización en forma irresponsable la política de esterilización, siendo el objetivo de esta última impedir que crezca desmedidamente la base monetaria y que esto genere el crecimiento incontrolable de los precios.

A continuación se analizará el origen, crecimiento y consecuencias del déficit cuasi fiscal en el patrimonio del Banco Central; previamente se realizara una descripción de la política monetaria llevada a cabo por el BCRA en los últimos quince años, y su impacto en las cuentas del Balance del Banco Central. Finalmente se elaboraran algunas conclusiones y recomendaciones.

Banco Central

Estado Patrimonial - Estructura

Como toda institución Financiera el Banco central debe realizar un informe que muestre el origen y aplicación de los fondos, reflejando su origen en el Pasivo y Patrimonio Neto y su aplicación en el Activo.

El esquema de la **figura 1** nos permite ver los principales componentes del Estado Patrimonial, a la izquierda se encuentran las cuentas más

¹ El déficit cuasifiscal se origina en el resultado financiero negativo del Banco Central.

importantes del Activo creadoras de la Base Monetaria y que generan además el efecto contrario de absorción, y del lado de la derecha aparecen las principales cuentas del Pasivo como es el caso de la Base Monetaria, siendo esta determina por la suma del circulante más los depósitos de entidades financieras en el BCRA, y finalmente aparecen las letras del BCRA que son un instrumento de regulación de la Base Monetaria y que sumadas a la misma integran el total del "Pasivo Monetario".

Figura 1

ACTIVO	PASIVO
RESERVAS DE ORO Y DIVISAS	CIRCULANTE
TITULOS PÚBLICOS	DEPOSITOS DE ENTIDADES FINANCIERAS
ADELANTOS TRANSITORIOS AL TESORO	LETRAS DEL BCRA
CREDITOS AL SECTOR FINANCIERO	OTROS PASIVOS
OTROS ACTIVOS	PATRIMONIO NETO

Dinámica – Creación y Absorción de Dinero

En la función de creación de dinero, el Banco Central compra divisas, otorga créditos a los bancos comerciales, compra o bonos u otorga adelantos al tesoro nacional, con ello aumenta el circulante dándole liquidez al sistema, en la **figura 2** se puede observar como el aumento de divisas da como resultado un aumento del circulante y por lo tanto de la base monetaria.

Figura 2

ACTIVO	PASIVO
RESERVAS DE ORO Y DIVISAS	CIRCULANTE
AUMENTO DE DIVISAS	AUMENTO DE CIRCULANTE
TITULOS PÚBLICOS	DEPOSITOS DE ENTIDADES FINANCIERAS
ADELANTOS TRANSITORIOS AL TESORO	LETRAS DEL BCRA
CREDITOS AL SECTOR FINANCIERO	OTROS PASIVOS
OTROS ACTIVOS	PATRIMONIO NETO

Elaboración Propia

Si por el contrario quiere quitar liquidez al sistema, puede vender divisas disminuir adelantos, etc.

Sin embargo el BCRA puede también imprimir y luego retirar dinero, realizando un cambio cualitativo ya sea en su activo o en el pasivo según el caso, dejando constante la Base Monetaria. Por ejemplo si compra divisas aumentará la base monetaria (como se dijo anteriormente), si no quiere que esto ocurra puede aplicar *políticas de esterilización*, ya sea vendiendo títulos públicos como alternativa y provocando un cambio cualitativo en el activo o vendiendo letras del Banco Central ocasionando un cambio cualitativo en el Pasivo; como se puede ver en la **figura 3**, aumenta la cuenta reservas y aumenta la cuenta letras del BCRA, dejando constante la Base Monetaria.

Figura 3

ACTIVO	PASIVO
RESERVAS DE ORO Y DIVISAS	CIRCULANTE
AUMENTO DE DIVISAS	DEPOSITOS DE ENTIDADES FINANCIERAS
TITULOS PÚBLICOS	LETRAS DEL BCRA
ADELANTOS TRANSITORIOS AL TESORO	AUMENTO DE LETRAS
CREDITOS AL SECTOR FINANCIERO	OTROS PASIVOS
OTROS ACTIVOS	PATRIMONIO NETO

Elaboración Propia

Resultado Cuasi Fiscal

Se define como:

$$(1) \text{ RCF} = i_{xa}AX + i_{ga}AG + i_{fa}AF - i_{xp}PX - i_{gp}PG - i_{fp}PF - i_{Lp}LBC$$

Donde:

AX = activos externos

AG = adelantos al gobierno

AF = adelantos a entidades financieras

PX = pasivos con el exterior

PG = depositos del gobierno

PF = depositos de entidades financieras

LBC = Letras del Banco Central

i_a = tasa de interes de cada activo

i_p = tasa de interés de cada pasivo

Si se hace el supuesto de que la tasa de interes de los activos externos es igual a la de los pasivos externos y que no existen depositos en el banco central del gobierno, la expresion 1 se simplifica y se obtendra:

$$(2) RCF = i_x(AX - PX) + i_{ga}AG + i_{fa}(AF - PF) + (i_{fa} - i_{fp})PF$$

El resultado cuasifiscal tenderá a ser negativo si los pasivos externos son mayores que los activos externos, cuando los pasivos internos sean mayores que los activos internos, o cuando la tasa de interés sobre los pasivos internos sea mayor sobre la tasa de los activos internos. (Machinea, 1991)

Más adelante se verá que lo anterior se cumple para el caso de Argentina, al utilizar desmedidamente los pasivos (LEBACs) Y ofrecer una alta tasa de interés.

Relación con el Tesoro Nacional

Los Gobiernos utilizan a sus Bancos Centrales como prestamista en caso de incurrir en déficit fiscales, los adelantos al tesoro es una de las principales instrumentos para financiar ese déficit, el problema comienza cuando se utilizan en forma desmedida, porque si ese déficit no es controlado y persiste en el tiempo, el aumento desmedido del circulante devenido del constante uso de esos adelantos genera aumento de precios; ocurre esto si se considera que

el crecimiento del PBI se mantiene por debajo del crecimiento de la Base Monetaria². Es por ello que el BCRA utilizó en esta última década una herramienta, novedosa en la política monetaria Argentina, para retirar dinero que se denomina Letras del BCRA o LEBACs; siendo estas un título de deuda emitido por la autoridad monetaria a corto plazo, de 30 a 252 días en pesos o en dólares³. Los objetivos principales provenientes del uso este instrumento son por un lado buscar que la inflación suba lentamente, ya que quienes compran las letras entregan pesos al Banco Central y no se destina al consumo y bajar la demanda del dólar⁴, ya que al ofrecer una tasa de interés lo suficientemente atractiva en pesos se genera mayor incentivo a comprar LEBACs que dólares.

Lo expuesto en el párrafo anteriores genera un grave problema, si el stock de estas LEBACs se incrementa en el tiempo, a medida que el BCRA sigue financiando el déficit del tesoro nacional, esto ocasionará un nuevo déficit el "cuasi fiscal", porque el BCRA deberá seguir emitiendo para pagar intereses por esas letras y además seguirá creciendo el stock, generando esto una combinación explosiva que ejerce presión sobre el nivel general de precios.

Política Monetaria

Historia Reciente

A partir de la salida de la convertibilidad y la devaluación posterior, la política monetaria atravesó por varias etapas, todas ellas bajo el gobierno del partido justicialista que estuvo en el poder durante los últimos 14 años.

² Esto responde a la teoría cuantitativa del dinero.

³ Mayoritariamente su emisión es en pesos.

⁴ En Argentina es común que los particulares se refugien en esta moneda debido a los constantes desatinos de la política económica de los gobiernos en el pasado.

En la *primera etapa* el BCRA aprovechó la entrada de divisas, provenientes del comercio exterior (ver anexo cuadro 1), para recomponer las reservas que habían disminuido y llegado apenas a \$36.591 millones (U\$S 8.996 millones) en julio de 2002, representando el 27.8% del total del activo de la autoridad monetaria, como lo indica el **gráfico 1**; esta acumulación de reservas llevo al aumento del pasivo del BCRA, es decir el crecimiento de la base monetaria, entre junio de 2002 y junio de 2003 aumento diecisiete puntos porcentuales como se aprecia en el **gráfico 2**. Esto último sirvió para monetizar la economía, ya que la salida de las reservas en los momentos anteriores al fin de la convertibilidad ocasionó a la disminución de la cantidad de dinero en la economía. Debido a lo explicado anteriormente el BCRA practicante no debió esterilizar en esta etapa.

Luego de la estabilización de la economía a partir del año 2004, el aumento considerable de reservas (representaba en Junio de 2007 el 63% del Activo) , llevó al BCRA a hacer un importante esfuerzo para sostener el tipo de cambio en un nivel competitivo (comprando divisas), no dejándolo apreciar y por lo tanto durante esta *segunda etapa*, el BCRA utilizó distintos mecanismos para absorber pesos del mercado que debió emitir para comprar moneda extranjera, desde el crecimiento del mercado de pases⁵, la emisión de Letras y Notas (representando estas últimas el 36.4% del pasivo en Junio de 2007 **gráfico 2**) y la cancelación anticipada de redescuentos y por último la ayuda del Tesoro Nacional; este fue de vital importancia, el superávit financiero ayudó al Banco Central a esterilizar el excedente de pesos emitidos, esta acumulación de dólares por parte del Tesoro Nacional dio como resultado el pago al FMI de la deuda a finales de 2005.

⁵ Implica el retiro de circulante a raíz de la venta de certificados de depósitos bancarios o títulos que decide el Central, de acuerdo a las facultades que la Carta Orgánica le confiere.

Hacia el año 2008 el activo del BCRA había crecido considerablemente, del lado del pasivo se incremento la cantidad de pesos emitidos, llegando a ubicarse en junio de 2007 en el 48.2% del total del pasivo, mientras también crecían las Letras y Notas⁶ por la esterilización que se llevaba a cabo para que el tipo de cambio no se depreciara más de la cuenta y encendiera alarmas en el sector industrial. En esta etapa la estabilidad cambiaria era respaldada por un Banco Central que atesoraba en el año 2007 reservas que representaban el 17.7% del PBI (**grafico 3**) y el pasivo monetario apenas representaba el 70% de las reservas en Junio de 2009 (cuadro 2-anexo).

Finalmente la historia nos llevó a una *tercera etapa*, donde las desacertadas políticas económicas produjeron un continuo deterioro de las cuentas del BCRA y por lo tanto de su balance. En esta etapa aparece un actor muy importante “el déficit fiscal”, el **gráfico 4** nos indica el continuo aumento a partir del año 2009, que llevó a su creciente monetización a través de los adelantos al tesoro y transferencia de utilidades; el **gráfico 1** muestra un claro aumento a partir del año 2011 de los adelantos al tesoro, llegando al 23,9% en 2013 y también con ayuda del **gráfico 5** se observa la injerencia del sector público en la creación de la base monetaria. Se le suma a lo anterior el crecimiento de los títulos que pasaron a ocupar en 2014 el 42% del activo, habiendo representado en junio de 2009 apenas el 15.9% (**grafico 1**). Esta emisión desmedida se trasladó al nivel general de precios que comenzó a aumentar peligrosamente, como muestra el **gráfico 6**, en donde la inflación interanual en junio de 2014 llego al 41%, previamente en enero de ese año el gobierno debió sincerar el tipo de cambio, dejándolo depreciar en un 38%.

⁶ Si bien las Letras y Notas iban en crecimiento, no resulta preocupante porque el nivel de reservas va en crecimiento también.

Lo explicado anteriormente trajo como consecuencia la pérdida de competitividad del tipo de cambio real, ya que el gobierno decidió sostener un tipo de cambio nominal ficticio, a pesar de que se iba depreciando a medida que aumentaba la emisión monetaria, así como también imponer la restricción a la compra de dólares hacia finales de 2011, ocasionando más presiones sobre el valor de la moneda norteamericana. El resultado de esto fue la fuga de capitales que se calcula en más de U\$S 100.000 millones, la pérdida de reservas del Banco Central que llegó en 2013 a un valor inferior al de la salida de la convertibilidad, **gráfico 3**. Así como también la formación de un mercado negro de la divisa estadounidense, en el **grafico 7** se observa que la brecha llegó en a su pico máximo en mayo de 2013 (100,43%).

En el **gráfico 8** se puede ver como el índice del tipo de cambio real volvió a valores previos a la salida de la convertibilidad, es decir comenzó una apreciación que llevo a que lo productos argentinos no sean competitivos en relación a los principales destinos de exportación. Habiendo comenzado su caída vertiginosa a partir de finales del año 2009 recuperándose luego de la devaluación de 2014; pero sin embargo el ancla cambiaria y el aumento de los costos llevaron a que este indicador cayera notoriamente debajo de 100, mostrando claramente la pérdida de competitividad.

Esta última etapa es muy importante porque a finales de 2015 se eligió un nuevo gobierno que decidió quitar el ancla cambiaria, mejorando el tipo de cambio real en el corto plazo, pero nuevamente los altos costos y la inflación que generó el sinceramiento del tipo de cambio, conllevaron a la nueva apreciación del tipo de cambio real.

Actualmente el gobierno debe lidiar con una economía estancada con un nuevo brote inflacionario que a junio de 2016 representa nuevamente el 40% interanual, la imposibilidad de bajar el déficit fiscal y el altísimo nivel de letras emitidas que llegan a más de 500.000 millones de pesos, lo cual sigue obligándolo a mantener altas tasas para que el circulante no se traslade a la compra de dólares (el tipo de cambio sigue retrasado) ni al consumo, provocando un efecto no deseado en el nivel de la actividad económica, que es la disminución de la actividad industrial.

Gráfico 1

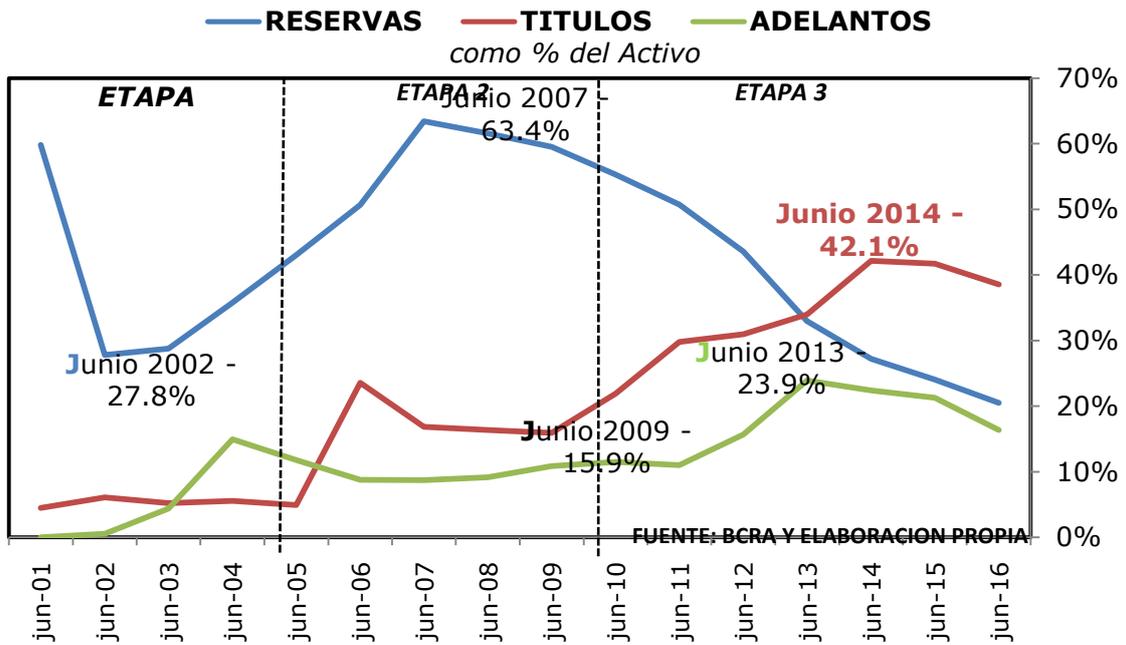


Gráfico 2

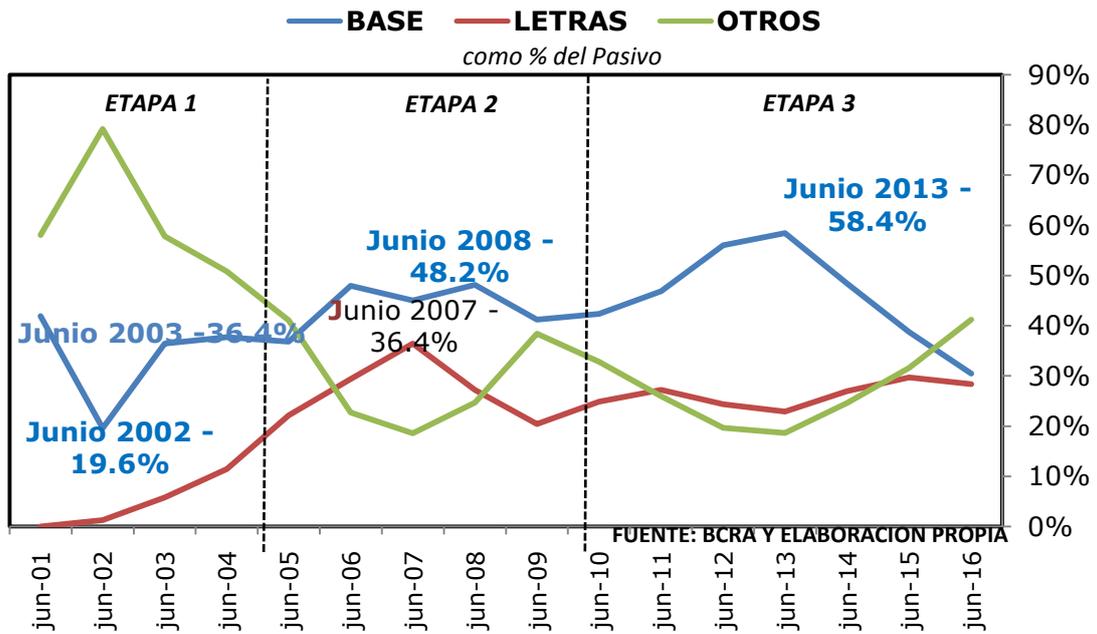


Gráfico 3

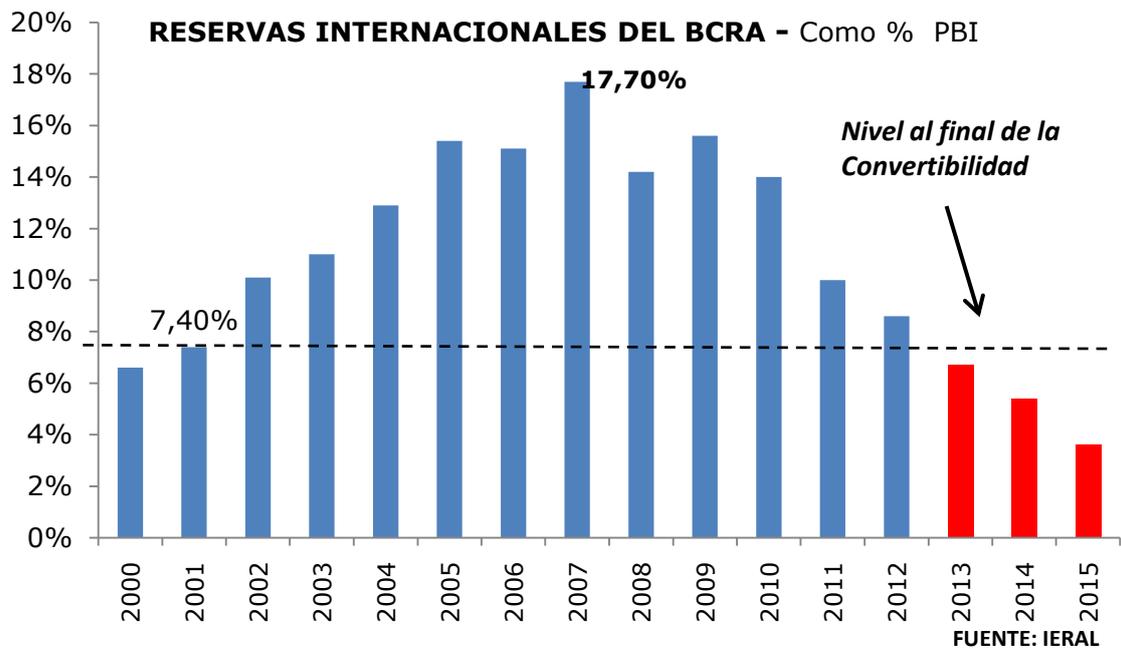


Gráfico 4

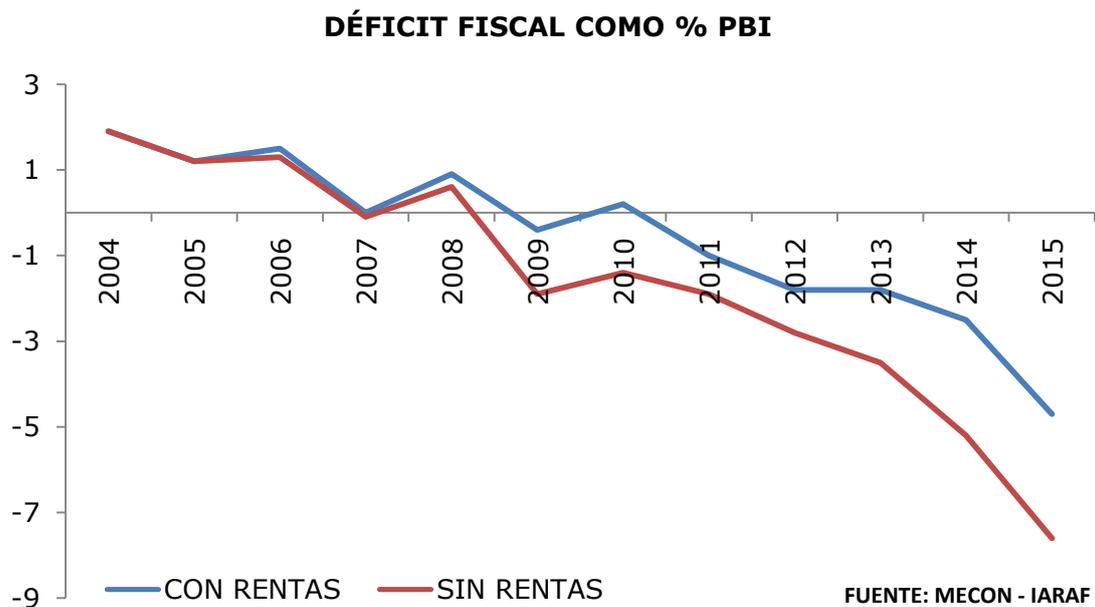


Gráfico 5

FACTORES QUE EXPLICAN LA VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA

en millones de pesos \$

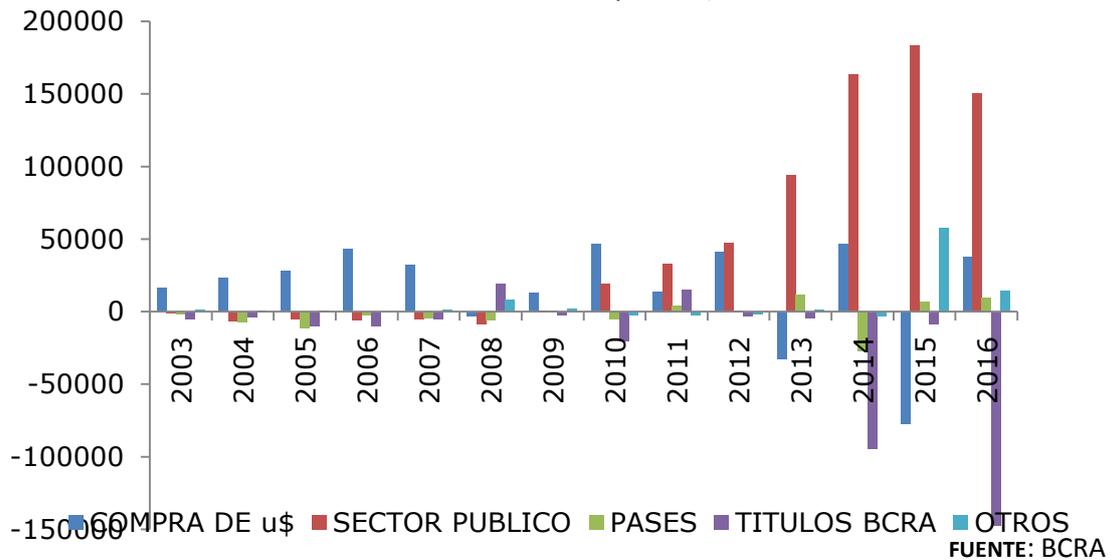


Gráfico 6

INFLACION INTERANUAL MES DE JUNIO

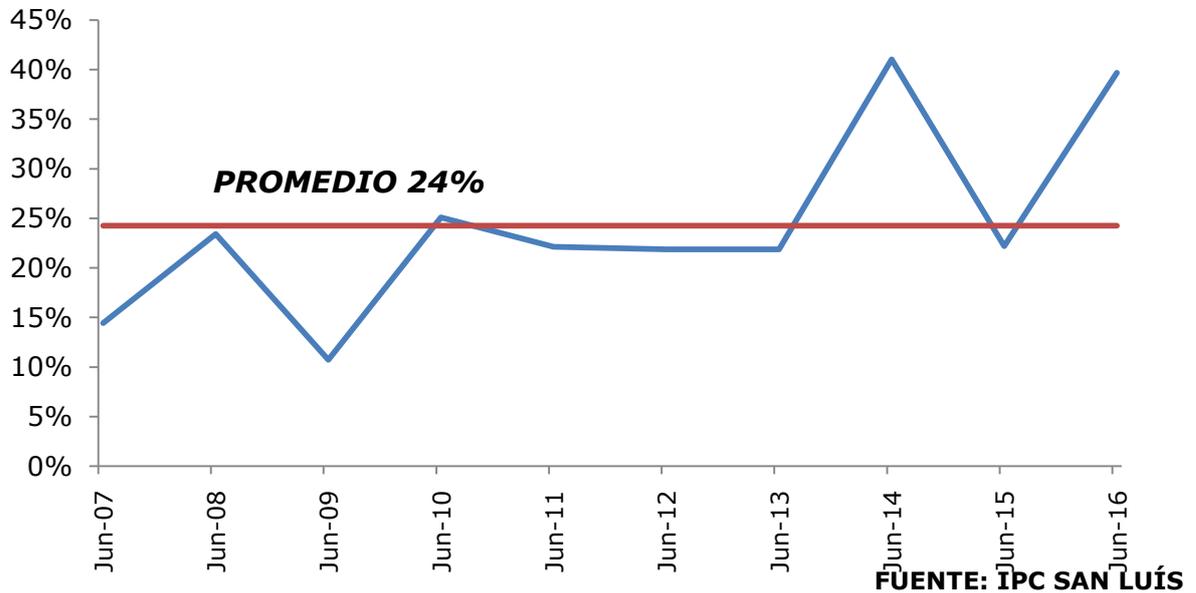


Gráfico 7

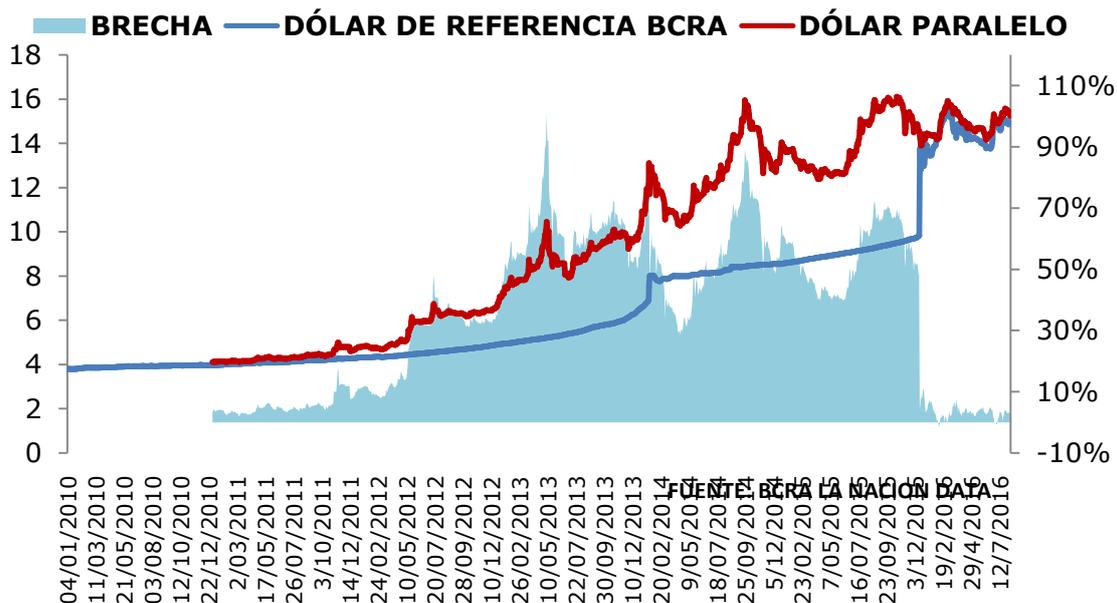
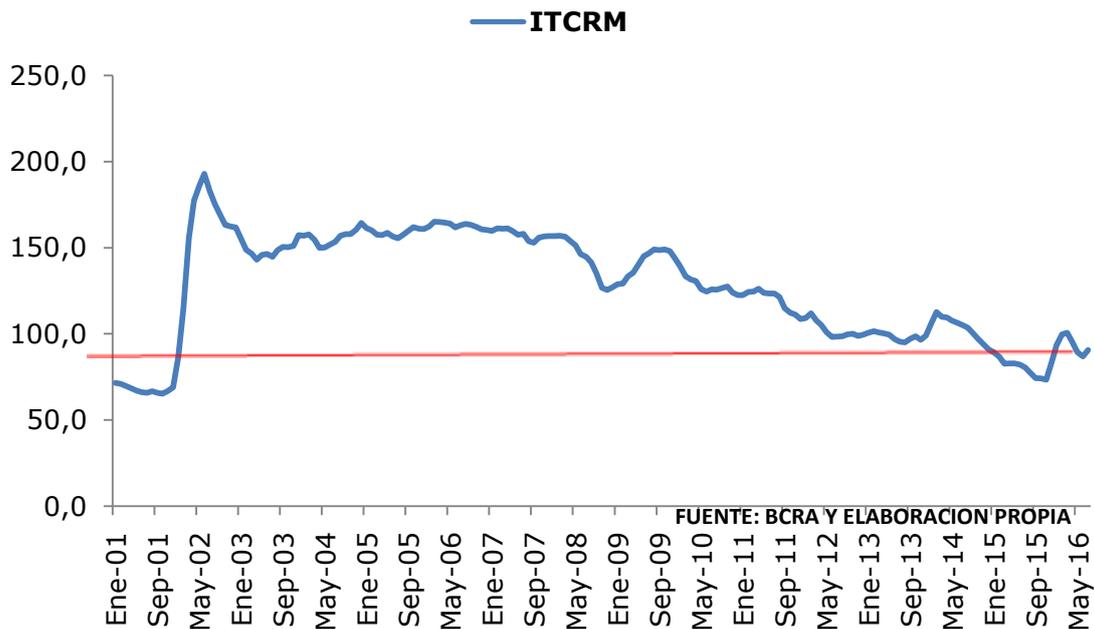


Gráfico 8



Evolución del uso de las LEBACs

Anteriormente se describió como se utilizó, durante la última década, a las letras del BCRA para estilizar la emisión monetaria y así no generar una Base Monetaria fuera de control que ocasione presiones inflacionarias y sobre el valor del dólar. El **gráfico 9** muestra la evolución de las LEBACs en relación a los adelantos al Tesoro por parte del BCRA y a la Base Monetaria, como se observa desde enero del 2014 el stock de LEBACs se incrementa de manera alarmante y va en sintonía con el crecimiento de la Base Monetaria y los adelantos al Tesoro Nacional. 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 la actualidad. Esto se evidencia si revisamos el stock (ver anexo-cuadro 2) a partir de diciembre de 2013 que fue de 96.925 millones de pesos a 588.000 millones, representando un aumento del 506% y si tenemos en cuenta la inflación del período que fue del 120%, vemos la importancia que ha cobrado esta herramienta financiera en para contener la expansión monetaria desmedida.

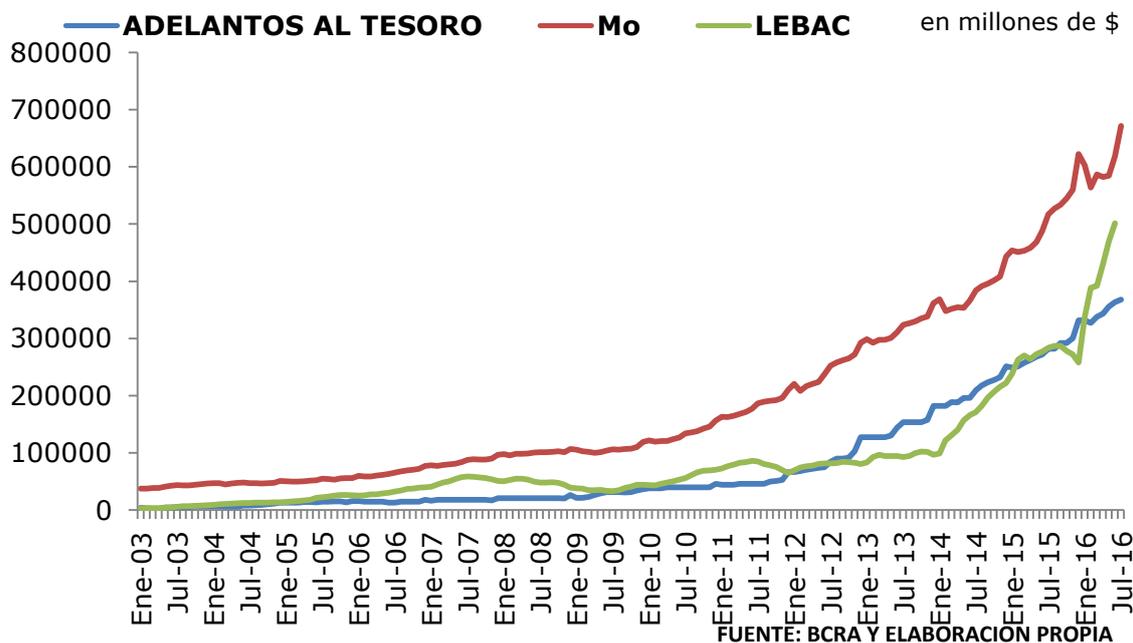
Cobra más importancia el incremento cuando se analizan distintos ratios como es el caso de la relación porcentual con la base monetaria, en el **gráfico 10** se ve claramente como empieza a subir esta relación a partir de diciembre de 2013, si bien la relación fue alta en julio de 2007, aquí no resultaba peligroso porque esto se debía al crecimiento de las reservas. Pero en cambio si observamos los últimos dos años comparando la evolución con las reservas, que empezaron una franca caída luego del cepo cambiario, y el crecimiento de los adelantos del tesoro, se ve claramente la

tendencia declinante entre principios del 2012 hasta finales del 2013, para luego comenzar a crecer fuertemente, representando el stock de LEBACs el 81% de la Base Monetaria , por lo que al Banco Central le resulta imperioso poder renovarlas a medida que van venciendo, ya que de lo contrario se produciría un fenomenal aumento de la base monetaria.

Otro indicador que nos muestra la importancia del stock de LEBACs es la variación interanual de la suma de las LEBACs más la Base Monetaria, comparada con la variación interanual de la Base Monetaria, en el **gráfico 11**, se ve notoriamente que ambos 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 Base monetaria se estabilizó en una tasa de crecimiento interanual de alrededor del 20% hasta finales del 2014. La tasa de crecimiento interanual de las LEBACs + M0 comenzó a crecer de manera mucho más acelerada, en este período, llegando a una tasa de crecimiento mayor al 50%, lo que es muy superior a la tasa de crecimiento de la base monetaria. Si bien año 2015 se redujo la brecha, por el aumento de la Base Monetaria que no se esterilizó, debido a que fue un año electoral y el gobierno no quiso aplicar políticas contractivas. A partir de 2016 vuelve a repetirse el fenómeno con el nuevo gobierno

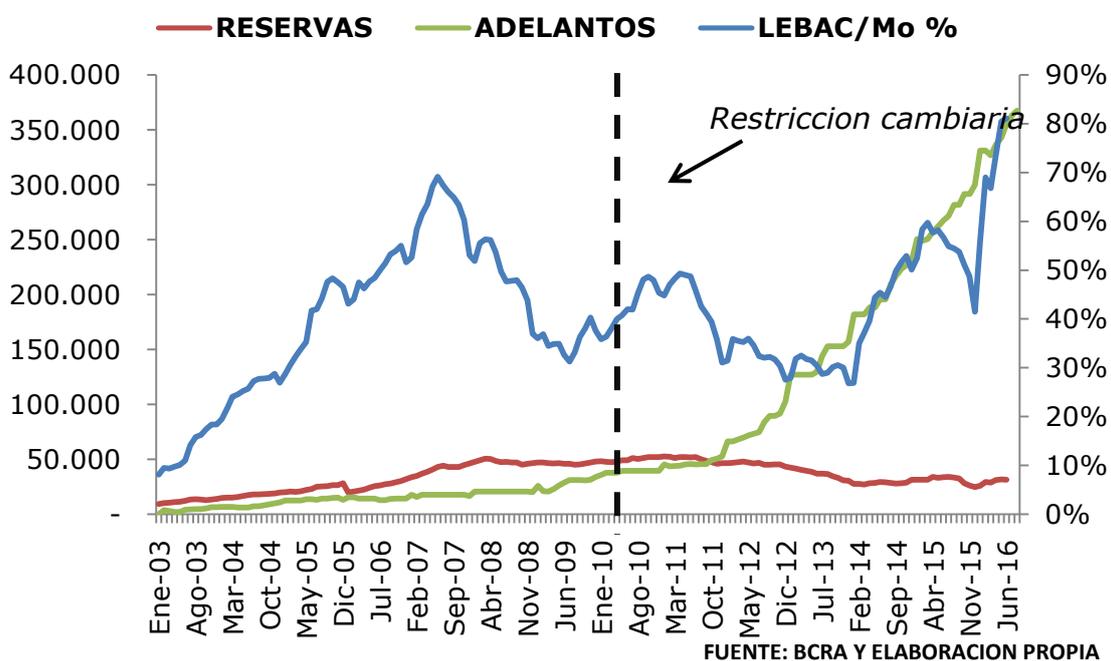
Lo anterior indica que la monetización del déficit y el posterior retiro de circulante vía letras siguió fuertemente durante estos últimos años, y que al nuevo gobierno se le está haciendo imposible terminar con este problema

Gráfico 9



Gráfico

10



Finalmente si se construye un indicador con la suma de la Base Monetaria más LEBACs y se lo divide por el total de las reservas, es decir un dólar convertible, y luego se calcule la brecha con el tipo de cambio nominal de mercado, podemos ver con ayuda del **gráfico 12** que a partir del tercer trimestre del año 2010 la brecha comienza crecer en forma continua, debido a la pérdida del superávit fiscal y a su creciente monetización, solo disminuyendo en enero de 2014 con la devaluación, y luego también disminuyendo con la liberación del mercado de cambio, previamente alcanzando un pico máximo del 230% en sintonía con un déficit fiscal del 7.6% Posteriormente volviendo aumentar, al no disminuir la emisión de pesos porque el gobierno aún no puede equilibrar sus finanzas. Esto muestra las presiones que genera la emisión sobre el tipo de cambio nominal y como el gobierno anterior lo mantuvo muy por debajo del valor de mercado. Si bien este indicador muestra un "dólar convertible", lo cual no es un valor tan representativo si se tiene en cuenta la tendencia mundial a desvincular la cantidad de reservas de la emisión, debido a su sostenimiento en la confianza del valor de la moneda en el futuro, sin embargo la experiencia en Argentina muestra lo contrario, ante una importante caída en las reservas, aparece la desconfianza en la moneda soberana y la posterior fuga a otra moneda fuerte, lo cual lo hace un indicador a tener en cuenta.

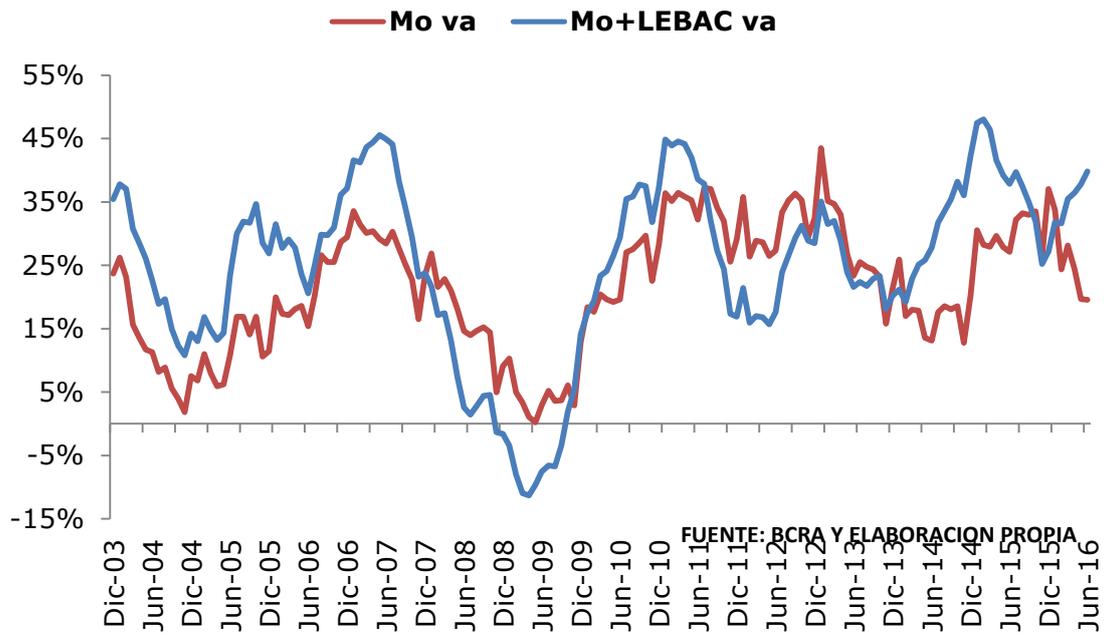
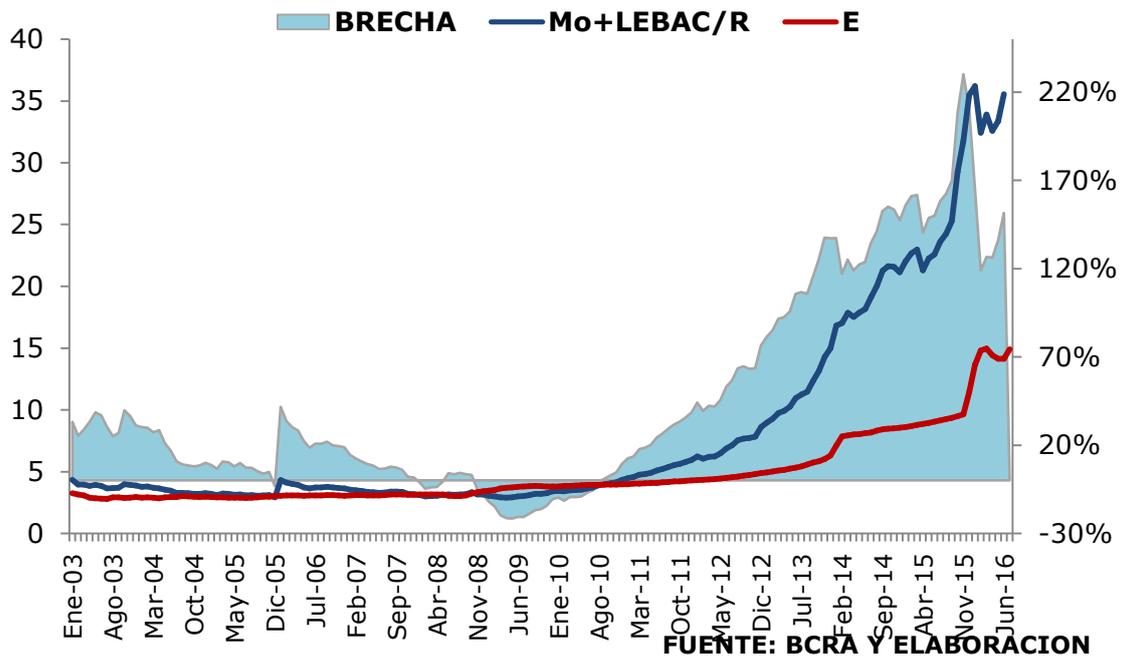


Gráfico 12



Implicancias de las LEBACs en el Sector Financiero

La necesidad de absorber dinero por parte del BCRA lleva a aumentar las tasas de interés y eso se ve en el aumento de la tasa de las letras de BCRA que como se observa **en el gráfico 13**, llegó al 28.71% en diciembre de 2013 (para letras de 90 días) aumentando casi el doble en solo dos meses (desde octubre del mismo año) y manteniéndose por encima del 26% desde esa fecha y llegando a un máximo de 34% en febrero de 2016, esto lógicamente empuja a las tasas de “referencia del mercado” como son la tasa BADLAR⁷ y la de los depósitos a plazo de particulares de menor monto.

El esquema déficit fiscal sumado a la monetización del mismo y finalmente la absorción de la emisión, explica la situación que muestra el **gráfico 14** en donde a partir de enero de 2014 la relación LEBACs/depósitos ha ido aumentando por la necesidad de absorber depósitos de los bancos para quitar aún más liquidez, lo cual como se explicó anteriormente llevó a que la tasa de interés aumente continuamente, esto trae consecuencias sobre los créditos que disminuyen por su alto costo financiero, y que a su vez golpea al consumo, contribuyendo al estancamiento de la economía.

Se ve en el **gráfico 15** como ha disminuido la variación interanual de los créditos, llegando a enero de 2014 al 19%, recuperándose bastante durante 2015 por algunas líneas de créditos subsidiadas, otorgadas por el gobierno anterior, pero descendiendo nuevamente sobre el final de 2015 con el fuerte aumento de las tasas. Finalmente puede verse como el crecimiento interanual de LEBACs toca su máximo en enero de 2015 (141%) en coincidencia con el mínimo de la variación interanual de los créditos; los tres últimos años nos muestran claramente esta relación inversa.

⁷ Tasa para un plazo de 30-35 días y para montos de más de un millón de pesos.

Gráfico 13

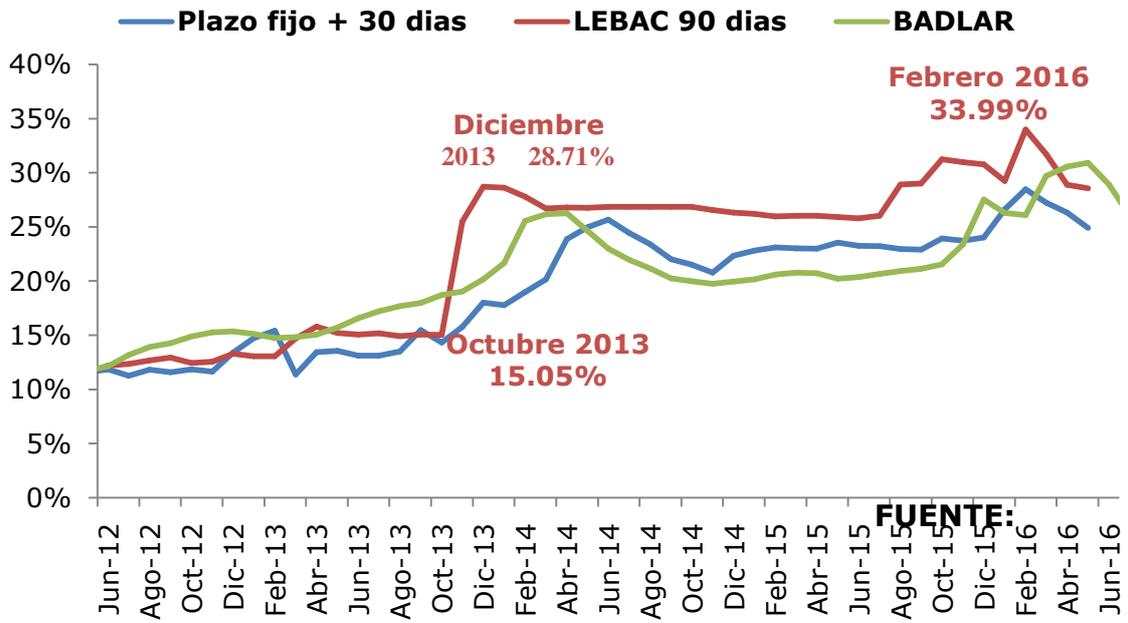


Gráfico 14

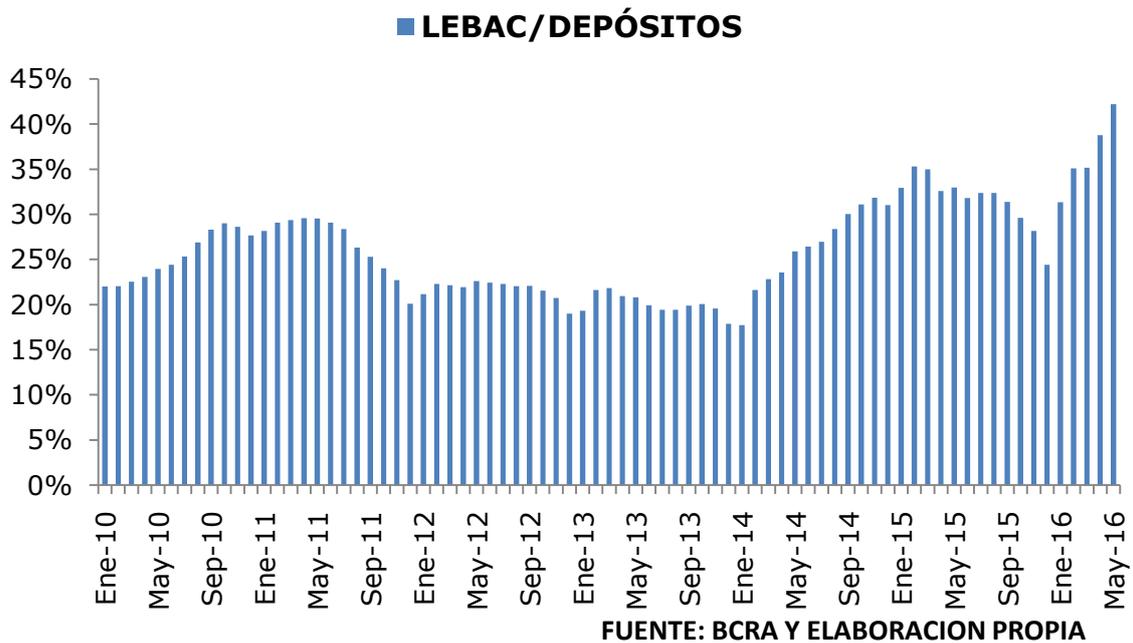
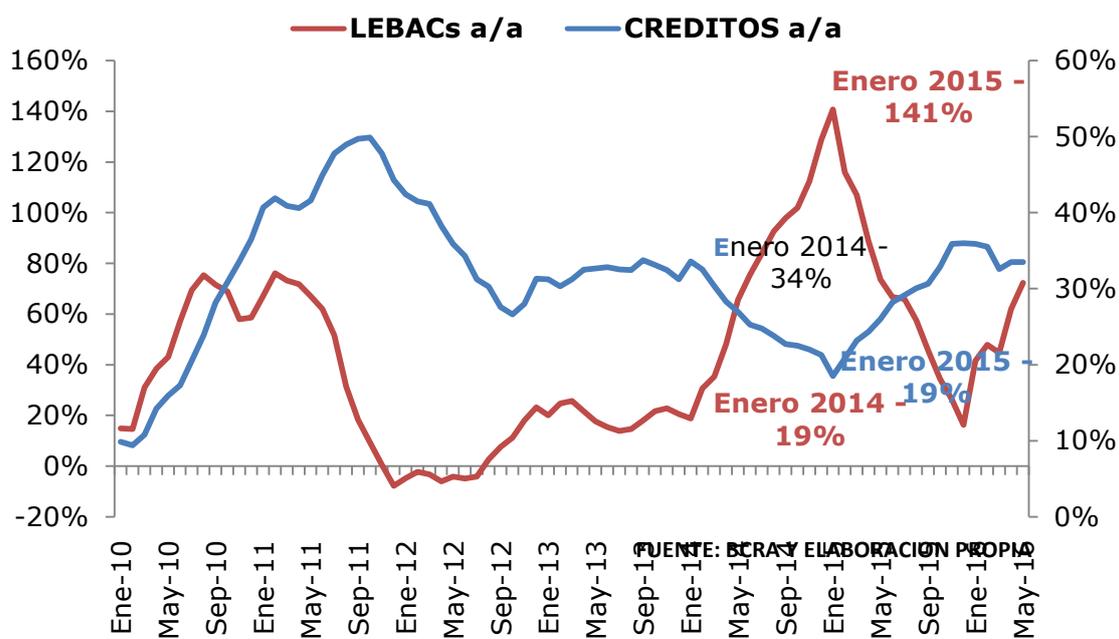


Gráfico 15



Implicancias de las LEBAcs en el Balance del Banco Central

Si bien se fue explicando la injerencia de las letras en el esquema del Banco Central, es necesario aclarar la importancia de este instrumento en el futuro. El gobierno actual realiza esfuerzos desmedidos para bajar la tasa de inflación, estos esfuerzos requieren de más absorción de pesos debido a la dificultad de disminuir el déficit fiscal en el corto plazo y su posterior monetización. Esto trae un problema muy serio y este es el creciente aumento del stock de LEBAcs con la consecuencia del pago de intereses que son cada vez mayores. Actualmente el stock representa alrededor de 588.000 millones de pesos, si se tiene en cuenta que el año pasado pagó cerca de 80.000 millones de pesos (en 2014 se pagaron \$44.000 millones y en 2013 apenas 14.000 millones), se calcula que con el stock actual pagara alrededor de 200.000 millones (solo renovando las existentes), lo cual genera un efecto "bola de nieve" imparable, que ocasiona a su vez presiones sobre el tipo de cambio y un mayor aumento del déficit cuasi fiscal y en consecuencia más expansión monetaria.

Conclusiones y Posibles Soluciones

EL Banco Central ha sido en los últimos años prácticamente la única fuente de financiamiento del Tesoro, lo cual ha dejado consecuencias negativas sobre su balance. Este se ha visto afectado por la emisión de pesos para financiar el déficit fiscal con la expansión del pasivo sin respaldo, y particularmente del pasivo remunerado LEBACs para absorber dicha emisión. Si le sumamos la utilización de reservas para pagar deudas y evitar que se dispare el valor del dólar, la calidad del activo también se ha deteriorado claramente.

La relación déficit fiscal - monetización - absorción, ha llevado a una encrucijada al nuevo gobierno que aún no puede resolver, debido a que esta situación ha empeorado por el crecimiento de las letras del BCRA que generan aún más emisión, debido al déficit cuasi fiscal.

Lo principal sería bajar en el corto plazo el déficit fiscal, siendo este el principal artífice del serio problema planteado. Sin embargo por estos momentos es muy difícil que esto ocurra ya que la combinación de tasas altas y ahorro fiscal podría generar la profundización de la recesión y con ello problemas sociales serios para un gobierno que está dando sus primeros pasos.

El gobierno actual ha podido salir del default, lo cual representa cierto alivio, podría ensayar una salida a través de la emisión de un bono en dólares para retirar parte de las LEBACs. Otra salida es cancelar los adelantos emitiendo Letras del Tesoro (a plazos similares a las LEBACs) y así pasar a operar en forma parecida a lo que hace el Banco Central, dejando de utilizar como financista, para este caso es bastante favorable su aplicación ya que la deuda de corto plazo del Tesoro Nacional es muy baja. Pero se debe tener en cuenta el problema de endeudarse tan rápido en el corto plazo y es la posibilidad de incurrir en un "festival de bonos" que genere desconfianza en los ahorristas.

Bibliografía

Battaglia, Juan José (2014) "El balance del BCRA, *Señales preocupantes*", el Economista diario Sección Economía, www.eleconomista.com.ar

BCRA (2016), Publicaciones y Estadísticas, base de datos en línea
[www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Monetarias financieras.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Monetarias_financieras.asp)
[www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indice tipo cambio real multilateral.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indice_tipo_cambio_real_multilateral.asp)
[www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Base monetaria.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Base_monetaria.asp)
[www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Letras notas.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Letras_notas.asp)

Capello, Marcelo y Grión, Néstor (2013), "Las Reservas del BCRA en perspectiva histórica y comparada", Revista Novedades económicas, Año 35 - Edición N° 755.

Dapena, Jose (2013), "La situación Patrimonial del Banco Central", Revista UCEMA, Edición N°27.

De Gregorio, Jose (2003), El Bnaco Central y la Inflación. Documento de política Económica 5, Banco central de Chile. Santiago de Chile
Frenkel R. (2010), "Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria", Revista de Economía Política de Buenos Aires año 2 vols. 3 y 4.

Frenkel R. (2017), Rapetti, Martín (2007), "Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad", Center for Economic and Policy Research.



A6. V2. Noviembre de 2016
Revista Científica de Ciencias Económicas /
ISSN 1853-5690 / Av. Luis M. de la Fuente s/n. La Rioja.
Argentina. / <http://oikonomos.unlar.edu.ar>

Gay, Alejandro. (2016), Política Económica "Analizando el enigma de la Argentina". Tomo I. FCE-UNC

Giachetti, Mariano (2015), "Evolución de las LEBAC's", www.cavallo.com.ar

Grey, Simon y Talbot Nick (2006), "Operaciones Monetarias", Centre for Central Banking studies Bank of England.

IARAF (2015), "Peso relativo del gasto público argentino *Evolución, determinantes, y efectos de su aumento*".

Iunnisi, Cristian S, (2003), "El Banco Central y la política de esterilización: Una introducción teórica", Invenio, Universidad del Centro Educativo Latinoamericano Rosario, Argentina.

Machinea, José Luís, (1991), "El papel del Banco Central en los países de América Latina", Serie docente nº 8, CIEPLAN.

Madura, Jeff (2012), "Mercados e Instituciones Financieras", Cengage Learning, 8 edición.

Ortiz Batalla, Javier (1998), "Los Bancos Centrales en América Latina, sus antecedentes históricos", Universidad de San Andrés. Sudamericana

Panettieri, José (1983), "Devaluaciones de la Moneda (1822-1935)", Biblioteca Política Nacional. CEAL.

Anexo Datos del BCRA

Tabla 1

<i>En miles de \$</i>	jun-16	jun-15	jun-14	jun-13	jun-12	jun-11	jun-10	jun-09
ACTIVO								
RESERVA S	455,168,560	307,590,239	238,111,906	199,279,799	209,738,060	212,518,430	193,602,952	174,679,038
TITULOS	856,468,536	533,657,772	368,870,683	205,675,491	149,089,325	124,725,446	76,737,273	46,777,192
ADELANTOS	363,750,000	272,350,000	196,350,000	144,780,000	75,480,000	46,180,000	40,180,000	31,880,000
OTROS	547,628,092	166,075,847	72,039,006	55,457,024	47,237,430	35,515,663	39,645,510	40,129,739
TOTAL	2,223,015,188	1,279,673,858	875,371,595	605,192,314	481,544,815	418,939,539	350,165,735	293,465,969
PASIVO								
BASE	631,231,435	482,719,303	370,611,014	307,549,419	244,157,629	176,683,549	127,162,592	103,185,015
LETRAS	588,834,921	370,347,452	206,363,280	120,483,432	106,045,577	102,674,822	74,666,638	51,153,124
OTROS	855,658,559	394,588,391	188,706,494	98,241,681	85,599,627	97,966,385	98,753,219	96,282,221
TOTAL	2,075,724,915	1,247,655,146	765,680,788	526,274,532	435,802,833	377,324,756	300,582,449	250,620,360
PN	147,290,273		109,690,807	78,917,782	45,741,982	41,614,783	49,583,286	42,845,609
TOTAL P+PN	2,223,015,188	1,279,673,858	875,371,595	605,192,314	481,544,815	418,939,539	350,165,735	293,465,969
E	14.92	9.09	8.13	5.39	4.53	4.11	3.93	3.80

<i>En miles de \$</i>	jun-08	jun-07	jun-06	jun-05	jun-04	jun-03	jun-02	jun-01
ACTIVO								
RESERVA S	143,697,272	133,390,083	78,631,679	66,638,635	51,642,635	34,040,174	36,591,282	23,326,643
TITULOS			36,548,917	7,680,871	8,092,786	6,195,897	8,041,272	1,759,713
ADELANTOS	38,176,007	35,460,857	13,598,200	18,295,936	21,558,144	5,178,000	700,000	0
OTROS			26,424,561	62,380,031	63,038,010	73,010,240	86,493,095	13,896,854
TOTAL	233,323,539	210,337,078	155,203,357	154,995,473	144,331,575	118,424,311	131,825,649	38,983,210
PASIVO								

	102,222,63		63,563,5	51,423,8	48,626,6	37,674,5	20,189,2	14,421,0
BASE	8	83,674,915	32	31	99	47	80	18
			38,878,1	30,943,9	14,787,7	5,977,63	1,299,81	
LETRAS	57,684,711	67,709,898	55	81	00	3	3	0
			30,072,4	57,489,5	65,545,9	59,785,5	81,767,7	19,987,6
OTROS	52,377,954	34,559,718	21	89	38	14	96	27
	212,285,30	185,944,53	132,514,	139,857,	128,960,	103,437,	103,256,	34,408,6
TOTAL	3	1	108	401	337	694	889	45
			22,689,2	15,138,0	15,371,2	14,986,6	28,568,7	4,574,56
PN	21,038,236	24,392,547	49	72	38	17	60	5
	233,323,53	210,337,07	155,203,	154,995,	144,331,	118,424,	131,825,	38,983,2
TOTAL								
P+PN	9	8	357	473	575	311	649	10
E	3.02	3.09	3.08	2.89	2.96	2.79	3.80	1.00

Cita de este artículo:

MOLINA GÓMEZ, D. (2016) "LEBAC: Los peligros del creciente endeudamiento del BCRA". *Revista OIKONOMOS [en línea] 15 de Noviembre de 2016, Año 6, Vol. 2. pp.49-75* . Recuperado (Fecha de acceso), de <http://oikonomos.unlar.edu.ar>