

El límite fiscal y monetario de la tasa de interés

Resumen y conclusiones

- La política monetaria y fiscal empiezan a tener restricciones espejadas. Al tiempo que el financiamiento del Tesoro Nacional se ha vuelto más dependiente del Banco Central, la implementación de la política monetaria está quedando, indirectamente, más condicionada a la dinámica que exhiben las cuentas públicas.
- El importante aumento del stock de Lebacs y Nobacs durante los últimos dos años tuvo dos etapas bien diferenciadas en cuanto a los tomadores del mismo. Los bancos públicos asumieron un rol protagónico en los últimos meses.
- La dinámica actual de aumento de las tenencias de Lebacs y Nobacs por parte de los bancos públicos no es sostenible. Aunque todavía hay algún margen para continuar por este camino, los tiempos se acortan.
- El propósito de mantener o bajar la tasa de interés que ha seguido el Banco Central en los últimos meses comienza a ser a expensas de otros objetivos, tales como: (1) disminuir el ritmo de esterilización (aumento de expansión monetaria), o (2) desplazar el crédito del sector privado a favor del sector público.

Daniel Marx
daniel.marx@qf.com.ar

José M. Echagüe
jechague@qf.com.ar

Virginia Fernández
vfernandez@qf.com.ar

Diego Chameides
dchameides@qf.com.ar

Ernesto Gaba
Consejero
egaba@qf.com.ar

T + 54 11 4345-0003

www.qf.com.ar

La política monetaria y fiscal empiezan a tener restricciones espejadas. Al tiempo que el financiamiento del Tesoro Nacional se ha vuelto más dependiente del Banco Central, la implementación de la política monetaria está quedando, indirectamente, más condicionada a la dinámica que exhiben las cuentas públicas.

Además de la presión sobre el nivel de reservas, el financiamiento al Tesoro implica para el Banco Central una exigencia adicional, ya que una parte importante del mismo tiene contrapartida monetaria, aumentando las necesidades de esterilización (emisión de Lebacs y Nobacs) para cumplir con las metas del programa monetario, con efectos esperables sobre la tasa de interés.

En los últimos meses, las posibilidades de llevar a cabo estos objetivos descansan cada vez más en la capacidad que poseen los bancos públicos para demandar estos instrumentos. Indirectamente, esto es equivalente a la capacidad que tiene el sector público de acumular excedentes financieros.

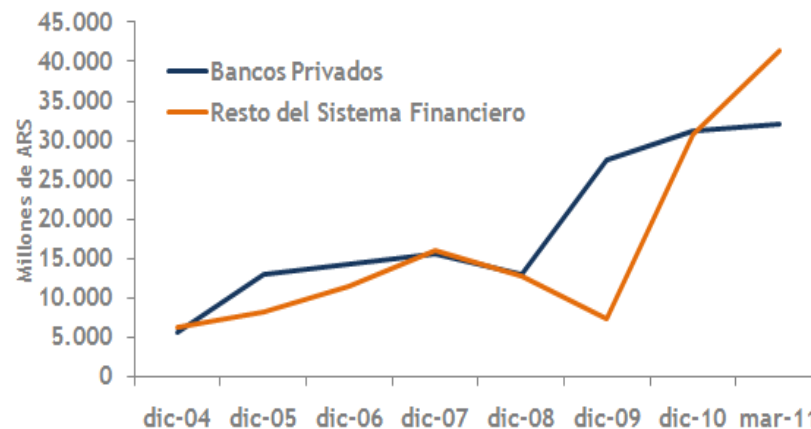
Repasando la dinámica reciente: bancos privados ceden el protagonismo

Terminada la inyección de liquidez que requirió el contexto de crisis de 2008, el Banco Central retomó un ambicioso plan de colocación de Lebacs y Nobacs. El stock de estos títulos se acrecentó desde diciembre de 2008 más de un 110%. Sin embargo, las tasas que pagan los mismos no sufrieron incrementos significativos e incluso llegaron a caer en los últimos meses. La explicación de este fenómeno no es tan obvia, pero entender la mecánica reciente es fundamental para dilucidar lo que puede ocurrir en el futuro cercano. Estudiar la actuación del sistema financiero y su relación con la recaudación tributaria puede servir a ese fin.

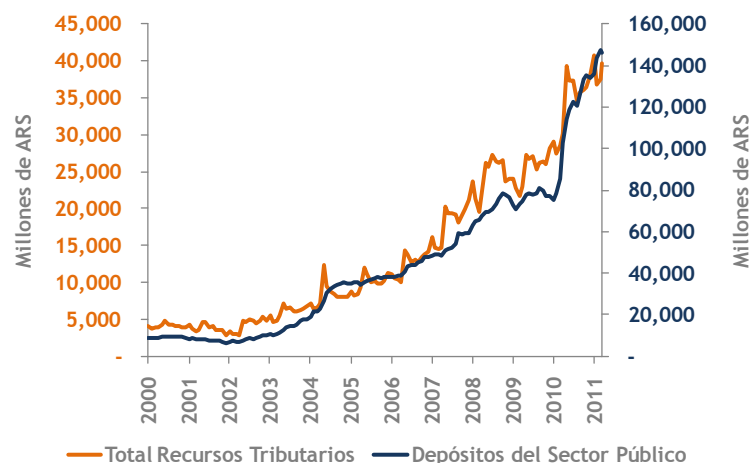
El aumento del stock de Lebac y Nobacs durante los últimos dos años tuvo dos etapas bien diferenciadas en cuanto a los tomadores del mismo. Mientras que durante 2009 los bancos privados incrementaron sus tenencias en 14.500 millones de pesos (+ 113% dic-09 respecto de dic-08), siendo los principales compradores, el año 2010 y principios de 2011 tienen al resto del sistema financiero, especialmente los bancos públicos, como protagonista excluyente en la compra de estos títulos (entre marzo de 2010 y el mismo mes de 2011 ampliaron su stock en más de 30.000 millones de pesos, que equivale a un aumento del 273%).

Este comportamiento puede explicarse analizando los pasivos de los bancos públicos, más específicamente, sus depósitos.

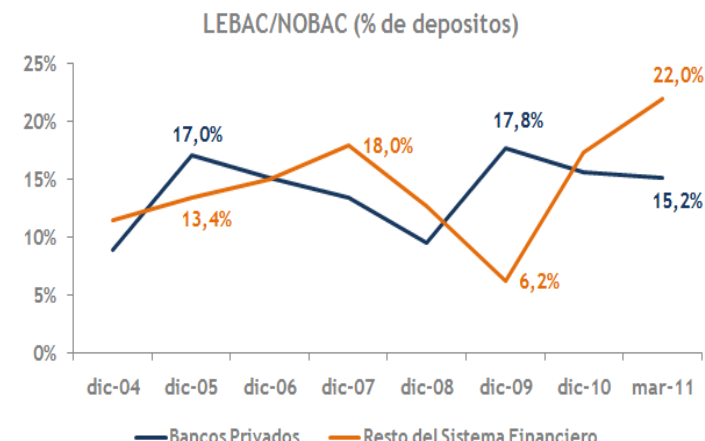
Tenencias de Lebac y Nobac en cartera propia



Depósitos del sector público y recaudación



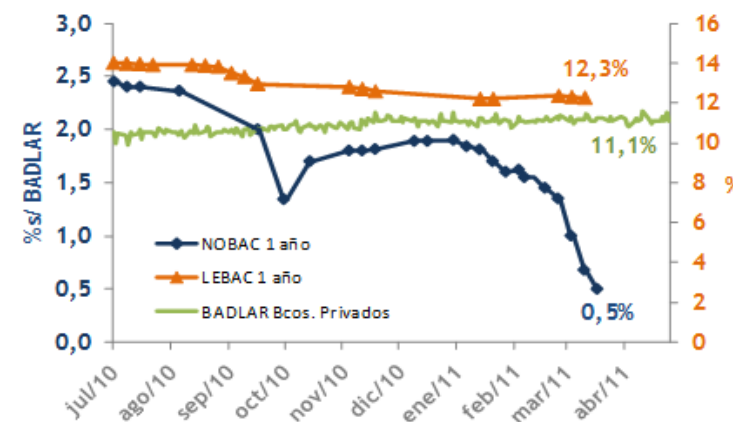
A diferencia del 2009, punto álgido de la crisis internacional, cuando los depósitos de estas instituciones crecieron algo por debajo de 17.000 millones de pesos (dic-09 respecto de dic-08), la recuperación de 2010 y la consecuente mejora de la recaudación tributaria, ayudaron a incrementarlos en aproximadamente 60.000 millones de pesos (dic-10 respecto de dic-09), dejando fondos libres suficientes para tomar la delantera en el mercado de Lebac y Nobac.



Se acerca la hora de elegir entre objetivos

El hecho de que en mar-11 (último dato disponible) la relación entre Lebacs y Nobacs vs. depósitos haya alcanzado máximos históricos en los bancos públicos da cuenta de los límites que está alcanzando esta estrategia. A partir de este punto, el propósito de mantener o bajar la tasa de interés que ha seguido el Banco Central en los últimos meses debería ser a expensas de otros objetivos, tales como: (1) disminuir el ritmo de esterilización, o (2) desplazar el crédito al sector privado a favor del sector público.

De producirse la suba de tasas no necesariamente será inmediata. Si el BCRA mantiene las metas del programa monetario 2011 y continua sosteniendo el ratio de Lebac y Nobac sobre la base monetaria en torno al 50% (nivel actual), sería esperable que por lo menos hasta el próximo mes las entidades públicas cuenten con espacio para seguir



absorbiendo los títulos que la autoridad monetaria desee colocar sin presionar sobre las tasas de interés. La segunda mitad de 2011 y, fundamentalmente, el 2012 incorporan algo más de incertidumbre al diagnóstico. Si bien las elecciones de octubre podrían influir para que los bancos públicos aumenten sus tenencias como porcentaje de sus depósitos para sostener la demanda de estos papeles (tienen margen para hacerlo), es claro que esta dinámica no puede continuar indefinidamente.

La tasa BADLAR casi no se modificó ante el aumento de la devaluación del peso. Este hecho acentúa la importancia del análisis del mercado de Lebacs, ya que son estos títulos los que están limitando sus posibilidades de aumento. Por lo tanto, siguiendo el razonamiento explicitado en el párrafo anterior, no vemos una suba inminente de esta tasa, pero las probabilidades de que esto ocurra se incrementan significativamente de cara a 2012.

| último dato | Nivel | | | | |
|-------------|----------|-------|---------|---------|----------|
| | 1 semana | 1 mes | 3 meses | 6 meses | 12 meses |

| Variación | | | | |
|-----------|-------|---------|---------|----------|
| 1 semana | 1 mes | 3 meses | 6 meses | 12 meses |

Tipos de cambio y tasas de interés

| | | | | | | | | | | | |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|--------|--------|
| ARS/USD Spot | 4.09 | 4.09 | 4.08 | 4.03 | 3.99 | 3.92 | 0.0% | 0.2% | 1.3% | 2.5% | 4.2% |
| Impl en Boden 12 | 4.45 | 4.48 | 4.29 | 4.21 | 4.02 | 3.95 | -0.7% | 3.7% | 5.7% | 10.7% | 12.6% |
| NDF 1m | 4.11 | 4.11 | 4.11 | 4.06 | 4.00 | 3.95 | -0.1% | 0.0% | 1.2% | 2.8% | 4.2% |
| NDF 6m | 4.29 | 4.30 | 4.29 | 4.25 | 4.14 | 4.16 | -0.2% | 0.1% | 1.1% | 3.7% | 3.2% |
| NDF 12 m | 4.62 | 4.63 | 4.62 | 4.56 | 4.35 | 4.48 | -0.3% | -0.1% | 1.4% | 6.3% | 3.1% |
| Rofex 6 m | 4.24 | 4.26 | 4.17 | 4.20 | 4.13 | 4.09 | -0.5% | 1.7% | 0.9% | 2.7% | 3.6% |
| BADLAR privada | 11.44 | 11.50 | 10.81 | 11.31 | 11.00 | 9.56 | -6 pb | 63 pb | 13 pb | 44 pb | 188 pb |
| Call a 1 día | 9.68 | 9.68 | 10.05 | 10.55 | 10.30 | 9.65 | 0 pb | -38 pb | -88 pb | -63 pb | 3 pb |
| BRL/USD Spot | 1.59 | 1.63 | 1.58 | 1.66 | 1.70 | 1.82 | -2.4% | 1.2% | -4.2% | -6.5% | -12.3% |
| Futuro 6m | 1.66 | 1.69 | 1.62 | 1.73 | 1.77 | 1.90 | -1.7% | 2.7% | -4.1% | -6.2% | -12.2% |
| Futuro 12m | 1.73 | 1.77 | 1.68 | 1.81 | 1.85 | 1.98 | -2.0% | 2.7% | -4.7% | -6.6% | -12.8% |
| USD/EUR Spot | 1.43 | 1.40 | 1.48 | 1.38 | 1.31 | 1.23 | 1.7% | -3.5% | 3.7% | 8.7% | 16.4% |
| Libor 1 m | 0.19 | 0.19 | 0.21 | 0.26 | 0.27 | 0.35 | 0 pb | -2 pb | -7 pb | -7 pb | -16 pb |
| Libor 6 m | 0.40 | 0.41 | 0.43 | 0.46 | 0.47 | 0.75 | 0 pb | -3 pb | -6 pb | -6 pb | -35 pb |
| UST 10 años | 3.07 | 3.13 | 3.29 | 3.39 | 2.96 | 3.29 | -6 pb | -21 pb | -32 pb | 11 pb | -22 pb |

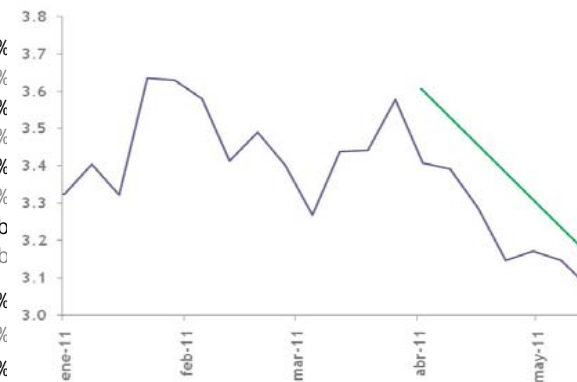
Índice de Materias Primas Qf (1)

| | | | | | | | | | | | |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|--------|-------|-------|-------|
| IPM Qf | 127 | 126 | 129 | 127 | 116 | 92 | 0.7% | -2.1% | -0.2% | 9.4% | 38.0% |
| Agro (70.2%) | 117 | 117 | 117 | 117 | 107 | 83 | 0.0% | -0.7% | 0.0% | 8.9% | 39.8% |
| Soja spot (60%) | 507 | 505 | 512 | 502 | 471 | 345 | 0.4% | -0.9% | 0.9% | 7.5% | 47.1% |
| Soja Futuro Ene12 | 506 | 499 | 507 | 490 | 443 | 343 | 1.4% | -0.3% | 3.4% | 14.1% | 47.6% |
| Energía (11.5%) | 170 | 166 | 193 | 169 | 147 | 125 | 3.0% | -11.7% | 1.0% | 16.0% | 36.0% |
| Metales (9.3%) | 176 | 169 | 178 | 183 | 165 | 140 | 4.3% | -1.1% | -3.9% | 6.4% | 25.6% |

Índices Bursátiles (en moneda local)

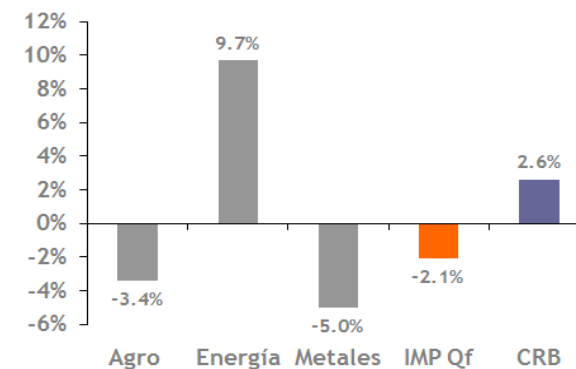
| | | | | | | | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| MSCI Mundo | 352 | 348 | 362 | 356 | 335 | 306 | 1.2% | -2.8% | -1.1% | 5.2% | 15.1% |
| S&P 500 | 1,331 | 1,317 | 1,364 | 1,306 | 1,206 | 1,089 | 1.0% | -2.4% | 1.9% | 10.4% | 22.2% |
| Euro Stoxx 50 | 2,814 | 2,794 | 3,011 | 2,983 | 2,722 | 2,614 | 0.7% | -6.5% | -5.7% | 3.4% | 7.7% |
| MSCI Emergentes | 47,043 | 46,072 | 48,579 | 46,531 | 46,880 | 40,631 | 2.1% | -3.2% | 1.1% | 0.3% | 15.8% |
| MSCI Lat Am | 73,121 | 71,415 | 75,008 | 75,461 | 77,941 | 68,187 | 2.4% | -2.5% | -3.1% | -6.2% | 7.2% |
| Merval | 3,245 | 3,323 | 3,406 | 3,427 | 3,367 | 2,169 | -2.4% | -4.7% | -5.3% | -3.6% | 49.6% |
| Bovespa | 63,954 | 62,345 | 66,133 | 66,243 | 69,346 | 61,947 | 2.6% | -3.3% | -3.5% | -7.8% | 3.2% |

2 Cae la tasa de UST de 10 años



Fuente: Qf en base a Bloomberg

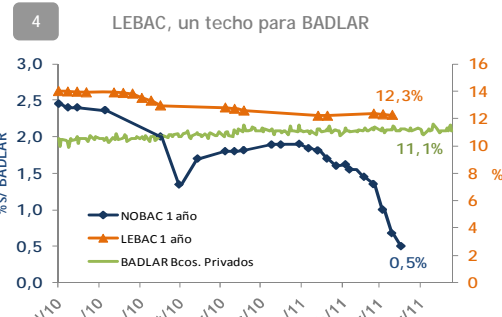
3 Variación componentes IMP Qf desde inicio de 2011



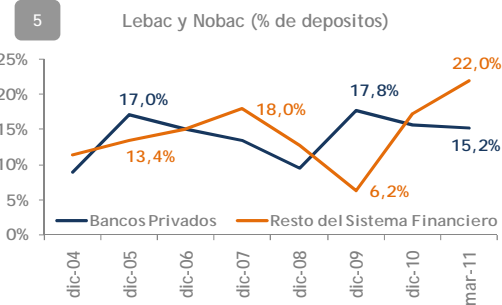
Fuente: Qf en base a Bloomberg

Notas: (1) IMP Qf: Índice de Precios de Materias Primas relevante para el comercio exterior argentino. Metodología y ponderaciones equivalentes a Índice de Materias Primas del BCRA con precio internacionales, fuente Bloomberg.

| | Moneda | Fecha | Nivel | | | | | | Unidad | Variación | | | | |
|--------------------------------|--------|-----------|-------------|----------|---------|---------|---------|-----------|----------|-----------|--------|---------|---------|----------|
| | | | último dato | 1 semana | 1 mes | 3 meses | 6 meses | 12 meses | | 1 semana | 1 mes | 3 meses | 6 meses | 12 meses |
| Reservas Internacionales | USD | 20-May-11 | 51,909 | 51,929 | 51,739 | 52,444 | 52,373 | 48,433 | Millones | -20 | 170 | -535 | -464 | 3,477 |
| | | | | | | | | % nominal | 0.0% | 0.3% | -1.0% | -0.9% | 7.2% | |
| Intervención cambiaria (2) (3) | USD | 20-May-11 | -36 | 37 | 20 | 51 | 50 | 52 | | | | | | |
| Liquidación CIARA (2) | USD | 20-May-11 | | 252 | 154 | 131 | 100 | 99 | | | | | | |
| Base Monetaria | ARS | 20-May-11 | 172,355 | 169,476 | 169,052 | 163,361 | 146,593 | 122,200 | Millones | 2,879 | 3,302 | 8,994 | 25,762 | 50,155 |
| | | | | | | | | % nominal | 1.7% | 2.0% | 5.5% | 17.6% | 41.0% | |
| Lebac y Nobacs | ARS | 20-May-11 | 84,566 | 83,630 | 84,179 | 76,701 | 69,994 | 50,970 | Millones | 935 | 386 | 7,864 | 14,572 | 33,596 |
| Pases netos | ARS | 20-May-11 | 11,789 | 15,098 | 10,658 | 9,748 | 11,627 | 17,768 | Millones | -3,309 | 1,131 | 2,041 | 162 | -5,979 |
| Adelantos transitorios BCRA | ARS | 15-May-11 | 46,230 | 43,730 | 46,230 | 46,180 | 40,180 | 40,130 | Millones | 2,500 | 0 | 50 | 6,050 | 6,100 |
| Agregados Monetarios (4) | | | | | | | | | | | | | | |
| M2 | ARS | 20-May-11 | 277,132 | 275,901 | 265,571 | 257,997 | 232,437 | 200,523 | Millones | 1,230 | 11,561 | 19,135 | 44,694 | 76,608 |
| | | | | | | | | % nominal | 0.4% | 4.4% | 7.4% | 19.2% | 38.2% | |
| M2 privado | ARS | 20-May-11 | 236,933 | 243,915 | 232,932 | 225,419 | 202,786 | 170,618 | Millones | -6,983 | 4,001 | 11,514 | 34,146 | 66,314 |
| | | | | | | | | % nominal | -2.9% | 1.7% | 5.1% | 16.8% | 38.9% | |
| M3* privado | ARS | 20-May-11 | 384,463 | 390,946 | 377,924 | 360,855 | 330,851 | 280,786 | Millones | -6,482 | 6,539 | 23,608 | 53,612 | 103,678 |
| | | | | | | | | % nominal | -1.7% | 1.7% | 6.5% | 16.2% | 36.9% | |
| Depósitos Sector Público | ARS | 20-May-11 | 163,814 | 149,447 | 151,822 | 145,103 | 137,855 | 118,251 | Millones | 14,367 | 11,992 | 18,712 | 25,959 | 45,563 |
| Depósitos Sector Privado | ARS | 20-May-11 | 278,009 | 283,500 | 273,614 | 258,786 | 240,210 | 205,623 | Millones | -5,492 | 4,395 | 19,222 | 37,799 | 72,386 |
| | | | | | | | | % nominal | -1.9% | 1.6% | 7.4% | 15.7% | 35.2% | |
| En Moneda Nacional (5) | ARS | 20-May-11 | 225,869 | 231,685 | 222,979 | 211,102 | 194,598 | 164,058 | Millones | -5,816 | 2,890 | 14,767 | 31,271 | 61,811 |
| | | | | | | | | % nominal | -2.5% | 1.3% | 7.0% | 16.1% | 37.7% | |
| A la vista | ARS | 20-May-11 | 120,837 | 126,020 | 118,878 | 114,088 | 103,353 | 87,284 | Millones | -5,183 | 1,959 | 6,749 | 17,484 | 33,553 |
| Plazo Fijo | ARS | 20-May-11 | 95,391 | 95,215 | 94,357 | 87,752 | 82,453 | 68,602 | Millones | 176 | 1,034 | 7,639 | 12,938 | 26,789 |
| En Moneda Extranjera | USD | 20-May-11 | 12,759 | 12,693 | 12,416 | 11,850 | 11,479 | 10,631 | Millones | 66 | 343 | 909 | 1,280 | 2,128 |
| | | | | | | | | % nominal | 0.5% | 2.8% | 7.7% | 11.2% | 20.0% | |
| Préstamos al Sector Privado | ARS | 20-May-11 | 222,958 | 219,691 | 215,354 | 202,929 | 184,696 | 153,355 | Millones | 3,266 | 7,603 | 20,029 | 38,261 | 69,603 |
| | | | | | | | | % nominal | 1.5% | 3.5% | 9.9% | 20.7% | 45.4% | |
| En Moneda Nacional | ARS | 20-May-11 | 187,732 | 184,662 | 180,143 | 170,835 | 157,001 | 130,922 | Millones | 3,070 | 7,589 | 16,897 | 30,731 | 56,810 |
| | | | | | | | | % nominal | 1.7% | 4.2% | 9.9% | 19.6% | 43.4% | |
| En Moneda Extranjera | USD | 20-May-11 | 8,618 | 8,574 | 8,627 | 7,972 | 6,966 | 5,741 | Millones | 44 | -9 | 646 | 1,652 | 2,877 |
| | | | | | | | | % nominal | 0.5% | -0.1% | 8.1% | 23.7% | 50.1% | |
| Ratio de liquidez bancaria (6) | | | | | | | | | | | | | | |
| Total | | 20-May-11 | 25% | 25% | 25% | 26% | 28% | 32% | | | | | | |
| En pesos | | 20-May-11 | 18% | 18% | 18% | 18% | 19% | 22% | | | | | | |
| En dólares | | 20-May-11 | 69% | 63% | 66% | 63% | 57% | 49% | | | | | | |



Fuente: Qf en base a BCRA



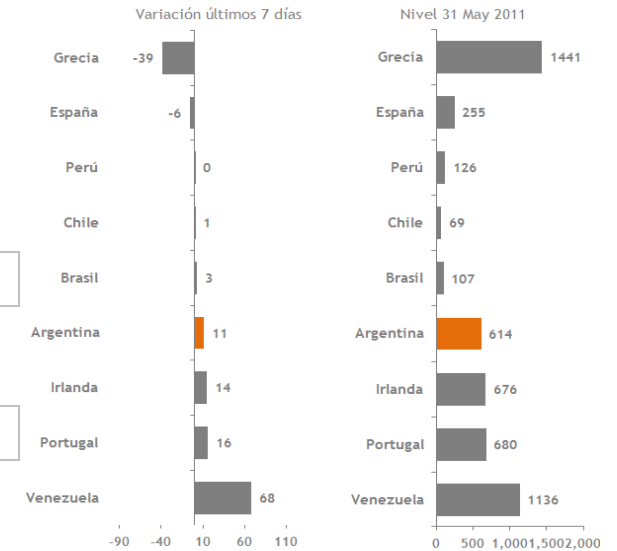
Fuente: Qf en base a BCRA

Notas: (1) Salvo que se aclare lo contrario son valores punta (2) Promedio diario (3) Valores Negativos significa venta de dólares y Positivos, compra de dólares por parte de la autoridad monetaria (4) M1 = Billetes y monedas + Cta. Cte. - Uso FUCO, M2 = M1 + Caja de Ahorro, M3 = M2 + Plazo Fijo, M3* = M3 + Depósitos en dólares (5) Depósitos En Moneda Nacional = A la vista + Plazo Fijo + "Otros" no incluidos en el Informe por su escasa relevancia a los fines analíticos (6) Ratio de liquidez bancaria = Activos líquidos / Depósitos. Activos líquidos: integración de efectivo mínimo (efectivo, cuenta corriente en el BCRA y cuentas especiales de garantía), otras disponibilidades (fundamentalmente corresponsalias) y los pases activos netos en efectivo de las entidades financieras contra el BCRA.

| Fecha | 31-May-2011 | | | | ARS/USD | | 4.08 | BADLAR | | 11.38 |
|--------------------------|---------------|--------|--------|-----------|----------------|----------------|--------------|-------------------------------|--|-------|
| ARS - ajustables por CER | Último precio | BID | ASK | TIR s/CER | Margen s/ TIPS | Valor Residual | Mod Duration | Monto emitido Millones de USD | | |
| PRE 9 | 92.15 | 91.70 | 92.60 | 7.03 | 826 | 53% | 1.33 | 72 | | |
| PRO 12 | 117.99 | 117.99 | 117.99 | 8.11 | 920 | 45% | 1.97 | 402 | | |
| Boden 14 | 144.18 | 142.85 | 145.50 | 7.84 | 900 | 100% | 1.61 | 1,594 | | |
| BOGAR | 140.00 | 138.90 | 141.10 | 11.09 | 1,196 | 68% | 2.92 | 2,894 | | |
| Desc UCP | 166.03 | 164.70 | 167.35 | 9.07 | 844 | 120% | 9.54 | 2,564 | | |
| Par UCP | 58.00 | 58.00 | 58.00 | 7.64 | 651 | 100% | 17.39 | 1,324 | | |

6

CDS 5 años



| ARS - ajustables por BADLAR | Último precio | BID | ASK | TIR | Margen s/ BADLAR | Valor Residual | Mod Duration | Monto emitido Millones de USD |
|-----------------------------|---------------|--------|--------|-------|------------------|----------------|--------------|-------------------------------|
| Bocan 14 | 98.38 | 97.50 | 99.25 | 15.69 | 4.32 | 100% | 2.17 | 1,557 |
| Bocan 15 | 115.75 | 114.75 | 116.75 | 15.29 | 3.92 | 100% | 2.41 | 2,655 |

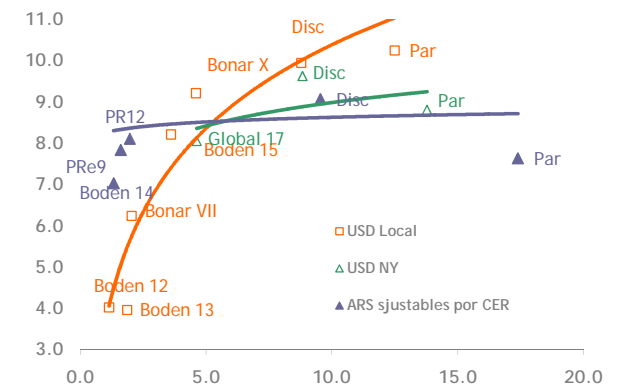
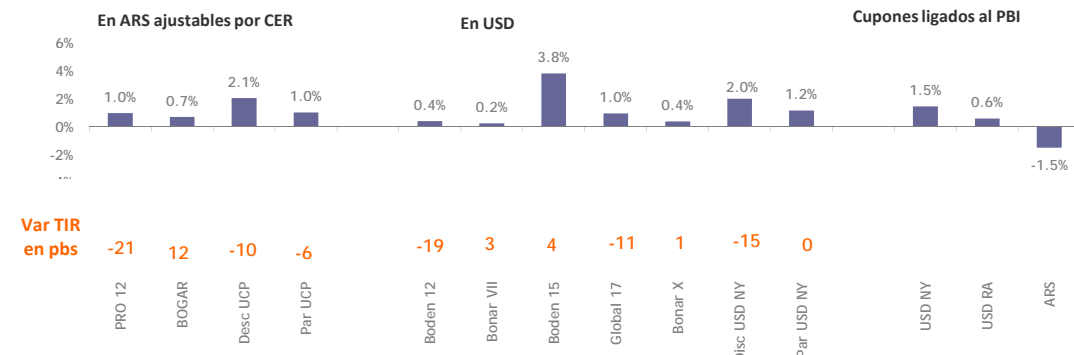
| USD | Último precio | BID | ASK | TIR | Margen s/ USTs | Valor Residual | Mod Duration | Monto emitido Millones de USD |
|-------------|---------------|--------|--------|-------|----------------|----------------|--------------|-------------------------------|
| Boden 12 | 24.40 | 24.35 | 24.45 | 4.02 | 381 | 25% | 1.15 | 4,353 |
| Boden 13 | 23.43 | 23.35 | 23.50 | 3.95 | 354 | 25% | 1.86 | 485 |
| Bonar VII | 103.35 | 103.15 | 103.55 | 6.24 | 569 | 100% | 2.05 | 2,000 |
| Boden 15 | 97.03 | 96.80 | 97.25 | 8.21 | 682 | 100% | 3.61 | 5,818 |
| Global 17 | 103.75 | 103.25 | 104.25 | 8.06 | 603 | 100% | 4.63 | 950 |
| Bonar X | 91.25 | 91.00 | 91.50 | 9.22 | 723 | 100% | 4.60 | 6,855 |
| Disc USD NY | 88.50 | 88.00 | 89.00 | 9.63 | 612 | 130% | 8.83 | 3,048 |
| Disc USD RA | 86.03 | 85.49 | 86.57 | 9.95 | 644 | 130% | 8.78 | 957 |
| Par USD NY | 43.50 | 43.00 | 44.00 | 8.81 | 474 | 100% | 13.78 | 5,297 |
| Par USD RA | 37.00 | 35.50 | 38.50 | 10.25 | 618 | 100% | 12.49 | 1,230 |

| Cupones ligados al PBI | Último precio | BID | ASK |
|------------------------|---------------|-------|-------|
| USD NY | 17.15 | 17.05 | 17.25 |
| USD RA | 16.85 | 16.60 | 17.10 |
| ARS | 16.35 | 16.35 | 16.35 |

| Monto emitido Millones de USD |
|-------------------------------|
| 14,386 |
| 404 |
| 9,480 |

Fuente: Qf en base a Bloomberg

Variación de precio últimos 7 días





Tucumán 117, Piso 2 C1049AAC
Buenos Aires, Argentina
www.qf.com.ar
T: (+54 11) 4345 0003
F: (+54 11) 4393 6333

Nota de responsabilidad

Este informe contiene información general, no tiene en cuenta las circunstancias específicas de cualquier receptor y no debe ser considerada como oficial o sustitutiva del juicio crítico del receptor. Cada receptor debe juzgar la conveniencia de sus inversiones de acuerdo a sus propias circunstancias, el completo espectro de información, y a un asesoramiento profesional adecuado. La información, opiniones y estimaciones presentadas aquí constituyen un juicio de valor a la fecha en que éste fue realizado y están basadas en fuentes que se piensa que son confiables y de buena fe y están sujetas a cambios sin previo aviso. Cualquier pronóstico u objetivo de precio discutido en este informe puede o no ser alcanzado debido a múltiples factores de riesgos, incluyendo volatilidad del mercado, medidas imprevistas, asimetrías de información o cualquier otra. Este informe no constituye o forma parte de ninguna oferta de venta o suscripción o alguna invitación o sugerencia a comprar o vender activos financieros. Quantum Finanzas no asume responsabilidad de ningún tipo devenida del uso de este informe o sus contenidos. Este informe está dirigido únicamente al destinatario y no podrá ser reproducido, reenviado, redistribuido o publicado en su totalidad o en parte sin previa autorización de Quantum Finanzas.