

09 de junio de 2017

Las Lebacs y el Balance del BCRA

Repasemos en números uno de los principales tópicos de discusión en las charlas de café porteñas: la supuesta bola de nieve que está gestando el Banco Central con las Lebacs. Siempre que un tema económico tan específico se socializa, merece la pena analizarlo con un poco más detalle.

El nivel de endeudamiento de nuestro país es muy bajo. La deuda pública (tanto en pesos como en dólares) contra acreedores privados (sin considerar intrasector público) se ubica en torno al 27% del PBI. Con lo cual, con estos niveles muy saludables hay espacio para el gradualismo. Sin embargo, en el camino, el déficit fiscal genera otras complicaciones, principalmente en la política cambiaria y monetaria.

En los últimos años de la gestión Kirchnerista, el Tesoro financiaba cerca del 70% de su déficit primario con emisión del Banco Central. El gobierno actual decidió cambiar la forma de financiamiento. Para el 2017, el presupuesto establece una monetización de \$150.000 millones, en torno al 35% del déficit primario. Parte importante del fondeo se trasladó al mercado de capitales local (incluidos organismos públicos) y otra parte al mercado internacional.

Cada vez que el sector público emite deuda en el exterior, la hoja de balance y la política monetaria del Banco Central se ven afectadas. El Tesoro se financia en dólares pero gasta en pesos, con lo cual, tarde o temprano, esas divisas terminan en el mercado de cambios. Si el BCRA quiere moderar la apreciación cambiaria, tiene que salir a comprar divisas, emitir pesos y luego absorberlos vía lebacs o pases. Acá nace la inquietud en nuestras charlas de café ¿hasta cuándo aguanta la bola de nieve? Sigamos viendo los números.

Durante el 2016, el BCRA emitió \$160.000 millones para el Tesoro (adelantos transitorios y transferencias de utilidades) y además, producto de la emisiones de deuda del sector público, compró en el mercado de cambios más de U\$10.000 millones (equivalentes a \$160.000 millones). En los primeros 5 meses de este año,

transfirió \$73.500 en concepto de adelantos y compró U\$4.850 millones por la toma de deuda del Estado Nacional, poniendo en el mercado otros \$77.000 millones. Esta brutal emisión fiscal debe salir a esterilizarla. El exponencial crecimiento de las lebacs tiene exactamente el mismo factor explicativo que el atraso cambiario: el grotesco déficit de las cuentas públicas.

Ahora bien ¿Cuánto creció el stock de pasivos remunerados (lebacs y pases) del BCRA? Tomemos como punto de comparación el 15 de diciembre de 2015, justo antes que se liberalice el mercado de cambios. En ese entonces los pasivos remunerados alcanzaban los \$500.000 millones. Producto de la mayor prudencia monetaria, de la asistencia al Tesoro y de las compras de divisas recién descritas, el stock actual ya supera los \$1,3 billones (millones de millones). Considerando sólo las lebacs, de hecho los pases son una repo que utilizan como garantía las propias letras del BCRA, el stock ronda el billón de pesos. En relación al PBI, ya alcanza el 11%. En términos agregados, esto lo podríamos sumar al 28% de deuda pública neta mencionado en el segundo párrafo, dado que las lebacs tienen en su mayoría acreedores privados.

Con estos números, ¿es para preocuparse el stock de lebacs? Si consideramos que aumentó más de un 160% con la nueva gestión, la respuesta es obvia. Pero hay que remarcar que si bien en la hoja de balance el pasivo creció sustancialmente, el activo también lo hizo. Como destallamos, el BCRA fortaleció sus reservas. En los cuadros a continuación resumimos el balance de la autoridad monetaria y algunos ratios de solvencia patrimonial. Como se puede observar, si comparamos con el día previo a la devaluación, la foto patrimonial del BCRA en lugar de empeorar, mejoró. Bienvenidas las reservas, en el sentido que el Gobierno anterior dejó un Banco Central absolutamente deteriorado, con ninguna capacidad de hacer frente o responder ante eventuales turbulencias externas o corridas domésticas.

Ahora bien, no todo es color de rosas. Parte de esto corresponde a la mejora en el balance que provocó la devaluación de diciembre de 2015. A partir de entonces, la dinámica fue otra. Pagar cerca del 25% por los pasivos contra un tipo de cambio que se mueve lentamente y activos en

dólares que devengan muy poca tasa, comienza comprometer la estabilidad de la política monetaria. Conjeturando que el costo anual neto de intereses sea de \$250.000 millones durante el año (es difícil estimarlo dado que depende de muchas variables), esto implicaría casi 2,5 puntos de producto y obligaría a emitir prácticamente un tercio de la base monetaria de hoy sólo para pagar intereses. Si suponemos que el dólar cierra en 17,50 en diciembre, el BCRA obtendría en torno a \$75.000 millones por la diferencia de cambios de las reservas en custodia. Muy lejos de los intereses comprometidos. En este ejercicio no estamos considerando las letras intransferibles en dólares del Tesoro, que guarda el BCRA como activo, mientras que el balance contable sí las considera.

Ahora bien, a mediano plazo, la dinámica es inconsistente. A este ritmo, la carga de intereses será inviable con la lentitud en el movimiento del tipo de cambio. La respuesta o el atajo de siempre podría ser una nueva devaluación forzosa que licue los pasivos, una vieja y conocida receta. La otra alternativa sería bajar el déficit fiscal. Como siempre remarcamos, hay tiempo para hacerlo gradualmente. Una reducción gradual pero consistente permitiría al mismo tiempo bajar la dominancia fiscal, con lo cual el balance del BCRA mejoraría paulatinamente con la propia monetización natural de la economía, y además, se moderaría sustancialmente la apreciación cambiaria. En la última semana funcionarios del Ministerio de Hacienda salieron a explicar y defender la reducción gradual del déficit y el cumplimiento de las metas establecidas. Esperamos que puedan cumplirlo.

Estado Resumido	En millones			
	15-dic-15 31-may-17		15-dic-15 31-may-17	
A C T I V O	dólares		pesos	
	RESERVAS INTERNACIONALES	24.290	46.146	238.186
- Oro (Neto de Previsiones)	2.110	2.523	20.690	40.723
- Divisa	12.649	31.473	124.037	508.033
- Colocaciones realizables en divisas	9.489	12.312	93.047	198.744
TITULOS PUBLICOS	70.537	69.594	691.683	1.123.394
Letras Intransferibles del Tesoro	64.487	48.736	632.358	786.704
Otros	5.992	20.810	58.762	335.913
ADELANTOS TRANSITORIOS	33.332	27.037	326.850	436.430
APORTES A ORG INT	3.617	4.243	35.470	68.494
OPERACIONES DE PASES ACT	15.371	21.135	150.725	341.153
OTROS ACTIVOS	3.557	374	31.920	5.027
TOTAL DEL ACTIVO	150.703	168.529	1.477.791	2.720.399
P A S I V O	dólares		pesos	
	62.452	46.902	612.401	757.086
BASE MONETARIA	46.398	36.275	454.974	585.557
- Circulación Monetaria	16.054	10.626	157.427	171.530
- Cuentas Corrientes en Pesos	9.513	15.437	93.284	249.181
CUENTAS CORRIENTES US\$	2.226	1.129	21.832	18.225
DEPOSITOS DEL GOB NAC	35.632	61.897	349.410	999.144
LEBACS	15.406	20.694	151.075	334.039
OPERACIONES DE PASE PAS	20.117	15.831	139.177	192.805
OTROS PASIVOS	145.347	161.890	1.425.272	2.613.224
TOTAL DEL PASIVO	145.347	161.890	1.425.272	2.613.224
PATRIMONIO NETO	5.356	6.639	52.519	107.175

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe

	15-dic-15	31-may-17
BM/Reservas	2,6	1,0
Lebacs/Reservas	1,5	1,3
Pasivos Totales/Reservas	6,0	3,5
Pasivos Totales/Activos en US\$	1,5	1,4

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En resumen, muchas veces cuando discutimos sobre el crecimiento en el stock de lebac olvidamos que, como contraparte, el BCRA pudo acumular reservas en su activo. Estas reservas podría utilizarlas para afrontar los efectos de un shock externo en el mercado de cambios. También podría, dado el régimen de flotación, conservar las reservas y dejar que el tipo de cambio responda (se deprecie) en determinados contextos, como vimos hace algunas semanas con el cimbronazo de Brasil.