

22 de Diciembre de 2017

## Desactivando bombas

Una breve reflexión como introducción al *Resumen* de esta semana. A tan sólo dos meses de la contundente victoria del oficialismo en las elecciones legislativas, las visiones económicas apocalípticas retornaron al centro de la escena. Seguramente alimentadas por la conflictividad social de los últimos días, esta semana me tocó escuchar comentarios del estilo: ¿Esto explota? ¿Hasta cuándo aguanta? ¿No están armando una bola de nieve con las lebac? ¿En enero devalúan? ¿El déficit no para de crecer? En sólo unas pocas semanas pasamos de resaltar el gran apoyo que obtuvo el Gobierno en octubre y destacar su agenda reformista, a dudar sobre la estabilidad económica de corto plazo.

Los desafíos de hoy son los mismos que tenemos desde hace largo tiempo y serán los mismos que afrontaremos en el futuro. Básicamente, crecer a una tasa moderada pero sostenida (con menores sobresaltos) mientras bajamos paulatinamente la inflación y el déficit fiscal, sin que esta dinámica agrave el déficit externo. Es un desafío complejo, que requiere paciencia, visión de largo plazo y, sobre todo, consensos. En este largo camino, nuestra idiosincrasia repleta de ansiedad - producto de los últimos 50 años de historia- nos lleva sin escala del optimismo a la espera del estallido. En el *Resumen* de hoy puntualizaremos dos circunstancias que nos producen un gran trastorno de ansiedad.

### ¿Explota la “bomba” de las lebac?

El stock de lebac cerrará el año cerca de los \$1.200.000 millones, nada menos que un 12% del PBI. Esta deuda traerá asociados pagos de intereses en torno a los \$260.000 millones, 2.5 puntos del producto. Además está decir que es un tema a prestar atención. Ahora bien, cumpliendo las metas fiscales creo que estamos bastante lejos de ver cualquier dinámica explosiva. Nos falta ver la contrapartida.

El stock letras aumentó este año en \$470.000 millones, que sumado al incremento de la base monetaria, nos da un crecimiento total de los pasivos del BCRA de \$710.000 millones. Ahora bien, por otro lado, los activos crecieron en

\$620.000. De este incremento en los activos, \$90.000 millones corresponden a adelantos transitorios, préstamos (no remunerados) al Tesoro para cubrir el déficit fiscal. Otros \$147.000 millones corresponden al efecto cambiario (devaluación) sobre las letras intransferibles que tiene el BCRA en su poder. El resto del incremento del activo corresponde a las reservas internacionales, que crecieron en casi U\$16.000 millones. Considerando el efecto en moneda doméstica, incremento del stock más la depreciación del tipo de cambio, las reservas en el año crecieron en \$350.000 millones.

Con lo cual, el 70% del incremento en el stock de lebac tuvo como contrapartida un crecimiento de las reservas. El efecto cambiario por las reservas y las letras intransferibles, compensará gran parte del costo de esterilización. La mesa del BCRA también obtiene algunas ganancias por sus operaciones en divisas, vende cuando se recalienta el mercado, pero estas no modifican el número final.

mill de pesos	01-ene-17	29-dic-17	%
<b>Activo</b>	<b>\$ 2.399.735</b>	<b>\$ 3.022.770</b>	<b>26%</b>
RRII	\$ 631.006	\$ 982.845	56%
Letras Intras. y Bonos	\$ 1.086.759	\$ 1.233.812	14%
Adelantos Tran.	\$ 382.230	\$ 472.230	24%
Otros Activos	\$ 299.740	\$ 333.883	11%
<b>Pasivo</b>	<b>\$ 2.267.878</b>	<b>\$ 2.977.357</b>	<b>31%</b>
Base Monetaria	\$ 840.119	\$ 993.396	18%
Lebac	\$ 677.538	\$ 1.148.427	70%
Otros Pasivos	\$ 750.222	\$ 835.534	11%
<b>PN</b>	<b>\$ 131.857</b>	<b>\$ 45.413</b>	<b>-66%</b>

mill de dólares	01-ene-17	29-dic-17	%
<b>Activo</b>	<b>\$ 150.720</b>	<b>\$ 169.819</b>	<b>13%</b>
RRII	\$ 39.632	\$ 55.216	39%
Letras Intras. y Bonos	\$ 68.256	\$ 69.315	2%
Adelantos Tran.	\$ 24.007	\$ 26.530	11%
Otros Activos	\$ 18.826	\$ 18.757	0%
<b>Pasivo</b>	<b>\$ 142.439</b>	<b>\$ 167.267</b>	<b>17%</b>
Base Monetaria	\$ 52.765	\$ 55.809	6%
Lebac	\$ 42.554	\$ 64.518	52%
Otros Pasivos	\$ 47.119	\$ 46.940	0%
<b>PN</b>	<b>\$ 8.282</b>	<b>\$ 2.551</b>	<b>-69%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Vale la pena diferenciar las cosas. Sabemos que el esquema actual no es sano. El fuerte ingreso de divisas producto del endeudamiento externo produce una entrada de dólares que presiona sobre el tipo de cambio. El BCRA se ve obligado a comprar esos dólares y pagar cerca de un 28% para retirar los pesos emitidos. Esta dinámica no es sostenible. Sin embargo, mientras se cumpla con las metas fiscales, las necesidades de

financiamiento externo en relación al producto irán cayendo (1% del PBI o U\$5.500 millones por año), el programa financiero será menos exigentes y los ingresos de divisas menores. En el camino, la trayectoria ascendente del tipo de cambio nominal compensará parte del costo cuasifiscal. A esto debemos sumarle que el costo financiero de las operaciones de esterilización irá bajando a medida que el BCRA pueda ir reduciendo la tasa. Otra cuestión muy importante es que el Tesoro también comenzó a emitir letes en pesos para quitar algo de presión sobre el balance del BCRA y sobre el dólar. Mientras se cumplan las metas fiscales, no creo que exista una “bomba con las lebac”.

## ¿Se viene una devaluación?

Algo muy parecido acontece con la dinámica del tipo de cambio. Cuando sube nos estresamos por la potencial inestabilidad y el traslado a precios, cuando cae nos indignamos por el atraso cambiario. Hay un amplio consenso que el tipo de cambio está muy retrasado. Pero como remarcamos al comienzo de la nota, hace tiempo que somos caros en dólares (o cualquier divisa) y en el mediano plazo lo seguiremos siendo. La gestión anterior financiaba el déficit con emisión, mientras que la nueva lo hace mayoritariamente en los mercados internacionales. Ambas formas de fondeo aprecian el tipo de cambio real. Hay una diferencia, para desacoplar el tipo de cambio de los precios (reducir el pass-through), la inflación debe ubicarse niveles de un dígito. Esto permitiría administrar de forma más eficiente el tipo de cambio real en el futuro, como demostró la experiencia reciente de nuestros vecinos latinoamericanos. Sin duda, utilizar la emisión como principal mecanismo de fondeo es la peor alternativa.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Como se resalta en el gráfico, el tipo de cambio real (multilateral) se ubica en la actualidad un 20% por debajo del promedio de los últimos 20 años. Desde la devaluación de diciembre de 2015 se apreció un 12%. Ahora bien, el nivel actual se ubica un 22% por encima de aquel que dejó la gestión anterior, a lo que debemos sumarle la baja de retenciones.

El dólar mayorista tocó niveles de 17,20 a principios de mes y comenzaron a escucharse conjeturas sobre una nueva devaluación. A veces olvidamos una cuestión determinante, estamos en un régimen de tipo de cambio flotante, algo bastante inexplorado en nuestra historia económica. Con lo cual, el Banco Central no puede devaluar. Puede influir a través de diferentes mecanismos, como la tasa de interés o las intervenciones en el mercado de cambios, pero no puede bajar la persiana un viernes con un tipo de cambio y abrirla el lunes con uno nuevo. El mercado comprará cuando lo vea muy retrasado, como la suba de 70 centavos en estas semanas, y venderá cuando considere conveniente pasarse a pesos. También reaccionará ante cambios en la coyuntura internacional (tasa americana, flujos de capitales, moneda brasileña, precio de la soja, etc.). El tipo de cambio podrá subir o bajar, pero acá tampoco debemos esperar bombas por estallar.

Como criticamos en varias ocasiones, la absurda meta del BCRA obliga a tener una tasa de interés demasiado alta que presiona el tipo de cambio y complica más aún el déficit externo. En el corto plazo, el Central podría moderar algo el atraso con su política de tasas, pero no mucho más.

Pensando en el largo plazo, nuevamente la causa madre es el déficit fiscal. De reducirse, tendremos un mayor margen de acción para evitar los nocivos procesos de apreciación cambiaria.

Como dato de color, mientras las visiones económicas apocalípticas ganaban terreno estas semanas, las acciones subían y el riesgo país bajaba.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*