

Sobre la hoja de Balance del BCRA (Jul-17)

El stock de pasivos remunerados del BCRA (principalmente Letras y pases netos) ronda el 15% del PBI mientras que la base monetaria alcanza el 10%.

Esto genera un desajuste en la hoja del balance del BCRA y genera dudas sobre su solvencia; la cual surge de la acumulación de resultados cuasi-fiscales.

En términos estilizados, en el largo plazo, la hoja de balance queda (se omite el efecto de las reservas internacionales y las demás líneas del estado de resultados las cuales se asumen que se capitalizan o se transfieren al Tesoro):

$$Pi \times m = r \times l$$

inflación x base monetaria a PBI = tasa de interés real x letras a PBI

El lado izquierdo de la ecuación denota el impuesto inflacionario el cual financia la carga real de intereses de la deuda del BCRA. El exceso de pasivos remunerados (l) por sobre la base monetaria (m) y la tasa de interés real promedio (r) generan un piso sobre la tasa de inflación de largo plazo que garantiza la solvencia de la entidad. Si asumimos que r se ubica en el 5%,

el BCRA necesita sólo 7,5% de inflación para hacer frente a la carga de la deuda que surge de la implementación del programa de metas de inflación. Tasas por encima de ese valor pueden ser usada para absorber pérdidas generadas por títulos, derivados o capitalizar el banco.

Teniendo en cuenta las turbulencias asociadas a un esquema de libre flotación en un mercado des-regulado y con elevado volumen (casi U\$S 40.000 mln), el BCRA debe optar por intervenir utilizando en forma transitoria el mercado secundario de Lebacs. Esto es así debido al impacto marginal sobre el costo promedio de largo plazo de la medida. Alternativamente podría optar por el mercado de futuros. Sin embargo, la judicialización de ese mercado no permite suponer que esa estrategia sea viable. Teniendo en cuenta los volúmenes del MULC y el nivel de reservas, las intervenciones en el mercado "spot" también resultarían inadecuadas. Esto quedó en evidencia cuando el BCRA debió "marcar" los precios al final de la rueda en jornadas turbulentas.

En este contexto, resulta interesante posicionarse en el tramo largo de la curva de Lebacs para aprovechar la suba de tasas en el mercado secundario, por encima de la licitación primaria, ya que estos valores pueden tener una naturaleza transitoria. Las recientes emisiones del Tesoro (REPO por más de U\$S 2.500 mln y Letes quincenales) sugieren que las autoridades no consideran conveniente "fijar" estos niveles de rendimiento en el programa financiero de las años venideros.