

EL COSTO DE LA POLÍTICA MONETARIA: BCRA CERCA DE CERRAR EL AÑO CON RESULTADO CUASIFISCAL NEGATIVO

Jueves 30 de Noviembre de 2017

El comportamiento del mercado cambiario en los últimos meses está teniendo efecto sobre la situación patrimonial del BCRA. Los datos al 23 de noviembre muestran como el Patrimonio Neto (PN) de la entidad se ha ubicado en \$51.829 millones, la cifra más baja desde el cierre de 2011.

Esta tendencia se produce por el efecto combinado de dos variables, por el lado del pasivo de la entidad está jugando el creciente stock de Lebac y su costo que ha ido creciendo en la medida que la autoridad monetaria ha buscado contener la creciente inflación. Por el lado del activo, las reservas internacionales y las Letras Intransferibles que le ha colocado el Tesoro cuando recurrió a las reservas para pagar deuda, tienen un rendimiento bajo en dólares y dependen de la devaluación acumulada para compensar.

Estas cifras sirven para hacer varios ejercicios y poder entender cómo puede cerrar patrimonialmente el año para el BCRA. La cifra actual de PN implica un retroceso con respecto al cierre del año 2016 de \$82.800 millones que se explican por la distribución de dividendos de \$47.000 millones (para asistir al Tesoro) y un resultado cuasifiscal negativo de \$35.800 millones.

Si además tenemos en cuenta que en los días que quedan para el cierre del año, el BCRA deberá devengar intereses por \$35.000 millones adicionales y cobrar rendimientos en dólares por sus reservas y letras por \$ 550 millones, si no se produjeran otros ingresos o egresos, el resultado final del año sería de \$70.000 millones de pérdida. Eso implicaría que entre el resultado cuasifiscal negativo y las utilidades anteriores transferidas al Tesoro, el BCRA habría perdido \$117.000 millones de su PN, que al inicio del año era de \$135.000 millones. Es decir que entre la asistencia al Tesoro y el costo de la política monetaria habría resignado el 85% de su PN.

TIPO DE CAMBIO

Unidades	Actual	Esperado	Rofex	Equilibrio	
	17,42	18,00	17,75	18,07	
Resultado Actual	Arg \$ MM	-35.794	-35.794	-35.794	-35.794
Intereses a Pagar	Arg \$ MM	-35.028	-35.028	-35.028	-35.028
Utilidad Activos USD	Arg \$ MM	550	550	550	550
Resultado Esperado	Arg \$ MM	-70.272	-70.272	-70.272	-70.272
Ganancia TCN	Arg \$ MM	0	62.666	35.655	70.272
Resultado Final	Arg \$ MM	-70.272	-7.607	-34.618	0
Patrimonio Neto	USD MM	996	4.445	2.986	4.849



Existen escenarios en donde esto no se produce, pero la condición necesaria para revertir la situación es que el año cierre con un nivel del tipo de cambio mayor al actual, algo que por ahora no se está produciendo.

Hemos planteado diferentes ejercicios para entender el impacto que generaría patrimonialmente para el BCRA un aumento del tipo de cambio. Para ello planteamos cuatro escenarios:

**ESCENARIO A
ACTUAL**

El tipo de cambio actual se mantiene estable hasta fin de año, eso implica que el 2017 cierra con un TCN mayorista de \$17,42. En ese caso como se planteó anteriormente, el PN del BCRA para el cierre del ejercicio sería menor a los USD 1.000 millones.

**ESCENARIO B
ESPERADO**

En este caso hemos simulado el impacto de una suba del tipo de cambio hasta los \$18,00 que es el escenario base con el que hemos trabajado los últimos meses. En ese caso, la diferencia de valuación de los activos en dólares le permitiría al BCRA contabilizar \$62.500 millones adicionales de resultado. Con eso no llegaría a lograr equilibrar el resultado cuasifiscal del año, pero se aproximaría bastante. El PN quedaría en casi USD 4.500 millones, una cifra todavía baja.

**ESCENARIO C
ROFEX**

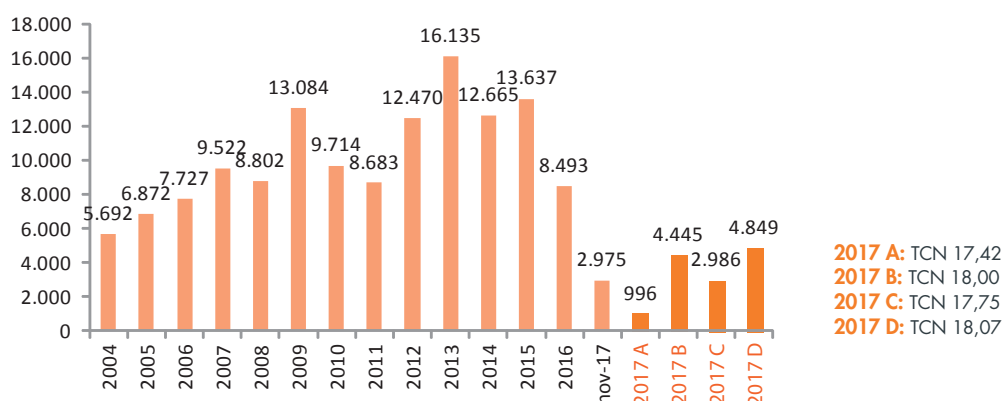
Se ha elaborado un ejercicio en donde el tipo de cambio proyectado para fin de año es el que se observa en la actualidad en el Mercado de Futuros de tipo de cambio, esto es \$17,75. En ese caso la pérdida anual del BCRA seguiría siendo alta con casi \$35.000 millones. La suba del tipo de cambio solamente alcanzaría a compensar los intereses que se pagarán hasta fin de año.

**ESCENARIO D
EQUILIBRIO**

Se ha realizado en ejercicio en el sentido inverso, esto es buscando cuál sería el tipo de cambio que le permitiría al BCRA equilibrar su resultado anual. El valor de equilibrio se ubica en \$18,07

Como dato adicional, si el BCRA buscara mantener su resultado promedio anual (medido como porcentaje del PBI), necesitaría cerrar el año con un tipo de cambio nominal de \$19,25. No lo ponemos como escenario, porque no lo creemos viable.

EL PATRIMONIO NETO DEL BCRA EN DIFERENTES ESCENARIOS





Estos ejercicios nos permiten entender el costo que ha tenido la política de altas tasas para el BCRA en términos patrimoniales. Un resultado negativo como los proyectados en los ejercicios más ácidos no sería positivo, pero si tolerable para el BCRA. El problema es que deja poco margen para repetir la misma política en 2018. De alguna manera la autoridad monetaria necesitará equilibrar el costo de sus activos y pasivos si no quiere ir hacia niveles de PN negativos. Esto implica ir hacia tasas de interés más parecidas al ritmo de devaluación.