

Las Leliq y sus consecuencias para el BCRA y el sistema financiero

jueves, 25 de octubre de 2018

La primera conducción del BCRA de Cambiemos hizo crecer el monto de Lebac hasta los \$ 1.200 miles de millones (duplicando el ya elevado monto recibido de la administración kirchnerista) con el argumento que acumulaba Reservas en moneda extranjera y que, a un tipo de cambio (TdC), se podía desarmar la posición de Lebac vendiendo las Reservas del BCRA ya acumuladas. Fue como un alquiler de Reservas que se pagaba al costo de emisión de Lebacs menos la suba del tipo de cambio.

José Luis Panero (*)

Lo que no consideró esa conducción del BCRA fueron los efectos que tendría una suba brusca del TdC en Argentina cuando los tenedores de Lebac quisieran desarmar sus posiciones: cuanto más sube el precio del dólar, más gente demanda dólares dada la traumática experiencia financiera que hay en Argentina para los ahorristas.

Esto genera cúmulos de problemas: se empieza a pensar hasta cuándo alcanzan las Reservas del BCRA, comienzan rumores de corralitos y corralones totalmente injustificados, sube la tasa de interés, los precios se ajustan rápidamente al ritmo de la suba del TdC, cae la actividad económica, etc., etc.

Luego de estas negativas consecuencias de salto en el de TdC y aumento de inflación y tasa de interés, el Gobierno Nacional y el BCRA diseñaron una nueva política fiscal (déficit primario cero) y monetaria (no crecimiento de la base, eliminar las Lebac y crear las Leliq como manejo financiero) con fuerte apoyo del FMI y de la comunidad internacional (que financian los vencimientos de deuda del 2018/2019 y una buena parte del 2020).

La crítica de varios economistas es el costo de las Leliq (diciendo que es reemplazo de una bomba -Lebacs- por otra -Leliq-). Creo que, afortunadamente, hay posibilidades que no sea así si el gobierno cumple con el déficit primario cero, el FMI nos fondea los vencimientos de deudas y sus intereses por los próximos 20/22 meses y el BCRA mantiene la tasa de interés MENSUAL de las Leliq NEUTRAL con respecto a la inflación esperada del mes en curso (evitando cometer el mismo error de facilitar el carry trade del primer período de la administración macrista).

Veamos: las Leliq son un instrumento exclusivo de liquidez del Sistema Financiero que representa al 10/Oct/18 un monto de \$ 447 Miles de MM (un 18% del total de depósitos en pesos: \$ 2.500 miles de millones a la misma fecha). Casi la mitad de las Leliq sirven para cumplimentar con encajes obligatorios del BCRA por los depósitos (8,2% de los mismos) y la otra mitad las compraron las Entidades Financieras (EEFF) por el alto rendimiento ya que pagan un interés del 6,1% mensual renovable cada 7 días.

Este costo luce muy alto. Pero en una economía que tiene inflación esperada en Oct'18 de ese nivel o más alto, no lo es tanto. El BCRA dice que irá bajando la tasa a medida que la inflación comience a bajar (dada la política monetaria de no crecimiento de la base monetaria hasta jun'19 y la banda de no intervención del TdC).

Analicemos entonces cómo es la sustentabilidad de las Leliq y cómo afecta a las entidades financieras (EEFF), dejando para un próximo análisis los fuertes efectos sobre la actividad económica, en particular las PYMES. Por el lado del BCRA al 10/Oct/18 el total de pasivos en pesos es el siguiente (en miles de millones de pesos):

Lo que podemos observar es que los pasivos por los que el BCRA paga intereses son los dos últimos ítems: por más que pague 6,1% mensual (72% anual) por las Leliq (\$ 757, la sumatoria de Leliq y las ya eliminadas Lebacks), el costo total de todos los pasivos del BCRA es 2,3% mensual (anualizado es 31,4%, por debajo del 32/35% de inflación anual esperada para los próximos 12 meses y por debajo de la banda de no intervención del TdC que en los próximos meses subiría 3% mensual).

El BCRA se sigue beneficiando de la situación inflacionaria y mejorando su balance deteriorado en los últimos 10 años con la utilización de Reservas para pagar vencimientos de deudas en moneda extranjera y emitiendo moneda para financiar el déficit fiscal.

Claramente requerirá que el BCRA cumpliendo con su política, comience a bajar la tasa de interés a medida que baje la inflación. En ese caso estaríamos lejos de una explosión, aunque el costo fiscal y especialmente en actividad económica será muy elevado. Dado este análisis si el Gobierno Argentino cumple con sus políticas fiscales y monetarias explicitadas, estamos en buen camino y comenzando a normalizar las variables fundamentales de la economía.

Con respecto a las EEFF, la situación tampoco es extraordinaria: las mismas tienen aproximadamente \$ 2.500 miles de millones de depósitos en pesos, donde el 47% son plazos fijos que pagan 45 a 50% de tasa de interés (el costo para las EEFF) y el resto son depósitos transaccionales. Es decir que el costo de todos los depósitos en pesos es aproximadamente 22/25% anual.

Considerando al conjunto del sistema financiero y con datos al 30/Set/18, las EEFF tienen aproximadamente el 41% del total de depósitos en pesos distribuido en (i) efectivo que mantienen para la operatoria diaria, (ii) encajes obligatorios (no remunerados) y (iii) encajes remunerados con el nuevo instrumento Leliq. En conjunto las EEFF reciben por esa proporción de los depósitos una tasa del 2,6% mensual (o 35,4% anual).

Otra forma de decir lo mismo es que las EEFF disponen del 59% restante de sus depósitos en pesos para prestar y cubrir el costo financiero de los depósitos, pagar los costos de las estructuras administrativas de sucursales y casas centrales, pagar IIBB y otros impuestos municipales y nacionales, cubrir a los deudores morosos y obtener una rentabilidad del capital que tienen a riesgo los accionistas.

En la última información publicada del BCRA a ago'18, las EEFF tenían una rentabilidad sobre Patrimonio promedio del 33,6% anual (con un importante gap negativo con respecto al nivel inflacionario de 40/44%). Esto implica una muy pobre rentabilidad comparada con la inflación, especialmente considerando que los bancos tienen gran parte de su patrimonio

líquido.

Si confiamos en la capacidad política de Cambiemos para lograr el déficit cero, la inflación cederá. Los efectos sobre el sector financiero y real serán un alto costo, que esperamos sea la última vez que la sociedad deba padecer.

(*) Master en Finanzas de Universidad CEMA - Socio de Senior Capital

Las opiniones expresadas son personales y no necesariamente representan la opinión de la UCEMA