



## Las cuentas del Banco Central

Por Jose P. Dapena

DEPTO FINANZAS -UCEMA  
Octubre de 2016

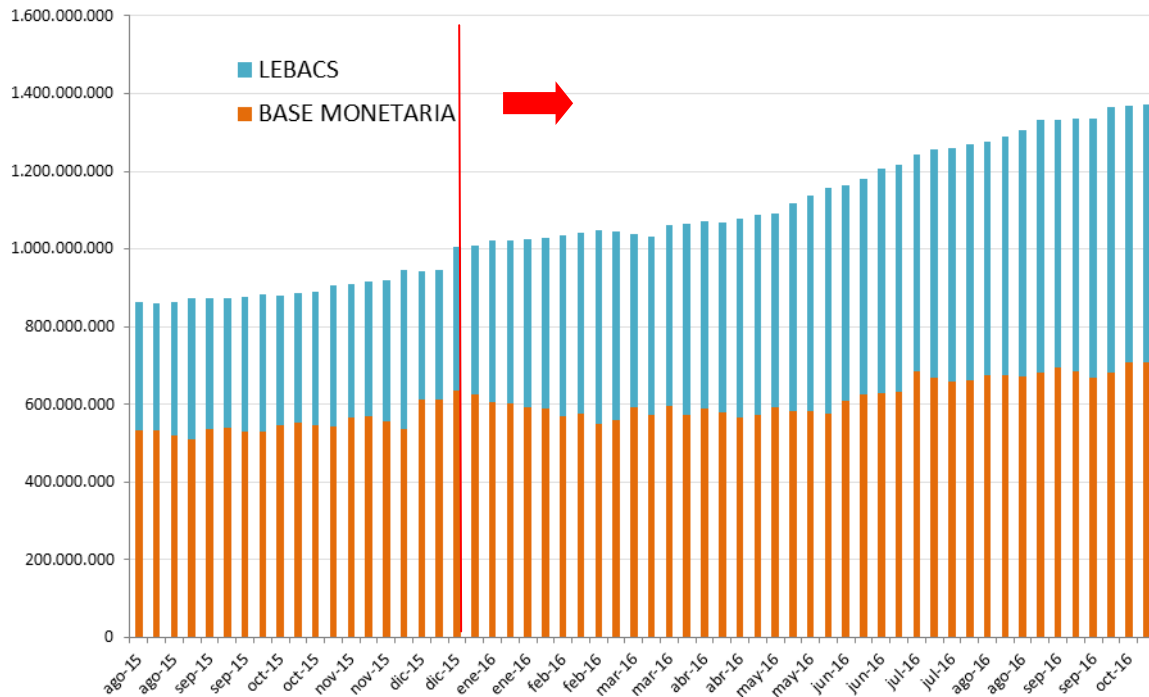
El hecho de que el exceso de oferta monetaria con respecto a su demanda es el origen de la inflación, cuando el producto no encuentra un sustento en la inversión para su expansión, no tiene a esta altura discusión en la teoría económica, como así tampoco que la inflación en exceso no es buena ni consistente con un proceso de crecimiento de largo plazo (de lo contrario los países querrían tener inflación en lugar de evitarla...). En tal sentido, las sucesivas conducciones del Banco Central bajo la anterior administración incrementaron la Base Monetaria (cantidad de dinero emitida) en aproximadamente treinta veces. En similar periodo de doce años, los precios subieron veinte veces (el resto lo capturó el incremento de demanda de dinero por crecimiento y monetización), siendo que el fenómeno inflacionario comenzó a evidenciarse y agudizarse hacia fines de 2007.

Para evitar que el total de dinero emitido impactase de manera más profunda en la inflación, el Banco Central ha utilizado un pasivo remunerado que es difícil de encontrar en balances de otros bancos centrales, denominado LEBAC (Letras del Banco Central) para esterilizar parcialmente la emisión, a costa de una suba de tasas. Las LEBAC son en términos de instrumentos financieros un “bicho raro”. Fueron creadas en el año 2002 atento a que el Estado Argentino había entrado en cesación de pagos, y la comercialización de bonos (el mecanismo habitual por el cual el Banco Central regula la tasa de interés o la oferta de dinero) no podía realizarse con dichos instrumentos en default. La primera licitación de LEBAC estuvo regulada por la Comunicación B 75431 del Banco Central del año 2002. A partir de ese momento, y aun habiéndose solucionado el problema de deuda soberana que le dio origen como mecanismo de regulación de la tasa de interés, se ha seguido utilizando este instrumento para esterilizar y fijar tasas, en lugar de la compraventa de títulos públicos.

El hecho de utilizar LEBAC para regular la Base Monetaria, significa que se emite dinero, y luego se rescata pagando una tasa de interés, que funciona como un alquiler temporario y de corto plazo, o de manera alternativa, como un plazo fijo en el Banco Central realizado principalmente por los Bancos, similar a las operaciones de Pases pero consigo opuesto.

Desde diciembre de 2015 hasta la fecha, y bajo este principio, la actual conducción del Banco Central se ha preocupado por disminuir el ritmo de emisión monetaria. La misma se ha incrementado en este período en un 13%. El esfuerzo no ha sido gratuito, ya que ha significado tener que absorber el dinero extra emitido, a partir que en similar período, el stock de dichos instrumentos se ha incrementado en un 72%, según se desprende de la siguiente serie.

**Gráfico 1 Pasivos Remunerados y no remunerados del BCRA**

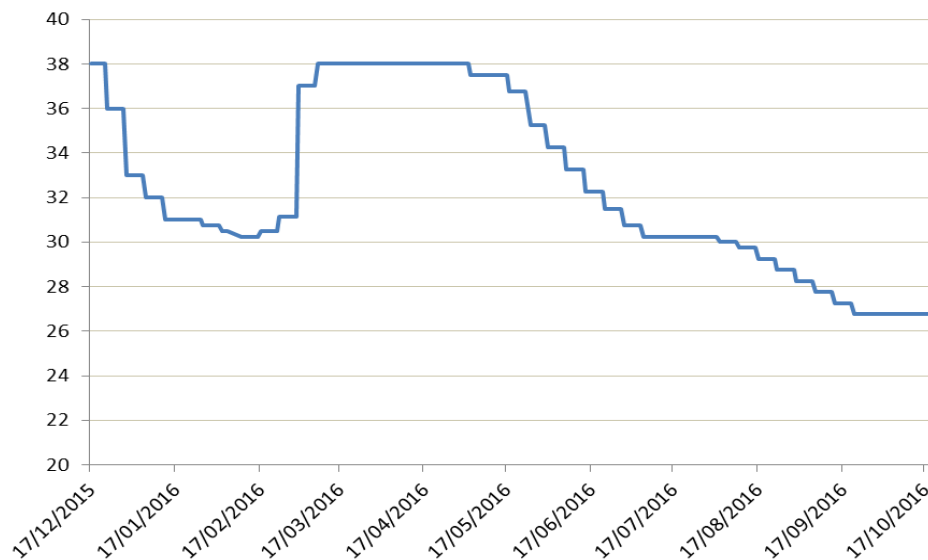


Fuente [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

La serie muestra que, de no haberse emitido LEBAC, la emisión monetaria superaría el billón (millón de millones) de pesos y los efectos sobre la inflación hubiesen sido bastante más significativos.

Sin embargo este esfuerzo de absorción a plazo de la Base Monetaria no ha sido gratuito, ya que esto ha significado tener que pagar tasas de descuento del 38% anual original (que en términos efectivos rondaba el 45% anual) hasta más recientemente de 26.75% anual para los tramos más cortos. El siguiente gráfico muestra la evolución de la tasa a 35 días (siendo que representa aproximadamente el 50% de la emisión y las tasas de más largo plazo son entre 2 y 3 puntos menores).

Gráfico 2 – Tasa LEBAC a 35 días



Fuente [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

Este esfuerzo de rescate de dinero le ha significado al Banco Central tener que emitir dinero para pagar intereses, por un monto que estimamos, desde diciembre pasado hasta la fecha, entre AR\$ 90 y 100 mil millones adicionales a la Base.

Un mecanismo alternativo que se podría haber utilizado, y que de hecho se utilizó pero no de manera profunda, es la suba de los encajes. Tanto las LEBAC como los encajes representan dinero de terceros depositados en el Banco Central. La gran diferencia es que los encajes no pagan tasa de interés, y las LEBACS sí, o sea que en la práctica representan unos encajes remunerados, donde los colocadores de estos “plazos fijos” se benefician de la tasa de interés que cobran, con una transferencia de recursos desde el Banco Central hacia los inversores. Aun teniendo en cuenta que en Junio y Julio de 2016 se subieron los encajes en un promedio de 2% de los depósitos, lo que representó una absorción de dinero por aproximadamente AR\$ 50 mil millones, este monto resulta exiguo comparado con el inmovilizado a través de LEBAC. En general se resiste a la suba de los encajes, tanto porque no pagan tasa de interés, así como porque producen una suba de la tasa de interés activa; teniendo en cuenta que la tasa de LEBAC se ha incrementado de manera significativa, este último efecto no debería haber sido un aspecto muy inconveniente, atento que provocaría los mismos efectos. Por otro lado evitar subir los encajes permite coparticipar en mayor medida a los bancos el recaudado por el impuesto inflacionario.

Otro punto que ha impactado en la emisión de dinero ha sido la consecuencia de las operaciones de venta de dólar futuro. El cálculo de la cuenta final ha significado una transferencia de



recursos desde el Banco Central hacia los tenedores de futuros de aproximadamente AR\$ 53 mil millones en lo que va del año 2016.

**En algún momento el Banco Central deberá regularizar y eliminar de su balance este pasivo remunerado que surgió en una situación de necesidad de mercado y que no es compatible con una situación normal. Podrá hacerlo con un bono consolidado del Estado, con mayores encajes, con una colocación de bonos a los bancos e inversores, o con una apuesta a futuro donde la monetización de la Base permita absorber el excedente de fondos emitidos.**

Sin embargo la tentación de un Estado necesitado de fondos, porque no termina de poner sus cuentas en orden (déficit fiscal en máximos históricos respecto del PBI con la presión impositiva más alta de la historia), no hacen del mismo un camino que sea fácil de transitar. El hecho adicional que 2017 sea un año especial respecto de elecciones, significa que el camino del endeudamiento seguirá siendo el utilizado.