

AVANZA EL RESCATE DE LEBACS

17 de OCTUBRE de 2018

Ayer se cerró uno de los 3 últimos “Supermartes de Lebac’s”. El BCRA logró rescatar \$151.000 millones de Lebac’s, quedando como saldo para las operaciones de rescate de los próximos dos meses casi \$190.000 millones. Este es el primer rescate que se produce en el marco del nuevo esquema de política monetaria, lo que implica un esfuerzo adicional por mantener sin expansión la Base Monetaria. Para evitar el impacto expansivo, BCRA y Tesoro actúan coordinados de manera de generar opciones de inversión. Esta estrategia, ¿puede implicar que se repita el riesgo de las Lebac’s?

Se han producido varios cambios en las últimas semanas que llevan a pensar que la estrategia de Rescate de Lebac’s implica una fuerte reducción del riesgo que esos instrumentos generaban para la estabilidad macroeconómica y una prueba de ello son los resultados que se han observados en las últimas dos semanas con retroceso del tipo de cambio.

Si se toma como base de referencia el promedio de Lebac’s de abril de 2018 y se lo compara con el nivel actual de pasivos remunerados del BCRA se podrá empezar a entender la diferencia.

Las Lebac’s llegaron en abril de 2018 a \$1.250.000 millones, con un stock de Pases + Leliqs en ese entonces de \$145.000 millones, lo que equivalía a pasivos del BCRA por \$1.395.000 millones (USD 68.800 millones o 137% de la Base Monetaria).

Luego del rescate de ayer, el saldo de Lebac’s quedaría en \$190.000 millones y el stock de Leliqs y Pases en \$575.000, llegando los pasivos del BCRA a \$765.000 millones, que al tipo de cambio de ayer equivale a USD 20.900 millones (60% de la Base Monetaria).

Estos datos muestran que el nivel de pasivos del BCRA se redujo a menos de un tercio si se los mide en dólares y a menos de la mitad con respecto al nivel de la Base Monetaria. Es decir que aún canjeando el 100% de Lebac’s

que quedan por Leliqs, el tamaño de ese problema de exceso de pesos es mucho menor al vigente en abril de 2018.

Datos en Arg\$ Millones	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	Ajuste Rescate	Variación	
								Absoluta	Porcentual
Circulante	659.927	655.423	657.717	682.362	671.823	659.210	657.336	-2.591	0%
Encajes + Efectivo	359.808	368.257	407.813	428.378	525.275	611.551	601.223	241.415	67%
Base Monetaria	1.019.735	1.023.680	1.065.530	1.110.740	1.197.097	1.270.761	1.258.559	245.298	23%
Pases + Leliqs	144.027	43.488	34.305	99.555	208.561	325.041	573.584	429.557	298%
Lebac Total	1.250.650	1.252.599	1.142.672	1.001.887	788.772	495.439	188.110	-1.062.540	-85%
Bancos	358.774	492.479	459.355	392.144	256.323	106.509	11.874	-346.900	-97%
No Bancos	891.876	760.121	683.317	609.743	532.449	388.930	176.236	-715.640	-80%
Base Monetaria Amplia	2.419.290	2.321.827	2.101.936	2.214.093	2.193.147	2.133.704	2.020.254	-399.037	-16%
RESERVAS en USD Mill	61.045	53.896	53.361	60.011	55.854	50.209	48.877	-12.167	-20%
TCN	20,27	23,55	26,62	27,67	29,90	38,59	36,30	16,03	79%
Lebacs NB en USD Mill	44.000	32.274	25.672	22.040	17.807	10.079	4.855	-39.145	-89%
Lebacs NB en % Reservas	72,1%	59,9%	48,1%	36,7%	31,9%	20,1%	9,9%	-62,1%	
(Lebacs + Leliqs + Pases)/BM	136,8%	126,6%	110,5%	99,2%	83,3%	64,6%	60,5%	-76,2%	

Esto se explica porque parte de los rescates de Lebacs se canalizaron hacia el aumento del nivel de encajes y otra parte se fueron por el mercado cambiario (demanda de dólares contra venta de reservas).

Pero las diferencias no radican solamente allí. El principal factor que se debe tener en cuenta a la hora de comparar estos pasivos es el riesgo de que desestabilicen el mercado cambiario. Como las Lebacs estaban en poder de inversores no bancarios, ante cualquier proceso de incertidumbre salían del instrumento y se refugiaban en dólares. Ese riesgo con las Leliqs está más acotado, porque los bancos (únicos tenedores de Leliqs) tienen limitada su posición en moneda extranjera.

Además, dentro de los tenedores de Lebacs No Bancos había una participación significativa de inversores extranjeros, que han ido cancelando esas posiciones.

De esta manera el riesgo de corrida se traslada, con una intensidad atenuada, de las Lebacs a los depósitos del sistema financiero. Siempre teniendo en cuenta que los depósitos tienen una mayor dispersión de vencimientos.

Ante una pérdida de confianza del peso y salida de depósitos hoy el esquema económico cuenta con dos herramientas de ejecución casi automática. La primera es el aumento en la tasa de Leliqs que se produciría de manera inmediata a medida que los bancos pierdan depósitos y deban cancelar Leliqs. Si eso llega a traducirse en un aumento del tipo de cambio y se llega al techo de la banda de no intervención aparecerían las ventas de dólares del BCRA, con la consiguiente absorción de Base Monetaria y retracción de la liquidez.

El problema que plantea este esquema de rescate de Lebac está asociado al alto nivel de la tasa de interés actual. El saldo de pasivos remunerados del BCRA genera una expansión por intereses de \$45.000 millones mensuales, que de sostenerse en el tiempo superarían los \$600.000 millones anuales de intereses. Eso hace que esta política sea efectiva si a partir de diciembre logra una reducción rápida del nivel de la tasa de interés, algo que sería posible si se decelera la inflación y se mantiene la estabilidad del mercado cambiario.

El dato de inflación de septiembre muestra que por ahora no hay margen para que retroceda la tasa de interés de las Leliqs, porque se ubica en torno a 6,1% mensual, mientras la inflación llegó a 6,5%, mostrando que todavía es negativa en términos reales.

!