

LA NECESIDAD DE ACELERAR EL RESCATE DE LEBACS

13 de JUNIO de 2018

Uno de los puntos más destacados del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional ha sido la decisión de desactivar en el mediano plazo el mecanismo de esterilización vía Lebac. El esquema propuesto está planteado a 3 años y se basa en la decisión del Tesoro Nacional de rescatar las Letras Intransferibles (LIT) que le fueron colocadas al BCRA cada vez que se usaron reservas para el pago de deuda y utilizar para ello otros instrumentos que colocaría en el mercado. El BCRA utilizaría esos fondos para ir rescatando gradualmente las Lebac, a la vez que limitaría la tenencia de aquellos activos concentrándola exclusivamente en las entidades bancarias locales.

El esquema planteado luce razonable y sería una adecuada solución al problema del creciente stock de Lebac. La principal problemática a resolver es la fuerte expansión monetaria que generan los intereses de las Lebac y que llevan a un crecimiento exponencial del stock de las mismas.

Justamente el control del ritmo de expansión de la base monetaria es uno de los ejes en los que se basará el BCRA para tratar de hacer más efectiva su política de Metas de Inflación. Para ello se trabajará adicionalmente sobre la prohibición de la Asistencia al Tesoro con efecto monetario, es decir que se dejarán de hacer transferencias de utilidades no realizadas y adelantos transitorios, así como también se interrumpirá la compra directa de divisas. En 2017 se transfirieron por estos conceptos \$415.000 millones, lo que es equivalente a una expansión del 52% sobre el nivel de Base Monetaria promedio de diciembre de 2016.

	Stock Arg \$ M	Medido en USD M	% BM	% Dep Plazo Fijo	En % Reservas	En % PBI
Stock de Lebacs	1.201.856	47.978	114,6%	173,0%	96,0%	10,6%
Bancos	476.371	19.017	45,4%	68,6%	38,0%	4,2%
No Bancos	725.485	28.961	69,2%	104,4%	57,9%	6,4%

De esta manera se apunta a ir resolviendo los dos principales motores de expansión monetaria. Dado que el pago de intereses de Lebacs explicaron en 2017 un crecimiento de la Base Monetaria de \$256.000 millones (32,5% de la Base Monetaria).

Si sumamos la expansión por motivos fiscales a la de los intereses de las Lebacs tenemos un total de expansión primaria de \$670.000 millones que equivale al 85% de la Base Monetaria existente en diciembre de 2016. Para evitar que eso se traduzca en exceso de pesos en el mercado e impacte sobre la inflación el BCRA debió hacer crecer su stock de Lebacs en \$481.000 millones y seguir devengando una alta tasa de interés.

Frenar la expansión por fines fiscales resulta más sencillo en el marco actual, dado que el Tesoro cuenta con el financiamiento del FMI para cubrir sus necesidades. Por lo tanto lo que queda es dejar de adquirir los dólares y que el Tesoro recurra el mercado cambiario cada vez que necesite los pesos.

La expansión monetaria por los intereses de las Lebacs es más difícil de reducir. El esquema propuesto implica que el Tesoro rescate cerca de USD 9.700 millones anuales de Letras Intransferibles (LIT) y que el BCRA use esos fondos para rescatar las Lebacs.

Aquí surge un problema significativo y es que ese monto anual, en los próximos 12 meses alcanza para esterilizar el pago de intereses, pero no se logra una reducción tan significativa del stock de Lebacs.

ESCENARIO BASE RECOMPRA LEBACS

Datos en Arg\$ M	12m	24m
Stock de Lebac	-130.000	-245.000
Expansión Intereses	365.000	235.000
Demanda Base	220.000	150.000
Recompra Letras Intransferibles	275.000	330.000

Para los próximos 12 meses prevemos una expansión por intereses de \$365.000 millones. De ese total, \$220.000 deberían canalizarse para atender el crecimiento de la demanda genuina de dinero, pero los \$145.000 seguirían sobrando y llevarían a un aumento del stock de Lebac. Para evitar ese impacto se deberían usar los USD 9.700 millones del rescate de las LIT. Eso permitiría evitar la expansión de las Lebac y adicionalmente rescatar \$130.000 millones adicionales. Pero una reducción de solamente \$130.000 o 10% del stock actual de Lebac luce poco para 12 meses de esfuerzo.

A su vez de los comunicados de prensa de la semana pasada se desprende la decisión de tratar de acotar la tenencia de Lebac solamente a las entidades bancarias para mediados del año próximo. De esta manera, un rescate de \$130.000 millones luce muy acotado ante el stock de \$725.000 millones que hoy están en poder de privados no bancarios.

Esto nos lleva a pensar en la necesidad de armar un esquema más agresivo de rescate de las LIT por parte del Tesoro. Para ello el Ministerio de Finanzas debería trabajar en un paquete de bonos que resulten atractivos para los actuales tenedores de Lebac y fomentar de esta manera un canje y rescate más rápido.

A manera de ejemplo, si los USD 24.000 millones de rescate de LIT comprometidos para los próximos 3 años se aceleraran a 1 año, la reducción del stock de Lebac pasaría de \$130.000 millones del escenario base a más de \$580.000 millones en 12 meses, logrando de esa manera limitar rápidamente a los dos factores de expansión de la Base Monetaria (Tesoro e Intereses de Lebac).