

## PREPARANDO EL CAMINO PARA RESCATAR LEBACS

08 de AGOSTO de 2018

**El BCRA anunció que la nueva tasa de referencia para la Política Monetaria será la de Leliqs, dejando de utilizar el corredor de pases. Este instrumento es a 7 días de plazo y solamente lo pueden operar las entidades financieras. Por tal motivo entendemos que es un primer paso hacia la desactivación del stock de Lebac's que está en manos de No Bancos. Justamente ese es uno de los principales objetivos que se ha planteado el BCRA para este año luego de desactivar la corrida cambiaria.**

El desafío de desarmar la estructura actual de Lebac's no es menor y de la manera que se planteó originalmente en el acuerdo con el FMI, se iba a desarrollar en un sendero muy gradual, por lo tanto de alto riesgo y con una necesidad implícita de sostener altas las tasas de interés.

El punto de partida es un stock de \$970.000 millones en Lebac's, de las cuales \$360.000 millones están en poder de entidades financieras y los restantes \$610.000 millones en otros tenedores privados. De ese total se estima que \$150.000 millones son inversores extranjeros y que algo más de \$200.000 millones está en manos de Organismos del Sector Público (Anses y otros).

El objetivo inicial era llevar los \$610.000 millones de No Bancos a cero para septiembre de 2019. Para ello se iba a contar con el rescate de USD 12.500 millones en Letras Intransferibles por parte del Tesoro Nacional. Pero ese rescate viene demorado en el tiempo, porque requiere que el Tesoro accede al mercado de deuda a captar los pesos necesarios para que dicha operación tenga impacto neutral. Por ahora la prioridad del Tesoro es cubrir sus necesidades financieras propias que como veíamos la semana pasada, son exigentes para 2019.

Esto implica que el sendero de rescate de Lebac's en ese escenario es muy lento y que mientras tanto la capitalización de intereses sigue haciendo subir el stock de letras.

Esto hace que el BCRA deba buscar otros caminos para reducir ese pasivo sin afectar sus objetivos de agregados monetarios. Ahí surgen algunas opciones:

**Rescatar con Efecto Monetario:**

- Esto implica simplemente no renovar los vencimientos y dejar crecer la base monetaria. Pero el límite está impuesto por el techo a la expansión de agregados monetarios que debe estar alineada con las metas de inflación y con los límites acordados con el FMI. El margen por esta vía es de \$140.000 millones en 12 meses.

**Obtener Financiamiento en Dólares de Largo Plazo:**

- Dados los Límites de Reservas Netas acordados con el FMI, el BCRA debería obtener financiamiento en dólares de largo plazo que le permitiera responder a una eventual demanda de tenedores de Lebac's que ante una baja sustancial de las tasas de interés quisieran dolarizar sus activos. La demanda de divisas sería el camino para esterilizar la expansión monetaria de la cancelación de Lebac's.

**Canalizar los Fondos Excedentes hacia el Sistema Financiero:**

- La decisión de utilizar la tasa de Leliqs como herramienta de política monetaria podría haber sido un primer paso en esta dirección. El esquema en ese caso podría llevar un tiempo de implementación ya que se requiere que vaya bajando la tasa de Lebac's hasta ubicarse por debajo de la Leliq. Cuando la brecha entre ambas fuera lo suficientemente amplia como para compensar el efecto de encajes y seguro de depósitos, la expansión por el rescate de Lebac's podría canalizarse hacia diferentes esquemas de cuentas remuneradas (cuenta corriente / plazo fijo). Si deciden mantenerse en pesos, dado que los inversores no bancarios no pueden acceder a las Leliqs, tendrán como opción recalar en el sistema financiero o comprar otros activos (públicos o privados) en moneda local. Este camino se intentó a principios de 2017 y de 2018, pero en esos casos nunca se llegó al nivel de brecha de tasas suficiente como para que prosperara, dado que antes se aceleró la demanda de dólares y el BCRA decidió revertir el proceso. Por eso es clave antes de avanzar en esta dirección que la autoridad monetaria cuente con el respaldo necesario como para responder a una creciente demanda de dólares.

Los casos planteados no son excluyentes y probablemente el BCRA termine avanzando con una combinación de los mismos. Ahí es importante rescatar que en todos los casos la tasa de referencia seguirá siendo la de Lebac's hasta que la misma se ubique por debajo de la tasa de Leliqs. Esto implica que la recién estrenada tasa de 40% para Leliqs a 7 días se mantendrá estable por al menos dos meses, mientras el BCRA avanza en una gradual reducción de la tasa de Lebac's sin que ello genere inestabilidad cambiaria, su principal objetivo.