

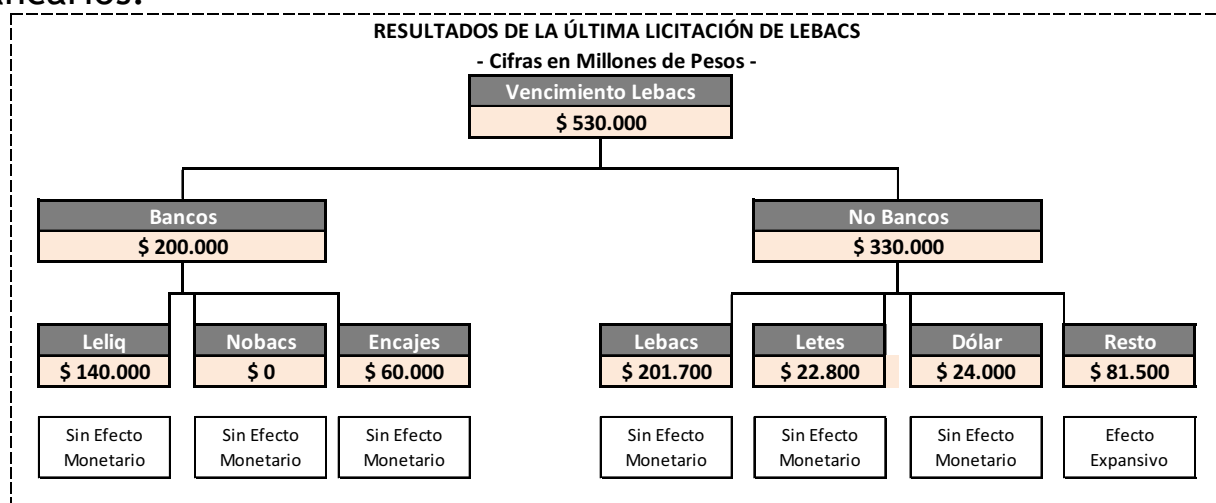
RESCATE DE LEBACS: UN PRIMER PASO COMPLICADO

16 de AGOSTO de 2018

Los últimos días han representado un fuerte desafío para el BCRA y para el Ministerio de Hacienda. Se ha lanzado un agresivo plan para rescatar las Lebac's en los meses que quedan hasta fin de año. Se ha dado un primer paso que ha sido difícil y cuyas implicancias finales todavía no son conocidas. Por ahora los resultados deben definirse como mixtos, ya que se ha requerido de una fuerte intervención del BCRA en el mercado cambiario para evitar una devaluación mayor. El esquema propuesto es ambicioso y afronta un problema central como es el contexto financiero internacional adverso el cual debe aplicarse.

La propuesta del BCRA pasa por centrar la operatoria de letras en entidades financieras (a través de las Leliqs) y para ello planteó un programa de disminución acelerada de la posición en dichos instrumentos de los inversores no bancarios. Esto implica generar un exceso de liquidez (pesos en el mercado) del orden de \$120.000 millones por licitación.

En el llamado de este martes vencían \$530.000 millones, de los cuales \$200.000 correspondían a bancos y el resto a otros inversores no bancarios.



A los bancos se les ofreció colocar fondos en Nobacs, pero esa operación resultó nula, porque las ofertas eran a mayor tasa que la que estaba dispuesto a convalidar el BCRA. De esa manera, los excedentes de liquidez de las entidades deberán ser canalizados hacia otros instrumentos, donde se destacan Leliqs, operaciones de pases o call, entre otras opciones. En caso de ser Leliqs o Pases, no habría efecto expansivo sobre la Base Monetaria. Otra opción podría ser que los bancos lo canalicen hacia el crédito, en cuyo caso sí tendría efecto monetario, pero se asume que esos fondos en Lebacs corresponden a excesos de liquidez ante la baja demanda de crédito.

En el caso de los \$330.000 millones que vencían de inversores no bancarios, solamente se renovaron \$201.700 millones. Esto implica que quedaron en el mercado excedentes de liquidez por \$128.300 millones.

Para esos fondos el esquema preveía una combinación de Letes y dólares. Las Letes lograron captar \$22.810 millones que se depositarían en el BCRA y se de esta manera se neutralizaría su efecto monetario.

Al mercado cambiario fueron prácticamente USD 800 millones, lo que implica que por esa vía se absorbieron \$24.000 millones.

Esto implica que al final del día miércoles quedaban todavía \$81.500 millones seguramente en depósitos (los institucionales seguramente remunerados).

De esta operación surgen algunos datos que deberán ser tenidos en cuenta y sobre los cuales las autoridades económicas deberán trabajar.

El primero es el fracaso de la colocación de Nobacs, el mercado todavía le tiene temor a los plazos más largos y el BCRA necesita que esos instrumentos tomen volumen para evitar tanta exposición de corto plazo. La primera reacción del BCRA a este bajo interés por las Nobacs ha sido una nueva suba de encajes (3% adicional). De esa manera esteriliza de manera semi-permanente \$60.000 millones.

El segundo es el escaso volumen logrado en la operación de Letes. Si se busca que ese instrumento sea el reemplazo de las Lebacs para fondos comunes e inversores institucionales se deberá lograr un mercado líquido que permita operar a precios relativamente estables para poder afrontar necesidades de liquidez. Mientras tanto seguramente los inversores prefieran otros instrumentos conocidos o simplemente mantengan sus excedentes de liquidez de corto plazo en cuentas remuneradas.

Las conclusiones finales recién las podremos alcanzar la semana próxima cuando esté más claro cuál fue el destino final de los pesos que se liberaron luego de la primera cancelación de Lebacs. Esos resultados servirán también para empezar a entender cuál puede ser el escenario de los próximos meses, cuando este proceso de cancelación de Lebacs se repita. Mientras tanto queda como dato positivo que se está avanzando a ritmo mucho más veloz de lo previsto originalmente con el rescate de las Lebacs y como negativo que en las primeras licitaciones los resultados obtenidos han estado por debajo de las expectativas.

Todo parece indicar que el mercado cambiario seguirá con fuerte volatilidad y que el BCRA en ese contexto y con niveles de inflación todavía muy altos (IPC 3,1% en julio) no tiene margen para poder avanzar en una reducción de las tasas de interés.

Para reforzar el Nivel de Reservas el BCRA habría cerrado un nuevo acuerdo de financiamiento con el Banco Central de China. La operación sería por USD 4.000 millones y de esa manera le daría más aire al BCRA para seguir interviniendo en el mercado cambiario y atenuar el impacto sobre el tipo de cambio del proceso de desarme de Lebacs.