

## SE DESARMAN LAS LEBACS, PERO DEJAN SECUELAS

19 de SEPTIEMBRE de 2018

**A**yer se cerró uno de los últimos supermartes. El Programa de Rescate de Lebac del BCRA sigue su curso y ha permitido reducir sustancialmente el stock, pero ha tenido costos muy altos. El dato positivo es que el stock de Lebac en poder de No Bancos pasó de USD 44.000 millones en abril de 2018 a un nivel estimado para fines de septiembre de USD 7.650 millones.

El tamaño del problema de las Lebac se ha reducido sustancialmente y esto acota de manera significativa el impacto que su desarme definitivo tiene sobre el resto de las variables económicas. Es una buena noticia de cara a lograr la esperada estabilidad del mercado cambiario.

Esta disminución de USD 36.350 millones generó impacto en variables centrales como el nivel de reservas, el tipo de cambio y tendrá un efecto derrame sobre la inflación.

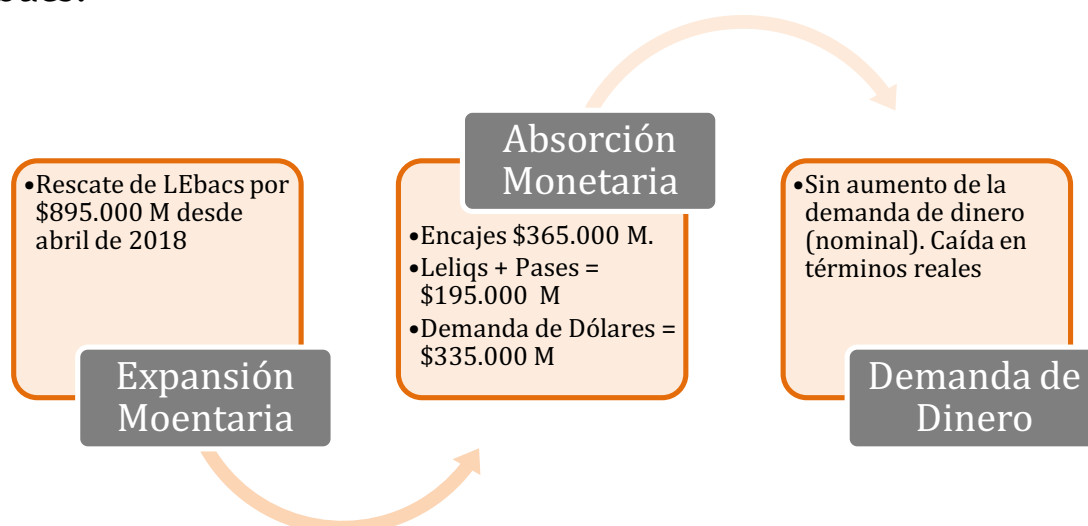
Datos en Arg\$ Millones	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	Último Dato
<b>Circulante</b>	659.877	655.424	657.914	681.866	671.174	667.317	661.730
<b>Encajes + Efectivo</b>	364.721	370.829	409.123	431.350	526.093	617.686	732.810
<b>Base Monetaria</b>	<b>1.024.598</b>	<b>1.026.253</b>	<b>1.067.037</b>	<b>1.113.216</b>	<b>1.197.267</b>	<b>1.285.003</b>	<b>1.394.540</b>
<b>Pases + Leliqs</b>	144.042	42.974	33.011	98.990	207.108	247.644	339.101
<b>Lebac Total</b>	1.250.650	1.252.599	1.001.887	1.001.887	788.772	601.057	354.915
<b>Bancos</b>	358.774	492.479	392.144	392.144	256.323	150.271	52.608
<b>No Bancos</b>	891.876	760.121	609.743	609.743	532.449	450.786	302.306
<b>Base Monetaria Amplia</b>	<b>2.419.290</b>	<b>2.321.827</b>	<b>2.101.936</b>	<b>2.214.093</b>	<b>2.193.147</b>	<b>2.133.704</b>	<b>2.088.555</b>
<b>RESERVAS en USD Mill</b>	61.045	53.896	53.361	60.011	55.854	51.049	50.386
<b>TCN</b>	20,27	23,55	26,62	27,67	29,90	38,23	39,50
<b>Lebac NB en USD Mill</b>	44.000	32.274	22.908	22.040	17.807	11.790	7.653
<b>Lebac NB en % Reservas</b>	72,1%	59,9%	42,9%	36,7%	31,9%	23,1%	15,2%

Si tomamos como referencia los niveles de Lebac, Reservas y Agregados Monetarios de abril de este año y los comparamos con los actuales observamos que:

- **Lebac:** Se cancelaron pasivos del BCRA por \$895.000 millones, lo que implica una fuerte expansión monetaria. El stock total de Lebac que no

están en poder de entidades financieras (No Bancos) pasó de representar un 72% de las reservas totales a 15% de las reservas.

- **Tipo de Cambio:** Pasó de \$20,30 a \$39,46. Esto implica un aumento de \$19,40 o del 96% en 5 meses.
- **Reservas:** El BCRA debió intervenir en el mercado vendiendo USD 13.000 millones para evitar una mayor devaluación del tipo de cambio. Esto implicó una absorción de \$335.000 millones, lo que equivale al 37,4% de la caída en el stock de Lebac. La caída de reservas llega a USD 18.000 millones en el período, pero incluye el pago de deuda de parte del Tesoro y el ingreso de USD 7.500 millones aportados por el FMI.
- **Aumento de Encajes:** Se implementaron aumentos de encajes que implicaron un incremento de \$365.000 millones en los fondos inmovilizados (encaje + efectivo en los bancos). Este aumento de encajes sirvió para reabsorber el 41% de los fondos que salieron de Lebac.



- **Pases + Leliqs:** Se absorbieron por esta vía \$ 195.000 millones, que equivale al 22% de los fondos que se expandieron por cancelación de Lebac (\$895.000 millones)
- **Demanda de Dinero:** La demanda de dinero se mantuvo quieta en términos nominales, lo que implica que se retrajo en términos reales, porque en 5 meses de alta inflación no se movió. Esto obedece a una decisión de mantener la menor cantidad posible de pesos en efectivo en momentos de alta devaluación e inflación.
- **Inflación:** La inflación acumulada en el período (abril - septiembre incluido) se ubicaría en torno al 23,5%.

En síntesis se lograron grandes avances en la eliminación del Stock de Lebacs y sus consecuencias, pero se han debido asumir costos muy significativos desde la perspectiva macroeconómica. Una manera de sintetizarlo pasa por entender que la inflación y devaluación que se evitó con tasas altas y esterilización vía Lebacs se acumuló y se liberó toda junta con el desarme de Lebacs. Para atenuar el impacto el principal instrumento ha sido el aumento de los encajes, pero que tiene como costo adicional el aumento del spread entre la tasa pasiva y la tasa activa.

La licitación de Lecap (Letras Capitalizables del Tesoro en Pesos), donde se captaron \$107.300 millones confirma que ya va quedando un núcleo de inversores que desean/tienen que permanecer en pesos.

Con estos avances se logra atenuar de manera significativa los desequilibrios cambiarios, hasta ahora sosteníamos que la presencia de inversiones en pesos que se querían dolarizar de manera acelerada conformaba una demanda de divisas que no encontraba oferta suficiente y repercutía en el precio. Estos primeros días de la semana parecen haber dado señales de que este proceso se podría estar acercando a su final.

Las próximas jornadas serán claves para el BCRA dado que deberá mantener la calma cambiaria ante la eventual demanda minorista que pueda haber quedado rezagada. Si lo logra, habrá dado un paso importante para ir superando uno de los componentes de la crisis cambiaria. Todavía le queda pendiente asegurar el financiamiento para 2019 y dar señales claras para 2020 (nuevo acuerdo con el FMI); y avanzar con el Presupuesto como señal de fortaleza política.