

LA REDUCCIÓN DEL STOCK DE LEBAC NO ES LA SOLUCIÓN

Florencia Galván¹ 23/08/18

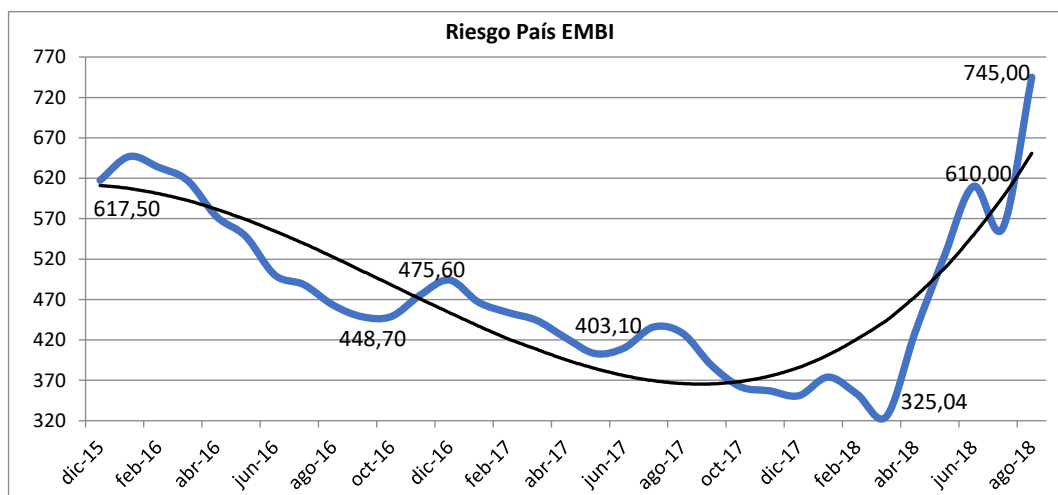
El 13 de agosto el BCRA anunció el programa de cancelación de LEBAC de acuerdo a lo sugerido por el FMI. El mismo consiste en ciertas medidas que apuntan a mejorar la eficacia de política monetaria para combatir la inflación, reducir las vulnerabilidades en el mercado cambiario, fomentar el desarrollo del sistema financiero y fortalecer la economía.

Este plan contempla ofrecer menores montos por licitación a los vencimientos; que las entidades bancarias ya no puedan realizar suscripciones (a las cuales se les ofrece ahora NOBAC y LELIQ, pasando estas últimas a ser el principal instrumento de esterilización de BCRA) y oferta de LETES en moneda local como alternativa de inversión en pesos.

Si bien este programa de reducción es positivo ya que muestra una mayor libertad por parte del BCRA para poder enfocarse en la política anti-inflacionaria (y siendo optimistas, poder finalmente tener una tasa de interés menor a la actual) por qué esta política no es suficiente para afrontar la actual situación económica? Hay ciertas variables a tener en cuenta.

1) Inicialmente se puede mencionar al riesgo país y la no-correlación con el stock de estas Letras. El riesgo país indica el exceso de rendimiento de un bono a 10 años de una economía, en relación a un Treasury libre de riesgo (USA).

En agosto de 2017 el stock de LEBAC alcanzó \$1billón, y actualmente con la última licitación (del 14 de agosto, con el programa de cancelación el stock vigente) se sitúa en \$300.000. **Sin embargo, el riesgo país el año anterior se encontraba en la mitad del valor que llegó a 745 puntos y tomó al día de hoy (690 puntos básicos)** – ver gráfico siguiente. En este caso, las variables EMBI/LEBAC parecen arrojar un nivel de correlación muy reducido. Esto infiere que **el índice de desconfianza del inversor no está dado por esta variable, ya que el mercado puede estar considerando un escenario con mayor deuda pública, inflación y una economía recesiva.**



Fuente: Economía 4.0 en la nota Lo peor está por venir 4º parte) y <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=1>

2) Por otro lado, es necesario tener en cuenta que estas Letras se reducirán hasta llegar a un stock nulo. No obstante, **la necesidad de financiamiento que antes tenía el Banco Central**, ahora será del Tesoro: distinta entidad, mismo problema (aunque ahora en dólares). El Tesoro utiliza sus Reservas en dólares y Argentina continúa en un contexto de presión sobre el tipo de cambio local y volatilidad elevada, por principalmente dos razones: marco internacional y políticas locales erróneas (como, por ejemplo: cambio metas de inflación del 28 diciembre 17, impuesto a renta financiera).

¹ Economista Analista de Mercado de Capitales de Carta Financiera

3) El día de ayer los rumores sobre la posibilidad de un nuevo incremento de tasa de USA por parte de la Fed en septiembre/octubre volvieron a tomar fuerza. ¿Cómo se contendrá al tipo de cambio ante esa situación? Parece difícil llegar a ese punto cuando la relación USD/AR\$ genera presión en forma diaria y la subasta de dólares tampoco ha logrado sostenerlo. El tipo de cambio en Argentina todavía no ha encontrado su punto de equilibrio: el contexto sugiere que esta situación continuará y el desafío de BCRA estará puesto en mitigar el pass-through² asociado (un camino que se viene recorriendo hace años sin resultados positivos).

4) Adicionalmente, el objetivo de llegar a la estabilización cambiaria generó una absorción monetaria elevada por aumento de encajes y tasas que continúan en altos valores: en la última licitación de LETES la Tasa Nominal Anual por las letras a menos de un año fue de 5.25% en dólares. La devaluación que se ha visto principalmente desde junio podría comprometer el riesgo de crédito de los vencimientos futuros del Tesoro generando una incertidumbre en el mercado, la cual sí puede ser tangible en el riesgo país.

¿Es decir, el intercambio entre desarme de LEBAC a incentivo de LETES (por su nueva oferta en moneda local), ***pasa de ser un riesgo de licitación a un riesgo futuro de default?*** Podría ser el caso.

5) Otro factor relevante es la inyección de Banco Central como consecuencia del Plan de cancelación: en la última licitación de LEBAC expandió \$335.000M (por la diferencia entre oferta y adjudicación sumado a las Letras en manos de los Bancos, quienes no pudieron renovar las posiciones), de los cuales absorbieron aproximadamente sólo más del 50%. Esa absorción monetaria fue principalmente por traspaso a LELIQ (instrumento de BCRA con plazo 7 días), modificación de 3 puntos en los encajes y para el dinero restante el BCRA realizó subastas de divisas, también considerando la licitación de LETES a realizarse una semana posterior.

En conclusión, el programa de cancelación de LEBAC no parece ser la solución para mitigar la recesión actual. ***El escenario, en cambio, podría ser uno de mayor deuda en dólares ante un contexto donde la divisa estadounidense en el mercado local todavía no ha encontrado su punto de equilibrio; un riesgo país con valores cerca de los 700pb; un déficit que parece no reducirse lo suficiente, y una inflación que sólo asciende.***

² Traslado a precios de la devaluación.