

## ¿Qué son las leliq? El primer paso para el nuevo gobierno.

El banco central emite dinero para financiar al fisco, ese dinero es "retirado de circulación" emitiendo una letra/bono a 28 días que solo pueden comprar los bancos. Lo que se denomina "esterilizar". Para esto, a los bancos les pagan una TNA de 133% con vencimiento mensuales o compran un pase a 1 día hábil que tiene una tasa de 126%. Por debajo de la inflación 142.7%

La posición del Central en leliq y pases se ubica en torno al 9.5/10% del PBI.

En la última semana se comentó mucho sobre este instrumento, producto de que el jueves pasado (23/11) los bancos renovaron el 10.5% de los vencimientos, migrando sus tenencias a pases.

Con esto, los bancos comerciales "resignan" tasa de Leliq (TEA 254.8%) y se colocan en pases 251.8%. El movimiento tiene como objetivo final reducir la duration a costa de mayor volatilidad de los saldos en pesos.

AUN FALTAN: 4 licitaciones hasta el 10/12 (59% del stock de leliq)

- La operatoria es se realiza de la siguiente manera:

- 1) El tesoro tiene déficit fiscal y lo financia el banco central emitiendo pesos
- 2) El tesoro recibe los pesos y lo vuelca en gasto publico (sueldos, obra publica, jubilaciones, etc)
- 3) Los individuos que reciben los pesos lo colocan en bancos comerciales
- 4) Los bancos comerciales son "obligados" (ya que la tasa es muy atractiva) a prestarle al central y así esterilizar los pesos.
- 5) Cuando un minoristas hace plazo fijo el banco comercial coloca leliqs al mismo plazo mientras que la otra cara de la moneda es el central devengando una tasa de interés equivalente al del ahorrista.

## ¿Cómo creemos que se van a desarmar?

- plan fiscal creíble → Si se logra alcanzar el equilibrio fiscal total (primario y financiero) provocará un aumento genuino en la demanda de dinero que permitirá desarmar parte del stock de leliqs. Al mismo tiempo se les presentará un plan de canje voluntario a los bancos comerciales para desarmar la otra parte de la deuda del central. El canje se hará sobre bonos del tesoro con un plazo mayor. La combinación de ambas políticas desarmará el problema subyacente en el banco central. La pregunta a responder es la siguiente: ¿Aguanta la demanda de dinero? ¿logrará absorber el sobrante monetario? ¿qué porcentaje de aceptación tendrá el canje de deuda?. Muchos interrogantes quedan en la política económica llevada a cabo con Caputo.

## Riesgo de BCRA frente a riesgo del tesoro.

En términos de riesgo, ambos se enfrentan a lo que se conoce como riesgo sistémico (ambos tienen riesgo de impago y operan dentro del país). Para que el canje sea exitoso deberíamos apuntar a conseguir una gran adhesión de los bancos cerca del 80% de las tenencias.

Si tiene éxito el canje, la nueva deuda (bonos soberanos) es de menor riesgo que la anterior ya que la duración es mayor y existe una mayor probabilidad de pago porque se hará el ajuste fiscal. Cabe destacar que dentro del análisis, contamos con 15mm de dólares provistos por el fondo monetario internacional, además de 15mm extras que consiga Caputo en operaciones con los mercados internacionales (REPO, adelantos contra inversiones reales, etc).

## ¿Demanda de dinero?

Vimos que en nuestro país (alejado de la cierta estabilidad de la demanda de dinero que habla la teoría económica) la demanda de pesos es muy inestable. Partiendo de la base que la demanda de dinero actual es de 12% del PIB, mientras que el promedio histórico en nuestro país es de 4% del PIB, esto se debe al cepo cambiario que obliga a los agentes económicos a quedarse en pesos por ende demandar una mayor cantidad a la deseada en equilibrio, sumado a que el equilibrio cada vez se encuentra en un punto mayor (o dicho de otra forma, requiere mayor demanda de dinero) ya que endógenamente el central emite dinero para financiar los pasivos que van remunerando a una tasa monstruosa.

Lo que quiero dejar en claro es que aunque no se emita más dinero para financiar al fisco, el central tendrá que emitir para sostener los intereses de la Leliq, por ende no se puede buscar un plan de estabilización sin resolver el stock de pasivos remunerados.

## ¿Subir los encajes?

Si bien subir los encajes bancarios podría generar un fortalecimiento de la demanda de dinero (vía expectativas) ya que se reduce la emisión secundaria de dinero, pero la misma medida puede producir un enfriamiento aún mayor en la actividad económica dando un impacto muy negativo en términos de empleo. Otra discusión para más adelante podría ser la viabilidad de una política de dolarización con encajes fraccionarios.

Lo que si queda claro que desarmar las leliq implica necesariamente un derrumbe en la tasa de interés activa del BCRA, esta medida aumenta la presión sobre los dólares financieros y bienes y servicios de la economía real a los que apuntarían dichos pesos sobrantes.

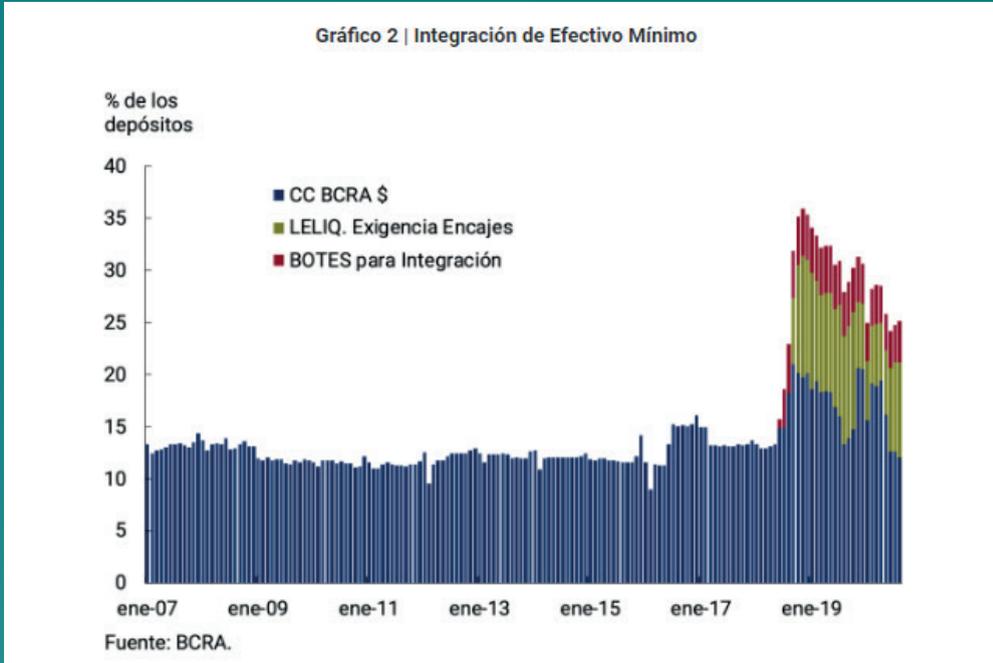


Gráfico 1: Porcentaje de encaje sobre los depósitos 2007-2020

## Conclusión:

- Equilibrio fiscal total
- Emisión 0
- Mega canje VOLUNTARIO
- Demanda de dinero sostenible y creciente a largo plazo
- Inversión para contrastar al ajuste y que no sea recesivo

**Dado el panorama: se espera más inflación que movimientos en tipo de cambio.**

