

Menú Ejecutivo

Mas devaluación o bicicleta financiera: las alternativas ante el mega vencimiento de Lebac de esta semana.

Ante el vencimiento masivo de esta semana, ¿qué porcentaje de tenedores de Lebac renovarán esas letras y qué porcentaje reclamará sus pesos? Y los que no renueven ¿comprarán dólares masivamente, impulsando una nueva suba de la moneda norteamericana?. La decisión dependerá de los que les reporte mayores beneficios: una tasa muy alta para quienes renueven, la compra de dólares para la bicicleta o para que se valore respecto de los pesos, si se espera una mayor devaluación.

Las Letras del Banco Central (Lebac) son títulos de deuda de corto plazo que ofrece el Banco Central. Permite sacar pesos de circulación a cambio de prometer un monto mayor a los tenedores de esos títulos.

En cada licitación de estos instrumentos, el Banco define la tasa que pagará para los distintos plazos, que suelen ser de entre 28 y 252 días. Si las tasas ofrecidas son suficientemente altas a juicio de los "inversores", el Central podrá colocar estos títulos sin problemas.

Para darnos una idea, el 18 de abril pasado se adjudicaron Lebacs por \$512.482 millones, de los cuales \$382.726 millones vencen hoy; el banco se comprometió a pagar por intereses un 26,6% anual, alrededor de un 2% al finalizar el plazo. Sólo por esas Lebac, los intereses al día de hoy representan más de 7.000 millones de pesos.

En vísperas de un vencimiento, el Banco Central intenta renovar las letras, por lo que sólo termina abonando una parte; el resto queda pendiente a futuro.

El supermartes

La fuerte devaluación sufrida por el peso ante la moneda norteamericana y el escenario de incertidumbre tanto a nivel internacional como local, hacen de este martes una jornada especial; tanto que se lo empezó a denominar como las jornadas electorales del país del Norte, cuando se realizan primarias simultáneas en muchos distritos de peso.

Esta semana operan vencimientos de Lebac por un total de 675.000 millones de pesos. Si todos los que tienen en su poder esas letras decidieran pedirle al Banco que les pague, **la entidad debería entregar más de la mitad del total del dinero circulante en el país.**

No obstante, ese escenario es virtualmente imposible: según los datos difundidos por la consultora Allaria Ledesma y [publicados por Ámbito Financiero](#), los principales tenedores son los Bancos y el sector público, los que sumados acaparan cerca del 60%. Los bancos tenderán a renovar, ya que

el Central liberó transitoriamente la cantidad de pesos que pueden mover (encaje bancario), al tiempo que limitó el porcentaje de dólares que pueden mantener, por lo que esas entidades seguramente tenderán a renovar las letras.

Un 20% está en manos de fondos de inversión y el otro 20% se divide entre tenedores privados, tanto residente en el país como en el extranjero.

En ese grupo está la clave: si muchos optan por no renovar, muy probablemente recibirán los pesos y se irán al dólar. Para que ese número se reduzca, el Central deberá ofrecer tasas de interés elevadas: en los últimos días la entidad estuvo interviniendo en el "mercado secundario" (compra y venta de títulos ya en circulación, es decir, los que se operan por fuera de las licitaciones públicas) ofreciendo altas tasas de interés: de hecho, las tasas para los vencimientos de junio se pactaron en 40%.

Las tasas altas y un dólar predecible posibilitan el famoso "carry trade": un inversor extranjero compra dólares en su moneda local; viene a Argentina, compra pesos, adquiere deuda a corto plazo y con alta tasa de interés; cobra los pesos y vuelve a comprar dólares, que ahora son muchos más que antes gracias a que la tasa es mayor a la suba de la moneda. Y así vuelve a su país con más dólares, fruto de las facilidades financieras existentes en nuestro país.

Pese a estas facilidades, en abril pasado, el 13% de los tenedores decidió no renovar; en febrero, ese porcentaje había sido de alrededor del 17%. Si en esta ocasión el 10% no renueva, implicaría una erogación de \$64.000 millones; si eso va hacia el dólar, producirá una presión alcista en la moneda, acentuando la devaluación.

En resumen, los escenarios principales son dos: se acentúa la devaluación o se ofrecen tasas altísimas. Si hay mayor devaluación, se acelerará la inflación, golpeando en lo inmediato a la mayor parte de la población que tiene ingresos en pesos; si se pactan tasas muy altas, se encarecerá el crédito y se premiará a la bicicleta financiera, enfriando la economía.

Ya vendrán martes peores

El escenario más favorable para el gobierno es que se renueven la gran mayoría de las Lebac, aunque deba ofrecer tasas elevadísimas. De esa forma, moderará el impacto devaluatorio al menos hasta que logre acordar con el Fondo Monetario.

El Banco Central ya mostró su decisión de apoyar la renovación masiva, otorgando tasas altas e impulsando la suba del dólar (y, por lo tanto, haciendo menos atractiva la dolarización si se piensa que el billete verde no subirá mucho más).

No obstante, como puede verse, la eventual solución es de corto plazo: casi seguramente las renovaciones serán al menor plazo (junio), por lo que en un mes el Central deberá afrontar una

nueva encrucijada similar: alentar la bicicleta o pagar las tasas comprometidas e inyectar dinero que tendrá impactos inflacionarios.

Según un [artículo de Alfonso de Villalobos en Tiempo Argentino](#), las renovaciones de Lebac conducen a una sangría anualizada de u\$d 11.000 millones en concepto de intereses.

Y la bola de nieve seguirá creciendo: como [señala Alejandro Colle en El Cronista](#), cada mes el Banco debe hacer un mayor esfuerzo para renovar la mitad de las lebac que están en la calle y que ya suman más de 1,2 billones de pesos (ver [informe diario del Banco Central](#)). Colle compara la situación con la legendaria Hidra, cuyas cabezas crecían multiplicadas cada vez que se las cortaban, señalando que el año pasado las Lebac crecieron u\$d 27.000 millones y que este año estaría generando obligaciones nuevas por u\$d 20.000 millones, una cifra similar al esperado crédito del Fondo Monetario.

La pulseada de hoy podrá tener consecuencias mayores o menores en el corto plazo; pero a mediano plazo será sólo una instancia más de un proceso que favorece principalmente al capital financiero y que goza de entera libertad para dolarizar y fugar.