

AGREGADOS MONETARIOS

A comienzos de junio, en función del acuerdo alcanzado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el BCRA retiró la mega-oferta diaria de U\$55.000 millones y anunció el compromiso de no intervenir en el mercado de cambios, delegando dicha tarea al Banco Nación. Sin embargo, días después, la institución presidida por Sturzenegger puso sobre la mesa cerca de U\$1.000 millones para contener una nueva disparada de la cotización del billete estadounidense que alcanzó los \$29 y marcó una tasa de devaluación del +55% en el acumulado del año y del +75% en términos interanuales.

Ante un nuevo temblor cambiario, y con Caputo como nuevo presidente del BCRA, el FMI realizó el primer desembolso a fines de junio por U\$15.000 millones con el objetivo de incrementar la oferta de divisas y respaldar las reservas luego del derrape por U\$14.500 millones que aquejó al BCRA desde mediados de marzo, como correlato (fundamentalmente) de la fenomenal salida de capitales. Además del acuerdo con el FMI a tres años por U\$50.000 millones, el gobierno obtuvo un refuerzo *extra* de U\$5.650 millones por parte de otros organismos multilaterales a desembolsarse en los próximos doce meses, y la mejora de la categoría financiera de nuestro país (a "país emergente") que dispuso Morgan Stanley Capital Investment (MSCI). De esta manera, el gobierno consiguió una alternativa de financiamiento a la que antes tenía con la colocación de bonos y el *carry trade*, y así, obtener capacidad de pago de cara a los próximos vencimientos de deuda del corriente año y manejo para intentar aquietar las aguas en el mercado de cambios.

En particular, el programa negociado establece como objetivo primordial eliminar el *déficit* fiscal y su monetización por parte del BCRA en el corto plazo. Además, modifica las metas de inflación y elimina las intervenciones en el mercado de cambios por parte de la autoridad monetaria (exceptuando situaciones extraordinarias). A su vez, fija un plan de reducción sistemática -en cada vencimiento- del *stock* de LEBAC sin emisión monetaria, bajo un trabajo conjunto con el Tesoro, que emitirá deuda y cancelará las letras intransferibles que mantiene con el BCRA. Estos cambios implicarán un giro de 180 grados en la política monetaria y cambiaria.

1. Base monetaria

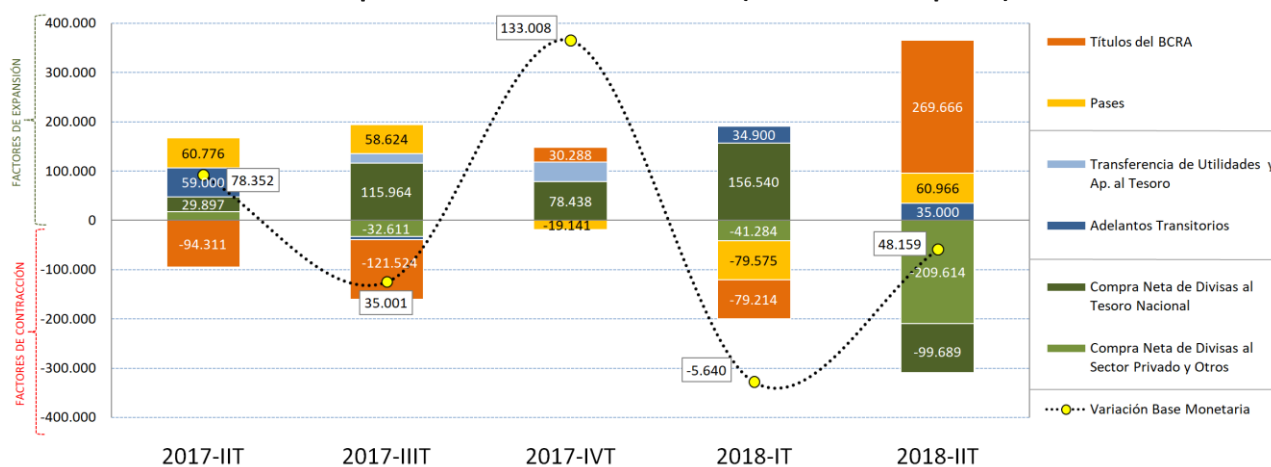
El 15 de mayo, en la mega-licitación de LEBAC, el BCRA renovó el 100% de los vencimientos por \$615.000 millones con una tasa de rendimiento del 40%. Sin embargo, en la siguiente licitación del 19 de junio, y en el marco de una nueva corrida cambiaria (que implicó elevadas pérdidas para los inversores que apostaron a este tipo de títulos), el ente monetario renovó sólo el 60% de los \$570.000 millones, a pesar de la suba de 7 puntos porcentuales de la letra más corta (27 días); cabe señalar que, en las semanas previas, el BCRA llevó adelante una estrategia de recompra de dichas letras y logró recortar vencimientos por \$100.000 millones. De esta manera, la operación financiera tuvo como correlato una significativa expansión monetaria, y reducción del *stock* de LEBAC, por más de \$200.000 millones. Luego del vencimiento de junio, de la llegada de los primeros U\$15.000 millones del acuerdo con el FMI y del comienzo de subastas diarias por U\$100/150 millones, a comienzos de julio, el gobierno anunció nuevas Letras del Tesoro (LETES) en moneda extranjera que se podrán suscribir en efectivo (pesos o dólares) o canjear con LEBAC para intentar desinflar los pasivos del ente monetario sin generar mayor presión cambiaria; ergo, en el primer canje de LETES a 379 días con tasa *récord* de 5,5% anual, recaudó U\$422 millones y el 70% se suscribió vía LEBAC, que representó



menos del 1% de *stock* actual (\$970.000 millones). En la misma dirección, el BCRA apura otros dos instrumentos financieros -LELIQ y NOBAC- para presentar en los próximos vencimientos con el objetivo fundamental de extender los plazos de los pasivos y reducir el efecto en el tipo de cambio de las enormes licitaciones mensuales.

Una de las principales consecuencias de la brusca devaluación es que permite licuar el *stock* de LEBAC. En ese sentido, el acuerdo con el FMI propone que, sin realizar emisión de dinero, el Tesoro cancele deudas con el BCRA -por un valor de U\$S25.000 millones durante el transcurso del programa- para disminuir sustancialmente los pasivos remunerados de la institución monetaria que devengan un rendimiento en pesos; por lo tanto, el 19 de junio, el Ministerio de Hacienda y Finanzas anunció un proceso de recompra de letras intransferibles en manos del BCRA por \$68.000 millones que nacen de una colocación de deuda del día previo por U\$S4.000 millones. Resulta importante señalar que, la encrucijada cambiaria se explicó principalmente por la propia estrategia llevada adelante por el gobierno desde fines de 2015: la colosal emisión de deuda en moneda extranjera para garantizar la estabilidad financiera, fortalecer las reservas internacionales y reducir el financiamiento monetario directo, forzó al ente monetario a esterilizar la catarata de pesos emitidos por dicha operación en aras de cumplir con las metas de inflación establecidas, acordes al esquema de tasas de interés. Lógicamente, los instrumentos utilizados (LEBAC, pases pasivos y LELIQ) para el apretón monetario necesitaron una elevada tasa de interés (positiva en términos reales) -que retroalimentó la deuda del BCRA- para seducir a los inversores en detrimento de la compra de dólares, y por consiguiente, lograr anclar el tipo de cambio para contener la inflación y habilitar la “bicicleta financiera”.

Gráfico 1. Factores de explicación de la Base Monetaria (en millones de pesos). Serie trimestral.



Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA.

Tal como puede observarse en el gráfico 1, la creciente demanda de dólares -por parte del sector privado- verificada a lo largo del segundo trimestre del año, además de mermar significativamente las reservas, aspiró del mercado más de \$200.000 millones. En dirección opuesta, las necesidades financieras del sector público requirieron del auxilio de la emisión, y por lo tanto, dichas operaciones inyectaron al mercado \$35.000 millones en el trimestre y acumularon en lo que va del año \$69.900 millones, lo que representó una caída anual del -28%; cabe señalar que en este punto, el acuerdo con el FMI establece la eliminación de la monetización del rojo de las cuentas públicas. En consecuencia, la emisión primaria del dinero se expandió en \$48.159 millones entre los meses de abril y junio, y el saldo de la base monetaria culminó dicho período



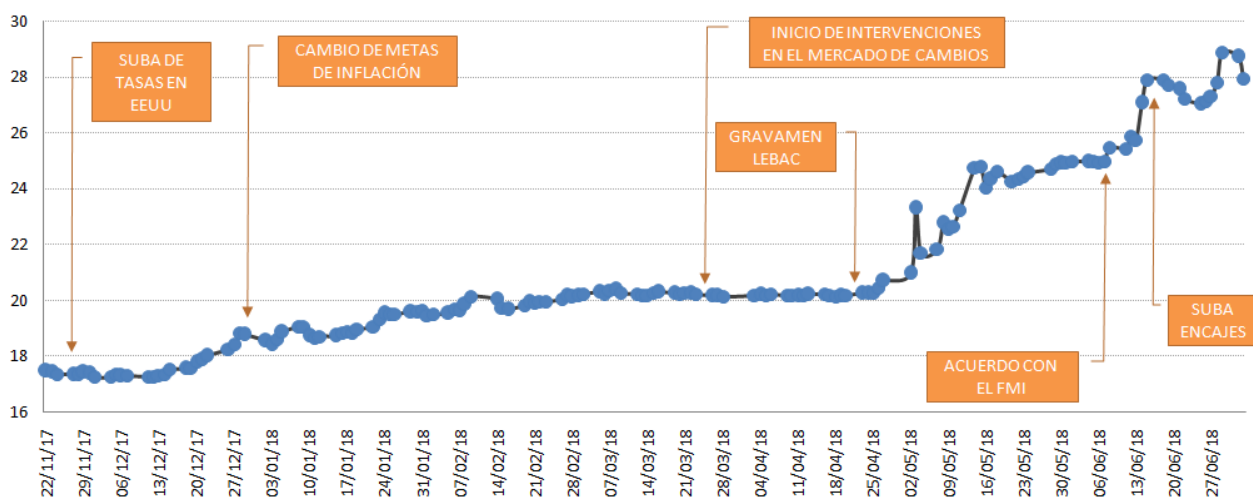
en \$1.04 billones (+30% interanual), mostrando un incremento de 4 puntos porcentuales en el ritmo de crecimiento con respecto al trimestre previo.

Por último, desde mediados de junio, y en tres tramos, el BCRA incrementó en ocho puntos porcentuales la exigencia de efectivo mínimo o encajes bancarios (porcentaje de los depósitos que los bancos no pueden prestar) para todos los depósitos en pesos (exceptuando aquellos atados por la UVA), tanto a la vista como a plazo; según el ente monetario la medida generará una absorción de liquidez de \$160.000 millones. En particular, el último tramo vigente desde el 18 de julio, la integración podrá realizarse con Bonos del Tesoro Nacional (BOTE) en pesos a tasa fija con vencimiento en noviembre de 2020.

2. Tipo de cambio

La estrategia de la mega-oferta diaria por parte del BCRA para poner un techo de \$25 al dólar, durante el mes de mayo, quedó a un costado debido al acuerdo alcanzado con el FMI, y dado que el proceso de dolarización que vive la economía argentina mantiene un ritmo sostenido, el dólar registró otro salto y orilló los \$29. Así, el único plan por parte del gobierno consistió en acelerar un primer desembolso para “apagar el incendio” intentando convencer al mercado de que el tipo de cambio dejará de ser rentable. El tsunami cambiario no sólo hizo saltar por el aire la estrategia cambiaria y monetaria por parte del BCRA, sino también al propio Sturzenegger.

Gráfico 2. Evolución del tipo de cambio oficial. Serie diaria (22/11/17-2/7/18).



Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA.

Luego del *récord* del dólar a \$28,9 a mediados de junio -debido a la fuerte desconfianza en el rumbo económico, a las señales contradictorias por parte del gobierno y a la creciente aversión global al riesgo- la autoridad monetaria encabezada actualmente por Caputo, desplegó las siguientes medidas para reducir la presión cambiaria: subasta diaria de las divisas giradas por el FMI, acuerdo con el sector agroexportador para liquidar U\$S4.000 millones durante junio y julio, incremento escalonado de los encajes bancarios, nueva reducción de la Posición General de Cambios (PGN) de las entidades financieras de un 10% a un 5%, flexibilización de los requerimientos para la adquisición de LETES por parte de los bancos, y rescate de LEBAC vía bonos del Tesoro. A su vez, el gobierno anunció que el *status* de “país emergente” asignado a fines de

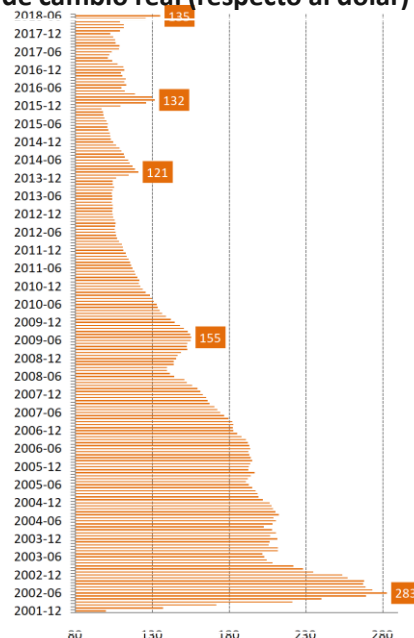


junio por parte de la calificadora MSCI podría colaborar en lograr “cierta estabilidad cambiaria” para la segunda parte del año dado que fomentaría inversiones en acciones argentinas por un monto estimado de U\$S3.500 millones; días después, el Merval registró el derrumbe más importante desde la crisis internacional del año 2009.

Cabe señalar que, la liberalización para la compra de divisas y la desregulación financiera realizada a fines de 2015 abrieron el grifo para la llegada (y salida) de capitales especulativos en búsqueda de enormes ganancias dada la relación tasas de interés/tipo de cambio promovida por el gobierno, y resultaron fundamentales para que la llamada “lluvia de dólares” -por parte del gobierno- se reconvierta en un “huracán” que velozmente se devoró una buena parte de las reservas del BCRA. En consecuencia, el desacople entre el tipo de cambio y la tasa de interés local/internacional, en un escenario de profundización de la crisis de la balanza de pagos -principal lastre que impulsa las tensiones cambiarias-, y anuncios a contramano de la bicicleta financiera (cambio de metas de inflación, el gravamen a la ganancia neta presunta de los rendimientos producto de la colocación de capital en LEBAC con una alícuota del 15% para extranjeros), desarmaron el gigantesco aparato especulativo instalado desde marzo del año 2016 y desataron una estampida de los títulos del BCRA al dólar. En lo que va del año, el peso registró una depreciación del +55% y representó el mayor salto desde la megadevaluación de 2002. Resulta importante señalar que la brusca devaluación no acomoda los *déficits* gemelos (fiscal y comercial) *per se*, pero si impacta de lleno en los precios; si bien puede moderar el rojo externo, no resuelve el estrangulamiento de la balanza de pagos. Por lo tanto, preocupan los dañinos efectos colaterales del consecuente traslado a precios -aún en proceso- de la brusca devaluación, dada la inercia inflacionaria motorizada por el “tarifazo” y la liberalización del precio de los combustibles, que erosionan el poder adquisitivo de la mayoría de la población.

En cuanto al tipo de cambio real (respecto al dólar), el indicador registró al cierre del trimestre una suba del +30% contra igual período del año anterior, y se ubica en los niveles del año 2010, tal como puede apreciarse en el Gráfico 3. Con menos poder de fuego y margen de maniobra, el gobierno planea absorber las presiones en el mercado de divisas a través de un tipo de cambio producto de la oferta y demanda sin intervención por parte de la autoridad monetaria (se extiende al mercado de futuros) según se negoció con el FMI; el préstamo no está destinado a sostener el tipo de cambio como ancla inflacionaria, pero contempla posibles intervenciones en el mercado de cambio por parte del BCRA ante situaciones extraordinarias. Ergo, la libre flotación implicará devaluar la moneda hasta que se neutralice la fuga de divisas, licuando todo tipo de ingresos fijos: salarios, jubilaciones, etc. La mitad del primer desembolso (U\$S7.500 millones) será subastado a través el Banco Nación para aquietar las aguas en el mercado de cambios con un monto inicial de U\$S100 millones diarios, el cual rápidamente se elevó a U\$S150 millones para reducir la presión cambiaria.

Gráfico 3. Evolución mensual del tipo de cambio real (respecto al dólar)



(*) Período base, diciembre 2001=100.
Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA, INDEC y US Bureau of Labor Statistics.

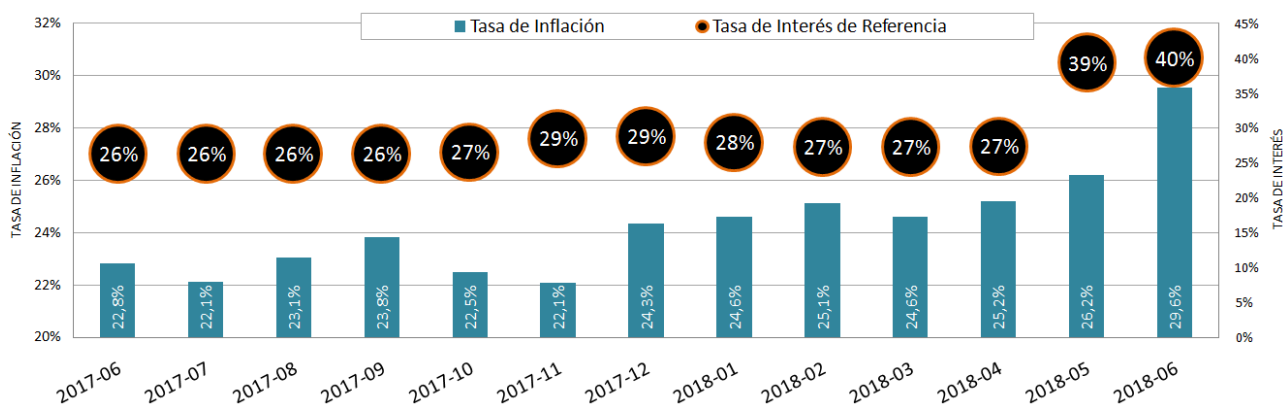


3. Tasas de interés

A comienzos de mayo, y debido a la avalancha hacia el dólar, la autoridad monetaria elevó la tasa de política monetaria -el centro del corredor de pasés a 7 días- al 40% (*récord* que superó el 38% de marzo de 2016) para desalentar la creciente dolarización, poner un techo a la escalada del tipo de cambio y evitar una mayor disparada de la inflación. Así, la abrupta suba de la tasa de referencia resultó el indicador que mejor reflejó el tenor de la crisis cambiaria, y se ubicó en las antípodas respecto al objetivo impuesto por parte del gobierno a fines del año pasado. No obstante, ante un nuevo cimbronazo cambiario y el mega-vencimiento de las LEBAC de mediados de junio, el BCRA dispuso un incremento de siete puntos porcentuales en los rendimientos de dichos títulos de corto plazo, que pasaron del 40% al 47%; así, las tasas de corte de la licitación se ubicaron en 47%, 42,9%, 43%, y 42% para los plazos de 27, 55, 90, y 153 días, respectivamente. La categórica suba de tasas tiene un impacto directo sobre el devengamiento de los pasivos remunerados del BCRA y compromete el plan de desmantelamiento de la bola de LEBAC.

El anuncio realizado el 28 de diciembre del año pasado (metas de inflación más laxas), fue a destiempo y a contramano de la suba de la tasa de interés de EEUU, la cual puso en evidencia la fragilidad del esquema económico nacional; el rendimiento de los títulos del Tesoro de los EEUU a 10 años alcanzó un 3,1% el martes 15 de mayo, el valor más elevado en siete años, y luego verificó una leve tendencia a la baja hasta cerrar el mes de junio en 2,85%. Por lo tanto, el nuevo marco internacional y local (aumento de “percepción de riesgo” plasmado en la suba del riesgo país), compromete la colocación de deuda por parte del gobierno para cubrir las cuentas internas y externas. La llegada del FMI resulta para el gobierno, la rueda de auxilio para frenar la corrida cambiaria y garantizar el pago de los próximos vencimientos de deuda; del acuerdo, se desprende que nuestro país pierde su independencia financiera dado que no podrá bajar su tasa de interés de referencia sin antes “consultar” con el organismo internacional y también, pone en jaque el fracasado esquema de metas de inflación.

Gráfico 4. Tasa de interés de referencia (promedio) y de inflación GERES. Serie mensual.



Fuente: Elaboración GERES en base a datos de BCRA.

La batería de medidas implementadas por la autoridad monetaria se orientan a frenar la creciente demanda de dólares y conseguir cierta estabilidad cambiaria para ampliar el radar de los inversores y lograr que rearmen sus carteras con una mayor composición de activos en pesos (y que resurja el *carry-trade*), entre los cuales se destacan: bonos que ajustan por CER (inflación), emisiones nacionales y provinciales que ajustan por tasa BADLAR, BOTE y la *vedette* -desde hace un año-, las LEBAC. La tasa BADLAR (que se paga para los plazos fijos mayoristas) terminó de redondear una suba de más de 5 p.p. a fines de junio para situarse por



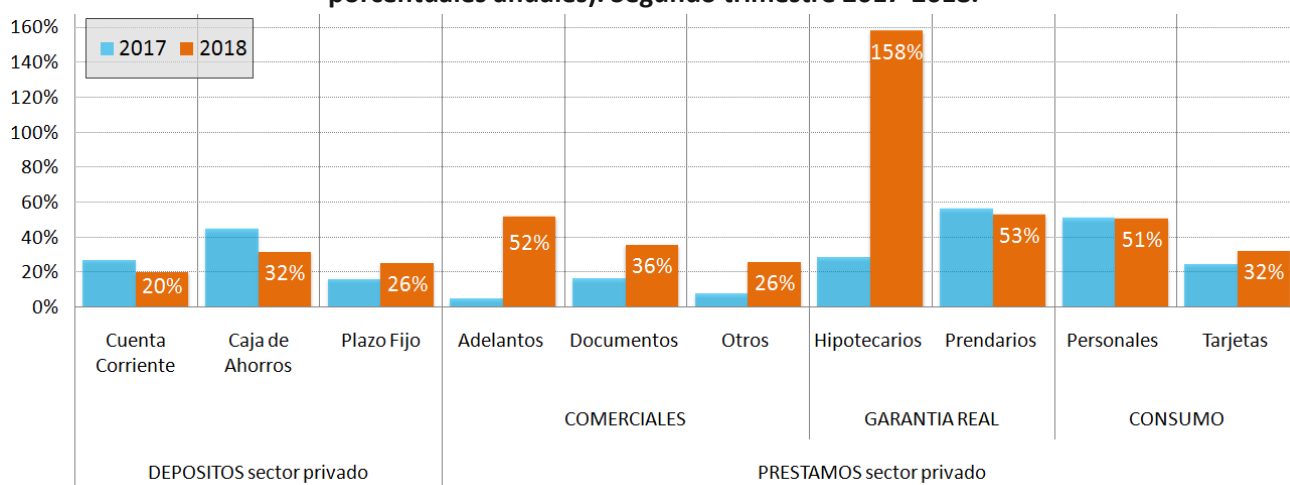
encima del 30%. En consecuencia, los trece puntos que subieron los rendimientos oficiales, en tres tramos desde marzo, no serán inocuos: encarecerá el crédito, enfriará la actividad económica y ralentizará el consumo. En consecuencia, las tasas de interés aplicadas sobre los préstamos al sector privado acusaron subas considerables en el mes de junio; en particular, se destacó la suba de las líneas comerciales de 10 puntos porcentuales, y en segundo lugar las orientadas al consumo, las cuales se incrementaron en torno a 5 puntos porcentuales.

4. Depósitos y préstamos

La crisis cambiaria, si bien tuvo cierto impacto en los depósitos, no se transformó en una crisis financiera. Las elevadas tasas de interés aplicadas para frenar la trepada del dólar y un menor dinamismo de la actividad económica comenzaron a afectar al crédito. En cuanto a los depósitos, la abrupta suba de los rendimientos no incentivó, de acuerdo a lo esperado, las colocaciones en pesos y en dólares, debido al contexto de incertidumbre y a la percepción de que el tipo de cambio aún no encontró un "equilibrio".

El nivel de las colocaciones -tanto en pesos como en dólares- se mantuvo estable en términos generales dado que, si bien hubo salida de dólares por parte del sector privado, la llegada de nuevos depósitos en moneda extranjera -por el traspaso de pesos a dólares- expandieron dicho *stock* un +14% en junio en términos interanuales. También, los depósitos del sector privado en pesos mostraron durante el período de turbulencia cambiaria un crecimiento de \$180.000 millones -de la mano de la suba de los rendimientos- y el ritmo de expansión se mantuvo relativamente estable, a lo largo del segundo trimestre del año, en +27% respecto a igual período del año anterior; por un lado, a pesar de haber sido alcanzados por la norma que grava la renta financiera y que prevé que el rendimiento de los depósitos a plazo fijo en moneda nacional tributen 5%, los plazos fijos tradicionales registraron un alza interanual del +26%, y su variante expresada en UVA (herramienta novedosa para el sistema financiero) totalizó \$14.000 millones al cierre de junio. En cuanto a las cuentas a la vista, las cajas de ahorro y las cuentas corrientes experimentaron una leve desaceleración y verificaron entre los meses de abril y junio, un suba anual del +32% y +21% respectivamente.

Gráfico 5. Tipos de depósitos y líneas de préstamos del sector privado en pesos (en variaciones porcentuales anuales). Segundo trimestre 2017-2018.



Fuente: Elaboración GERES en base a datos de BCRA.



El nivel actual de los rendimientos oficiales resultará traumático para la evolución de los créditos, y por ende, de la actividad económica. Las medidas dispuestas por el gobierno, como consecuencia de la corrida cambiaria, están dirigidas a emitir señales hacia los mercados financieros en detrimento de la actividad productiva y del mercado interno. Por ende, en un marco de apertura importadora, el mayor costo de financiamiento para el sector privado, fundamentalmente para las PyMEs, plantea un panorama complicado y de sostenerse los nuevos niveles de tasas de interés muchos sectores tendrán inconvenientes. Por esta razón, a fines de junio, el BCRA dispuso tres medidas para facilitar los préstamos a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs) para mantener "vivo" el canal del crédito y reducir el nivel de las tasas aplicadas: reducción de exigencias de capitales mínimos a las entidades financieras, y los bancos podrán por un lado, redireccionar los fondos provenientes de franquicias de encajes para destinarlos a las MIPyMEs y al plan "Ahora 12", y por el otro lado, se elimina el tope vigente del 15% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) para que los bancos apliquen menores provisiones para este tipo de operaciones crediticias.

Si bien, los préstamos en pesos al sector privado mostraron, de la mano de los créditos hipotecarios, una aceleración en el ritmo de crecimiento y registraron en el transcurso del segundo trimestre del año una variación anual del +50% (la más alta desde fines de 2011), desde junio, el crédito en pesos comenzó a dar señales de desaceleración, en especial en las líneas orientadas al comercio. A su vez, la volatilidad cambiaria, afectó a miles de tomadores de créditos hipotecarios -en un contexto de "boom" de este tipo de línea desde mediados del año pasado- bajo el régimen UVA, máxime teniendo en cuenta que las propiedades cotizan en moneda estadounidense; por dicho motivo, el gobierno decidió actualizar el valor de propiedad del programa PROCREAR y del crédito (+9%), como así también flexibilizar permisos y agilizar trámites. Por su parte, el costo para aquellos que financien sus gastos con tarjeta de crédito se elevará fuertemente en el corto plazo y afectará el consumo dado que se estima que el costo financiero total (CFT) anual supere el 80%.

En consecuencia, la oferta monetaria en pesos, expresada mediante el agregado M3 (billetes y monedas, cheques cancelatorios y depósitos totales del sector privado), verificó una leve aceleración en la tasa de crecimiento anual, la cual se situó en un +30%; en particular, la suba escalonada de los encajes y el desmantelamiento de las LEBAC provocarán un cambio en la dinámica futura de la oferta monetaria. Por un lado, el acuerdo con el FMI propone que el Tesoro cancele deudas con el BCRA con el objetivo de recortar significativamente los pasivos remunerados de la institución monetaria que devengan un rendimiento en pesos, sin expandir la base monetaria; no obstante, en el transcurso de la operación financiera se estima una importante creación secundaria de dinero dado que el pago de las LEBAC ingresará como depósito a los bancos y generarán nuevos créditos que volverán de una u otra manera a los bancos. En tanto, la suba escalonada de los encajes bancarios establecida por la autoridad monetaria desde mediados de junio para todos los depósitos en pesos (exceptuando aquellos atados en UVAs), tanto a la vista como a plazo, incidirá en una menor capacidad crediticia por parte de las entidades financieras.

5. Reservas internacionales

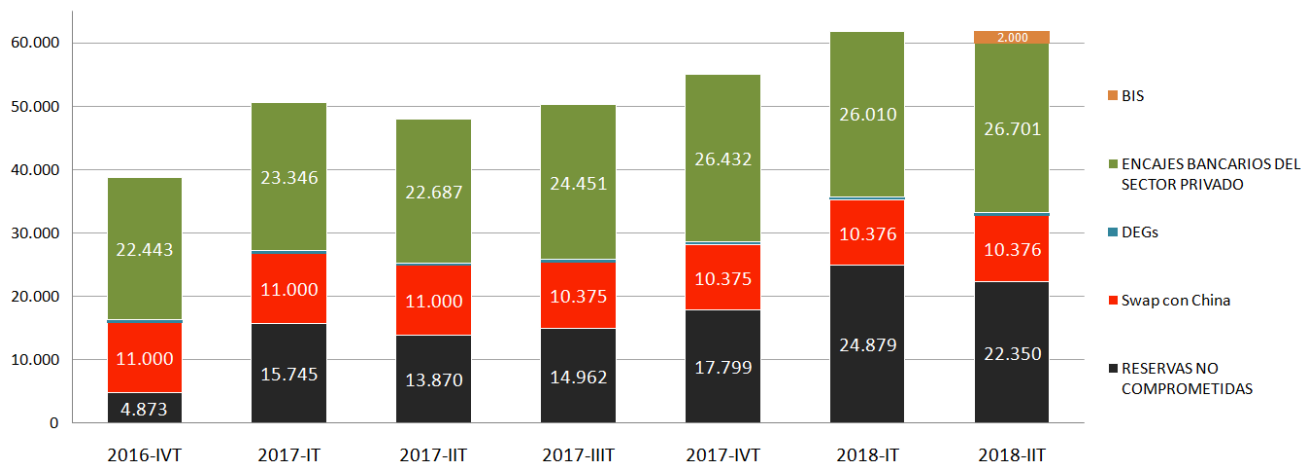
La manifestación de la crisis del estrangulamiento de la balanza de pagos, vigente desde el año 2011, quedaba velada por el feroz endeudamiento en moneda extranjera emitido por el actual gobierno; no obstante, en las sombras, el *déficit* externo se profundizó de la mano del creciente rojo comercial. La presión



del dólar, que reapareció -debido a la conjunción de factores externos e internos- de manera veloz y creciente, además de llevar el dólar a \$29, evaporó el 23% de las reservas; la venta de más de US\$14.000 millones -desde mediados de marzo- para financiar principalmente la salida de capitales especulativos, se “cubrió” con la deuda emitida a comienzos de año por U\$S9.000 millones (vía el Bono Internacional de la República Argentina). Esto último provocó una baja pronunciada del *stock* de los activos externos del BCRA, los cuales cerraron mayo en U\$S50.000 millones; en particular, las arcas del ente monetario disminuyeron en U\$S6.500 millones en mayo, la mayor baja mensual desde el pago al FMI en enero de 2006 (aunque si superó la cancelación del BODEN 2015 en octubre de dicho año). En junio, el incremento de la demanda de divisas profundizó la tendencia contractiva de las reservas internacionales y empeoró el patrimonio del BCRA. En consecuencia, inmerso en un escenario económico cada vez más complejo, el gobierno acordó con el FMI, y el 21 de junio, el acervo del BCRA se incrementó en U\$S15.000 millones; ergo, las reservas del BCRA treparon hasta los U\$S63.270 millones. A su vez, el gobierno acordó con otros organismos internacionales líneas de préstamos por U\$S5.650 millones para los próximos doce meses: Banco Mundial (BM) por U\$S1.750 millones, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por U\$S2.500 millones y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) por U\$S1.400 millones.

El préstamo “*stand-by*” del FMI está destinado a respaldar las reservas y garantizar los pagos de deuda pública, pero no para financiar consumos destinados al turismo y gastos en el exterior, o para sostener el tipo de cambio como ancla inflacionaria: la urgencia es detener la sangría de divisas, la cual resulta insostenible en el tiempo. Por lo tanto, el acuerdo establece: “*limitar la venta de reservas internacionales a períodos en los que haya una clara disfunción del mercado*”.

Gráfico 6. Evolución y composición de las reservas internacionales.



Fuente: Elaboración GERES en base a BCRA.

Debido a la crónica incapacidad de generar divisas genuinas, en la actualidad, las reservas declaradas por el BCRA poseen una alta participación de deuda del propio ente exigible en el corto plazo, que resulta necesaria depurar para un correcto cálculo del poder de fuego del ente monetario: *swap* con el Banco Central de China (U\$S10.376 millones), encajes bancarios (U\$S26.701 millones), Banco de Basilea (U\$S2.000 millones) y DEGs (U\$S454 millones). En efecto, las reservas no comprometidas -que calcula GERES- se ubicaron al término del segundo trimestre en U\$S22.350 millones, y por lo tanto, verificaron una merma del -12% contra el período previo; cabe señalar que, el derrape hubiese sido sustancialmente mayor sin el desembolso del FMI.



Además, del acuerdo con el FMI se desprende un plan para desarmar la “bola de nieve” de las LEBAC, cuyo *stock* equivale al 60% del saldo actual de las reservas, y cuyo exponencial crecimiento se explicó principalmente por la compra de los dólares -provenientes del proceso de endeudamiento para cubrir las cuentas públicas- por parte del BCRA; los pesos emitidos como consecuencia de dicha operación fueron en gran medida absorbidos por el ente monetario bajo la figura de deuda propia. Por lo tanto, el gobierno compraría la mitad de las letras intransferibles -y pagará otros U\$S1.500 millones de intereses de diferentes bonos- que mantiene con la autoridad monetaria por U\$S50.000 millones en un plazo de tres años, para rescatar buena parte del *stock* de las LEBAC. La recompra no implicaría expansión de la base monetaria dado que el Tesoro emitirá bonos (en pesos y/o dólares) y le dará los pesos al BCRA a cambio de las LEBAC; el proceso se hará sistemáticamente, pero -hasta el momento- no hay pautas establecidas. En ese sentido, el plan de traspaso a LETES en dólares, si bien extendería los plazos y disminuiría la presión cambiaria, dolarizará la deuda del gobierno y comprometerá la capacidad de pago en el mediano plazo.

