

Rodríguez, Esteban; Carrera, Jorge E.; Maciel, Gaspar

Working Paper

El rol de los títulos emitidos por el Banco Central en los últimos 20 años de política monetaria argentina

Economic Research Working Papers, No. 107

Provided in Cooperation with:

Economic Research Department (ie), Central Bank of Argentina

Suggested Citation: Rodríguez, Esteban; Carrera, Jorge E.; Maciel, Gaspar (2023) : El rol de los títulos emitidos por el Banco Central en los últimos 20 años de política monetaria argentina, Economic Research Working Papers, No. 107, Banco Central de la República Argentina (BCRA), Investigaciones Económicas (ie), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/297802>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Documentos de Trabajo | 2023 | N 107

*El rol de los títulos emitidos por el Banco Central
en los últimos 20 años de política monetaria argentina*



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Investigaciones Económicas

Documentos de trabajo 2023 | N 107

*El rol de los títulos emitidos por el Banco Central
en los últimos 20 años de política monetaria argentina*

Jorge Carrera
CONICET
Universidad Nacional de la Plata
Banco Central de la República Argentina

Gaspar Maciel
Banco Central de la República Argentina

Esteban Rodríguez
Banco Central de la República Argentina

Febrero de 2023



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Documentos de Trabajo, N 107

***El rol de los títulos emitidos por el Banco Central
en los últimos 20 años de política monetaria argentina***

Jorge Carrera
CONICET
Universidad Nacional de la Plata
Banco Central de la República Argentina

Gaspar Maciel
Banco Central de la República Argentina

Esteban Rodríguez
Banco Central de la República Argentina

Febrero de 2023
ISSN 1850-3977
Edición electrónica

Reconquista 266, C1003ABF
Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
Teléfono | 54 11 4348-3582
Correo electrónico | investig@bcra.gob.ar
Página web | www.bcra.gob.ar

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de la República Argentina. La serie Documentos de trabajo está compuesta por material preliminar que se hace circular con el propósito de estimular el debate académico y recibir comentarios. Toda referencia que desee efectuarse a estos Documentos deberá contar con la autorización del o los autores.

El rol de los títulos emitidos por el Banco Central en los últimos 20 años de política monetaria argentina

Jorge Carrera, Gaspar Maciel y Esteban Rodríguez^{1 2}

Febrero, 2023

Resumen

Este trabajo se concentra en la instrumentación de la política monetaria del BCRA desde fines de la convertibilidad hasta el presente. En este proceso, la emisión de pasivos remunerados fue un elemento central que le brindó autonomía operativa al BCRA para implementar su política monetaria en el marco de contextos macroeconómicos diversos. A los fines de recuperar esta historia, la cual deja muchas lecciones para el presente y futuro cercano, se realiza un análisis bajo tres ópticas distintas. En una primera sección, se describen a nivel estilizado los cambios en las hojas de balance ante diversas operaciones de esterilización monetaria. En una segunda sección, se realiza una recopilación de las distintas modificaciones normativas que fueron introduciéndose sobre los títulos emitidos por el BCRA. Finalmente, en una tercera sección, se repasa la historia reciente de la política monetaria y el marco económico en la cual se desarrolló la emisión de títulos propios por parte del BCRA.

Abstract

This paper focuses on the implementation of the BCRA's monetary policy from the end of the convertibility regime to the present. The issuance of interest-bearing liabilities was a central element that gave the BCRA operational autonomy to implement its monetary policy within diverse macroeconomic contexts. To review this history, which leaves many lessons for the present and near future, we made a three-level analysis. In the first section, we describe a stylized analysis of the balance sheets effects of different monetary sterilization operations. In the second section, we collect the different regulatory changes that were introduced on the securities issued by the BCRA. Finally, in the third section, we review the recent history of the monetary policy and the economic context in which the BCRA issued securities.

Palabras Clave: Política Monetaria, Banco Central, Pasivos Remunerados

Key Words: Monetary Policy, Central Bank, Interest-bearing liabilities

JEL: E52, E58.

¹ Jorge Carrera pertenece al CONICET, UNLP y BCRA, Gaspar Maciel y Esteban Rodríguez pertenecen al BCRA. Las opiniones vertidas son propias de los autores y no reflejan necesariamente las instituciones de pertenencia.

² Este trabajo es la síntesis de dos trabajos presentados en las jornadas de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP) de 2020 y 2021. Se agradece especialmente a Fernando Toledo, en su rol de referee externo, a Ariel Dvoskin, a los comentaristas y asistentes de la AAEP, como también a Beatriz Biasone y Gerardo Joffe por los comentarios realizados a versiones previas de este trabajo. Cualquier error que pudiera contener la versión actual es responsabilidad exclusiva de los autores.

1. Introducción

Al analizar los distintos Bancos Centrales del mundo, se observa que difieren tanto en los objetivos que persiguen como en los instrumentos para llevarlos a cabo. En general, se puede afirmar que todos están preocupados por la inflación, el crecimiento económico y la estabilidad financiera, aunque difiera el orden y énfasis que ponen en cada uno de estos aspectos. Independientemente de sus prioridades e instrumentos de política monetaria, se espera que un Banco Central tenga cierta influencia en la liquidez de la economía y en las tasas de interés de corto plazo. De esta manera, resulta imprescindible contar con algún mecanismo para proveer y/o absorber esa liquidez, como también para establecer, ya sea de manera directa o indirecta, una tasa de interés de referencia. En la Argentina, desde 2002 hasta la actualidad, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) utilizó para estos fines distintos títulos propios. En particular, las LEBAC (Letras del Banco Central) y NOBAC (Notas del Banco Central) para el período 2002-2018 y posteriormente las LELIQ (Letras de Liquidez). Estos instrumentos brindaron autonomía operativa a la entidad monetaria desde la salida del régimen de convertibilidad.

A lo largo del período, estos títulos fueron adoptando distintas características y variantes, adaptándose al contexto macroeconómico del momento y a los objetivos de política. Hubo instrumentos a tasa fija, variable y con ajuste por inflación o tipo de cambio. Los plazos oscilaron entre 7 días a más de tres años, considerando las NOBAC (Notas del Banco Central). Las LEBAC incluso tuvieron su versión en dólares, alejándose de su rol de instrumento de esterilización. De este conjunto diverso de títulos puede decirse que las especies en pesos a tasa fija constituyeron el principal canal de esterilización monetaria del BCRA de las últimas dos décadas. En particular, entre 2002 y 2018, las LEBAC se consolidaron como el instrumento de referencia del sistema financiero. A su vez, debido a que se trató de títulos a tasa fija denominados en moneda doméstica, con bajo riesgo relativo de default y cuyos vencimientos iban de corto a mediano plazo, permitieron la construcción de una curva de rendimientos en moneda local. Más allá de algunos cambios normativos específicos y a pesar de que no cuentan con variabilidad de plazos, las LELIQ heredaron ese rol de señalar la tasa de interés de referencia desde fines de 2018.

En términos de la función que cumplieron estos instrumentos, en una primera etapa la emisión de letras se realizó con el objetivo de estabilizar el tipo de cambio y absorber los excesos de liquidez como resultado del salvataje del sistema financiero, en una economía signada por la salida de la convertibilidad. Con el correr de los años, los títulos emitidos por el BCRA se utilizaron para esterilizar las expansiones monetarias resultantes de la compra de reservas, ya sea por superávit comercial, ingreso de capitales o deuda pública en dólares, como también para absorber los excedentes generados por el financiamiento monetario al Tesoro. Asimismo, esta política de esterilización no fue uniforme en el tiempo, existiendo períodos en los que la misma fue más activa y otros en los cuales se convalidó un incremento en la cantidad de dinero.

El presente trabajo tiene tres objetivos, correspondiendo a cada uno de ellos un capítulo distinto. En primer lugar, se busca brindar un marco analítico a través del cual se puedan analizar las interrelaciones entre un Banco Central que emite sus propios títulos de deuda y el resto de los agentes económicos. De esta manera, en el primer capítulo del trabajo se presentan las hojas de balance de los principales agentes de la economía y se realizan sucesivos ejercicios analíticos que permiten ilustrar distintas situaciones y contextos. Si bien este análisis está inspirado en la

experiencia de Argentina, se pretende hacer un análisis lo más general posible de manera que pueda ser aplicable a otras economías.

El segundo objetivo, abordado en el capítulo 2, consiste en recopilar y analizar los cambios normativos que acompañaron la emisión de títulos por parte del BCRA desde 2002. A su vez se detallan las principales características técnicas de estos instrumentos, la evolución del perfil de su stock a través del tiempo y cómo fue evolucionando la composición del tipo de tenedores. La extensiva descripción de las distintas comunicaciones emitidas por el BCRA puede servir de referencia para futuras investigaciones.

El tercer objetivo, que motiva el análisis del capítulo 3, consiste en realizar un repaso histórico de la utilización de estos instrumentos emitidos por el BCRA durante las últimas dos décadas. Este repaso histórico abarca una breve descripción tanto del régimen de política monetaria implementado por el BCRA como del contexto macroeconómico vigente.

Los capítulos están organizados en diferentes secciones que organizan la discusión. El trabajo concluye con una serie de conclusiones y anexos.

Capítulo I – Instrumentos de esterilización del Banco Central desde un enfoque analítico

En este capítulo se analizan de manera general las implicancias del uso de pasivos del Banco Central para la esterilización de excedentes monetarios. En primer lugar, se discuten semejanzas y diferencias entre este tipo de intervención y la esterilización mediante operaciones de mercado abierto con títulos públicos del Tesoro. En segundo lugar, con foco en la esterilización mediante pasivos del Banco Central, se analiza su utilización en distintos contextos económicos y regulatorios. Se utiliza como herramienta analítica las hojas de balance de los principales agentes económicos, discutiendo cómo se modifican y las interrelaciones que surgen a lo largo de distintos ejercicios. Si bien en el análisis de las hojas de balance se puede recurrir a cuentas específicas de la economía argentina, se espera que el enfoque utilizado sea lo suficientemente general como para ser aplicado a otras economías.

2. Instrumento de regulación de liquidez: pasivo del Banco Central vs. pasivo del gobierno

Los Bancos Centrales cuentan con distintos instrumentos para regular los niveles de liquidez de una economía. Sin embargo, existe una creencia muy difundida de que, en la mayoría de los casos, el mecanismo usual es realizar “Operaciones de Mercado Abierto” (OMA) con deuda del tesoro. Es decir, comprar y vender en el mercado secundario bonos emitidos previamente por el gobierno. Por lo menos hasta los tiempos del *Quantitative Easing*, esto era lo que realizaba en mayor medida la Reserva Federal de los EE. UU. (FED) para conducir la política monetaria, lo que puede explicar por qué suele ser considerada la práctica habitual. Sin embargo, el caso de Argentina está lejos de ser considerado una rareza.

De manera simplificada, la forma en que la FED implementa sus decisiones de política monetaria puede resumirse de la siguiente manera. Periódicamente, se anuncia un objetivo para la *Federal Funds Rate*, es decir, la tasa de interés interbancaria diaria. Dado que no controla directamente esta tasa, lo que hace es actuar sobre la liquidez del mercado donde esta tasa se determina, comprando bonos del tesoro de corto plazo (*Treasury Bills*) en el mercado secundario cuando quiere inyectar liquidez y reducir la tasa, o vendiéndolos cuando quiere absorber liquidez y subir la tasa (Hopper, 2019). Esto es posible porque existe un mercado profundo para estos tipos de bonos, con prácticamente un continuo de vencimientos para los mismos, y porque son percibidos títulos libres de riesgo de default, lo que los acerca a la categoría de “quasi-dinero” (Nyawata, 2012; Hardy, 2020). Es así como el caso de la FED suele ser el ejemplo típico de libro de texto sobre cómo regula la liquidez un Banco Central: comprando y vendiendo bonos públicos.

En la práctica, en muy pocos países los bonos del tesoro cuentan con un mercado con las características de los *Treasury Bills*, por lo que se requiere algún otro instrumento para regular la liquidez. En ausencia de una alternativa mejor, es usual que el Banco Central emita su propio pasivo. Por ejemplo, un Banco Central que quisiera absorber liquidez podría lanzar letras propias a una tasa atractiva, renovando periódicamente las mismas hasta el momento en que decidiera revertir esta política, inyectando liquidez al mercado al vencimiento de cada letra. Incluso un Banco Central que no se preocupa por el nivel de los agregados monetarios y sólo quisiera

establecer una tasa de referencia podría emitir letras a la tasa deseada, dejando que el mercado determine las condiciones de liquidez para ese nivel de tasa de interés. Es así como, operando con un pasivo propio, no es necesario intervenir en el mercado secundario de deuda pública.

Al contrario de lo que se piensa usualmente, no son pocos los casos de Bancos Centrales que operan en el mercado con títulos propios. Gray y Pongsaparn (2015) señalan que, según los datos que surgen de la encuesta ISIMP³ realizada por el FMI, una tercera parte de los Bancos Centrales del mundo emiten pasivos propios para instrumentar su política monetaria, como complemento de otras herramientas como los pases, encajes o títulos del Tesoro.

Estos autores explican que, en las últimas décadas, los Bancos Centrales de los países emergentes se dedicaron a acumular reservas sin abandonar por completo el financiamiento del Tesoro. Dado que esto tiende a aumentar la liquidez del sistema, se generan presiones sobre la tasa de interés y el tipo de cambio, por lo que muchos Bancos Centrales realizaron y realizan operaciones de esterilización, lo cual en muchos casos implicó la creación de un instrumento propio.

Antes de avanzar con la disyuntiva entre recurrir a títulos propios del Banco Central o a títulos del Tesoro, veamos brevemente los otros instrumentos típicos de los que dispone un Banco Central para regular la liquidez de la economía:

- El Banco Central puede implementar operaciones de pases activos o pasivos. Los pases o repos, son contratos de venta (compra) de títulos con el subsiguiente compromiso de recompra (venta) luego de un determinado plazo, que en general suele ser breve (un día, una semana o un mes). No constituyen un título en sí, sino que son un contrato que recurre a otro título para que funcione como garantía. Es decir, para constituir un pase se requiere primero la existencia de algún título (del Tesoro, del Banco Central o privado) que sea lo suficientemente líquido y libre de riesgo para poder cumplir su función de garantía.
- El Banco Central puede modificar los requerimientos de encajes, es decir, los depósitos que se exige a los bancos comerciales en una cierta proporción de sus depósitos. Estos encajes se utilizan tanto con un objetivo prudencial, al tener reservado un fondo para evitar potenciales quiebras o corridas bancarias, como macroeconómico, ya que su tamaño regula la capacidad que se le da a los bancos comerciales de “crear” dinero a través de los préstamos. Al limitar la posibilidad de prestar ese dinero, el Banco Central busca que los bancos no multipliquen “excesivamente” la cantidad de dinero en la economía, limitando la creación de dinero bancario. Si bien la modificación de encajes, en tanto y en cuanto sean no remunerados, es la única forma de esterilizar sin costo cuasi fiscal, trae costos aparejados a una menor rentabilidad bancaria y un mayor costo del crédito. A su vez, por su rol como instrumento macro prudencial, lo aconsejable es que los encajes sean estables y predecibles.
- El Banco Central también podría ofrecer depósitos remunerados a las entidades financieras como instrumento de absorción monetaria, aunque la desventaja de esta herramienta está dada por su falta de liquidez.

³ IMF survey of CB monetary policy instruments.

Este conjunto de instrumentos en muchos casos ha mostrado ser insuficiente para atender distintos objetivos a la vez, por lo que la mayoría de los Bancos Centrales recurre también a la compra/venta de títulos públicos. No obstante, como señala Rule (2011), ante la ausencia de un mercado de títulos públicos adecuados, distintos Bancos Centrales se han visto obligados a crear sus propios títulos, los cuales son los únicos que cumplen los siguientes tres criterios:

(i) Las operaciones no están restringidas en tamaño, es decir, no dependen del stock de títulos en cartera del Banco Central;

(ii) Son transferibles, es decir, tienen un mercado secundario, y;

(iii) Permiten una equitativa distribución de liquidez a lo largo del sistema financiero en situaciones donde los mercados interbancarios no están desarrollados.

Hardy (2020) menciona que, así como la FED hace uso de los títulos del Tesoro como mecanismo de intervención porque son libres de riesgo, en el contexto de los países emergentes esto no sucede. Es así como el menor riesgo de crédito se podría materializar mediante la propia emisión de deuda por parte del Banco Central, dado que es quien emite la moneda de cancelación de dichos pasivos.

Otra particularidad de los países emergentes es que, usualmente, están más expuestos a los vaivenes del ciclo financiero internacional (tasa de interés internacional y precios de materias primas). Estos factores exógenos tienen su impacto en la liquidez local, lo cual puede requerir intervenciones del Banco Central de gran magnitud en comparación con el mercado de títulos públicos domésticos. Nuevamente, la emisión de títulos propios suele ser una alternativa apropiada.

Al mismo tiempo, la emisión de este tipo de instrumentos también puede contribuir a desarrollar el mercado financiero local, incentivando un mercado secundario líquido de títulos domésticos y estableciendo una curva de rendimientos en moneda local que funcione como referencia para el resto del sistema financiero.

Entre los países de la región, Argentina no es el único en el cual su Banco Central recurre a un título propio para regular las condiciones de liquidez. El Banco Central de Chile (BCCh) utiliza sus propios pasivos para llevar adelante su política de *Inflation Targeting*. Para determinar la tasa de interés de referencia opera sobre la liquidez del mercado interbancario, para lo cual emite “Pagarés Descontables” de entre 60 y 360 días (Banco Central de Chile, 2020). Un caso similar es el del Banco Central de la República de Perú (BCRP), quien emite “Certificados de Depósito del BCRP” también como instrumento de regulación monetaria en un contexto de *Inflation Targeting* (Banco Central de la República de Perú, 2020). Por su parte, el Banco Central de Brasil utilizó pasivos propios hasta el año 2002, momento en que se acordó con el tesoro comenzar a reemplazar el instrumento con deuda del gobierno (Nyawata, 2012).

A continuación, se presenta un simple ejercicio analítico sobre las diferencias y semejanzas entre una política de esterilización implementada mediante un pasivo del Banco Central o mediante operaciones de mercado abierto en el mercado de deuda del Tesoro.

2.1. Ejercicio simple de esterilización comparativo

Se supone una economía con sólo tres sectores: Gobierno, Banco Central y Resto de la Economía, donde se engloba tanto al sector financiero, las familias, empresas y el resto del mundo. Para un determinado período, el Gobierno necesita financiar un déficit primario de \$100, a la vez que el Banco Central quiere realizar una expansión monetaria de \$50. Se supone que ni el Gobierno ni el Banco Central tiene deuda previa y que no existen restricciones ni para que el Gobierno se financie en los mercados ni para que el Banco Central financie directamente al Gobierno. Con esto en mente, se compara el caso de un Banco Central que regula la liquidez comprando y vendiendo deuda del Gobierno con otro Banco Central que emite su propio pasivo de regulación monetaria.

En el primer caso, para que el Banco Central pueda regular la liquidez mediante operaciones de mercado abierto es necesario que exista deuda del Gobierno en el mercado. Como se supone que inicialmente no la hay, el Gobierno creará este mercado financiando completamente su déficit mediante la emisión de títulos de deuda al Resto de la Economía (*B*). Luego, para efectivizar la expansión monetaria deseada (*M*), el Banco Central debe comprar parte de estos nuevos títulos de deuda. Las siguientes hojas de balance ilustran la situación:

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto de la Economía		Sector Público Consolidado	
	A	P	A	P	A	P	A	P
1		+B (\$100)			+B (\$100)			+B (\$100)
2			+B (\$50)	+M (\$50)	-B (-\$50) +M (\$50)		+B (\$50)	+M (\$50)
Resultado		B = \$100	B = \$50	M = \$50	B = \$50 M = \$50			B = \$50 M = \$50

En el segundo caso, dado que el Banco Central emitirá pasivos monetarios para llevar la liquidez al nivel deseado, se puede suponer que financia la totalidad del déficit del Gobierno mediante un préstamo directo al Tesoro⁴ (*AT*) y luego absorbe la mitad de lo emitido recurriendo a un pasivo remunerado (*L*). Se supone que el dinero emitido mediante el financiamiento al Tesoro es inmediatamente gastado por el Gobierno, por lo que la expansión monetaria repercute inmediatamente en el balance del Resto de la Economía. Los siguientes balances ilustran esta situación.

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto de la Economía		Sector Público Consolidado	
	A	P	A	P	A	P	A	P
1		+AT (\$100)	+AT (\$100)	+M (\$100)	+M (\$100)			+M (\$100)
2				-M (-\$50) +L (\$50)	-M (-\$50) +L (\$50)			-M (-\$50) L (\$50)
Resultado		AT = \$100	AT = \$100	L = \$50 M = \$50	L = \$50 M = \$50			L = \$50 M = \$50

⁴ En Argentina se denominan Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional.

En ambos ejercicios agregamos una cuarta hoja de balance con el Sector Público Consolidado (SPC), es decir, la consolidación de los balances del Gobierno y el Banco Central. Puede observarse que, luego de cancelar la deuda intra-sector público, el resultado para el SPC es el mismo en ambos ejercicios. En los dos casos, financiar el déficit requirió un aumento de \$100 en los pasivos con el resto de la economía, \$50 de los cuales constituyen emisión monetaria (pasivos no remunerados) y \$50 títulos de deuda (pasivos remunerados).

Otra forma de ver lo anterior es mediante los flujos del período, tal como se pueden representar con la restricción presupuestaria del Sector Público Consolidado, la cual en términos nominales toma la siguiente forma en esta sencilla economía:

$$Def_t^G + i_{t-1}^B B_{t-1}^{RE} + i_{t-1}^L L_{t-1} = \Delta B_t^{RE} + \Delta M_t + \Delta L_t \quad (1)$$

En la ecuación (1) Def_t^G representa el déficit primario del Gobierno en el período; B_t^{RE} es la deuda del Gobierno con el Resto de la Economía, es decir, neta de la que está en manos del Banco Central; M_t es la base monetaria; y L_t es el stock de pasivos remunerados del Banco Central. En cada período, se deben pagar intereses tanto por el stock pasado de deuda del Gobierno como por los pasivos remunerados, a las respectivas tasas de interés i_{t-1}^B y i_{t-1}^L . Dado que se supone que la deuda previa era cero, en el período inicial estos términos son nulos.

Utilizando la ecuación (1) para analizar los dos casos anteriores, tampoco se observan grandes diferencias: el déficit fiscal de \$100 fue financiado con un aumento de \$50 en la deuda consolidada ($B_t^{RE} + L_t$) y un aumento de \$50 en la base monetaria. Es decir, en ambos casos el déficit terminó siendo financiado en partes iguales por deuda y emisión monetaria. La única diferencia entre un Banco Central que realiza operaciones de mercado abierto con deuda del Gobierno y otro que emite sus propios pasivos es quién queda como deudor del Resto de la Economía y, por lo tanto, quién pagará los intereses de esa deuda, lo cual puede tener sus implicancias para los períodos siguientes. En el primer caso, habrá una carga sobre el déficit financiero del Gobierno ($i_{t-1}^B B_{t-1}^{RE}$), mientras que en el segundo caso habrá una presión sobre la emisión monetaria del Banco Central ($i_{t-1}^L L_{t-1}$), lo que también se conoce como déficit cuasi fiscal.

Esta diferencia puede no parecer muy relevante a primera vista. Sin embargo, al incluir en el análisis aspectos normativos e institucionales pueden surgir cuestiones importantes a considerar. En particular, la deuda del Gobierno y la del Banco Central suelen tener distinto tratamiento a nivel presupuestario, lo que suele significar distinto grado de visibilidad y de restricciones a la hora de financiarlas. Por ejemplo, en Argentina el Banco Central tiene límites legales respecto a la cantidad de dinero que puede emitir para financiar al Gobierno, pero puede emitir ilimitadamente para afrontar sus propias deudas. Esto significa que, en un hipotético caso en que Argentina decida mudar el stock de deuda del Banco Central a títulos del Tesoro, tal como hizo Brasil hace unas décadas, parte de esa deuda debería comenzar a refinanciarse en el mercado ya que es muy probable que el financiamiento monetario permitido no sea suficiente.

Pero hay otras cuestiones que pueden marcar diferencias importantes entre la deuda del Gobierno y la del Banco Central. ¿Tienen el mismo riesgo de default? ¿Cuál paga una tasa de interés más alta? ¿Cuál es el plazo de cada deuda? ¿En qué moneda están denominadas? ¿Quién

es el acreedor? Por ejemplo, parte de la deuda del Gobierno puede estar denominada en moneda extranjera y contar con una gran variedad de acreedores tanto residentes como no residentes, mientras que, por lo general, los instrumentos de regulación de liquidez emitidos por un Banco Central están denominados en moneda local y circunscriptos a un grupo reducido de agentes, básicamente el sector financiero local⁵.

Es aquí donde las distintas especificidades de cada economía pueden resultar en que la deuda del Gobierno y la del Banco Central sean similares o completamente diferentes. Más aún, estas cuestiones pueden variar con el tiempo, a medida que se van modificando los marcos normativos.

Como se verá a partir de la siguiente sección y con más detalle en el segundo capítulo, los títulos del Banco Central en Argentina fueron muy flexibles en estas cuestiones, por lo que en determinados períodos se asemejaron bastante a la deuda del Gobierno y en otros no.

3. Esterilización mediante títulos del Banco Central

En esta sección se supone una economía más compleja, compuesta por cinco agentes: Banco Central (BC), Gobierno (G), Sector Privado no Financiero (SP), Sector Privado Financiero (SF) y Resto del Mundo (RM). Se simulan tres versiones de los títulos emitidos por el BC: 1) suscritos por el SF; 2) suscritos por el SP; 3) suscritos por el RM. La esterilización ocurre en distintos contextos económicos, por lo que se presenta un conjunto de ejercicios diferentes. El análisis de estos escenarios se realiza mediante las hojas de balance de los agentes. Para ello, previamente se presentan de manera esquemática los principales activos y pasivos de los distintos sectores económicos, lo cual permite comprender las interrelaciones entre ellos y los pasivos del BC⁶.

3.1. Las Hojas de Balance de los Agentes Económicos

3.1.1. El Balance del Banco Central

Se consideran sólo dos activos para el BC: 1) las reservas internacionales (R) valuadas en moneda local de acuerdo con el tipo de cambio del momento (e_t , medido en pesos por dólar); y 2) préstamos al Gobierno bajo la forma de adelantos transitorios (AT). Por simplicidad, se asume que el BC no tiene en su cartera títulos de deuda del G, ya que en nuestros ejemplos no serán utilizados para realizar política monetaria.

Del lado de los pasivos, se consideran tanto remunerados como no remunerados. Los primeros están constituidos por las letras que emite el BC (L), las cuales pueden ser suscriptas tanto por el SP, SF y RM: $L = L^{SP} + L^{SF} + L^{RM}$. El pasivo no remunerado estará constituido por la Base

⁵ Sector tradicionalmente regulado por el propio Banco Central.

⁶ Las hojas de balance que aquí se presentan son bastante simplificadas a los efectos de enfocarnos en las operaciones que vamos a realizar. Ponemos a disposición una reproducción interactiva de los ejercicios que aquí presentamos, pero con hojas de balance más complejas en el siguiente link: https://esterodr.shinyapps.io/hojas_de_balance_ej/

Monetaria (BM), la cual incluye el circulante en poder del público (CIR) y los depósitos que las entidades financieras mantienen en la cuenta corriente del BC (CC). Por simplicidad, se asume que no hay circulante en manos del sector financiero y que todo ingreso o egreso de efectivo se compensa inmediatamente con un depósito o extracción de la cuenta corriente en el BC. De esta forma, los depósitos de las entidades en el BC tienen un componente obligatorio, correspondiente a los requisitos de efectivo mínimo proporcionales al nivel de depósitos (em) y uno excedente ($CCexc$) del que pueden disponer libremente. Por lo tanto, la base monetaria queda constituida de la siguiente forma:

$$BM = CIR + em + CCexc \quad (2)$$

Cabe mencionar que las entidades no reciben interés alguno por sus depósitos en el BC⁷, por lo que no tienen incentivos a mantener un monto superior al regulatorio. Cuando estos excedentes se producen, tienen básicamente dos alternativas para que no se vea afectada su rentabilidad: suscribir letras del BC u otorgar créditos al sector privado. Esto último implica la creación de nuevos depósitos, con la correspondiente integración de efectivo mínimo, la cual se hará con los fondos disponibles en $CCexc$.

La siguiente figura resume el balance del BC:

Banco Central	
A	P
e*R	BM
AT	CIR
	em
	$CCexc$
	L

De lo anterior se desprende que el BC tiene tres mecanismos para aumentar (reducir) la base monetaria: comprar (vender) reservas internacionales, asistir (reducir asistencia) al Gobierno, o reducir (aumentar) sus pasivos remunerados.

3.1.2. El Balance del Gobierno

Se asume una versión sumamente simplificada del G, donde se supone que no cuenta con ningún activo mientras que sus pasivos están constituidos por 1) la asistencia que le brinda el BC (AT); y 2) deuda con otros agentes de la economía (B). A los fines de este ejercicio, se supone que la totalidad de la deuda está en manos del SF o del RM: $B_t = B_t^{SF} + B_t^{RM}$

Más aún, cuando sea necesario se podrá distinguir entre deuda denominada en moneda local y externa ($B_\$$ y B_{US}). El balance del Gobierno queda como se muestra a continuación:

⁷ En este trabajo supondremos que no existe la posibilidad de integrar efectivo mínimo con letras o bonos del Tesoro.

Gobierno	
A	P
	AT
	B

El déficit del G en cada período, compuesto por el déficit primario (DEF_t^G) más los intereses por la deuda del período ($i_{t-1}^B B_{t-1}$), deberán ser igual a los aumentos de los pasivos del Gobierno. Dicho de otra manera, los pasivos del G sólo podrán caer cuando se obtiene un superávit primario mayor a la carga de intereses. Esto es lo que se conoce como la restricción presupuestaria del G.

$$DEF_t^G + i_{t-1}^B B_{t-1} = \Delta AT_t + \Delta B_t \quad (3)$$

Combinando los balances del BC y del GOB se puede obtener la restricción presupuestaria del Sector Público Consolidado para esta economía y que ya fue presentada en la ecuación (1).

$$\begin{aligned} DEF_t^G + i_{t-1}^B B_{t-1} + i_{t-1}^L L_{t-1} - i_{t-1}^* e_t RES_{t-1} \\ = \Delta B_t + \Delta BM_t + \Delta L_t - e_t \Delta RES_t - \Delta e_t RES_{t-1} \end{aligned} \quad (4)$$

Esta ecuación, que es similar a la ecuación (1) con la incorporación de las reservas internacionales, muestra nuevamente que, a nivel consolidado, no parece haber grandes diferencias entre la deuda del G y las letras emitidas por el BC. Ambas pueden cumplir el rol de financiar al G y representan una carga de intereses, los cuales se podrán computar al resultado financiero del G o al déficit cuasi fiscal que presionará por una mayor expansión monetaria. Por otro lado, se observa que las Reservas Internacionales pueden contribuir de tres maneras diferentes al financiamiento del déficit fiscal: 1) a través de los intereses que generan; 2) por un aumento del tipo de cambio, lo cual implica un mayor valor en pesos de los activos del BC; 3) por un aumento en la cantidad de reservas, lo cual implica, al mismo tipo de cambio, un mayor valor en pesos de los activos del BC. De todas formas, en este último caso hay que considerar que muchas veces la acumulación de reservas va acompañada de la emisión de un pasivo equivalente (base monetaria, deuda externa, etc.).

3.1.3. El Balance del Sector Privado no Financiero

En este sector se engloban tanto a los hogares como a las firmas del sector no financiero. Entre los activos del SP se consideran: 1) circulante emitido por el BC (CIR); 2) divisas (DIV), que se suponen fuera del sistema financiero; 3) depósitos a la vista en moneda local en el Sector Financiero (CA); 4) depósitos a plazo en moneda local en el Sector Financiero (DEP); y 5) pasivos remunerados del BC (L^{SP}). Como único pasivo consideraremos el crédito que toman del Sector Financiero ($CRED$). El balance del sector queda de la siguiente forma:

SP no Financiero	
A	P
CIR	CRED
e*DIV	
CA	
DEP	
L ^{SP}	

Se supone que el SP comercia con el resto del mundo, lo que le puede originar un superávit o déficit de divisas, el cual podrá ser en parte comprado por el BC para acumular reservas. Se observa que el SP cuenta con dos medios de pago: el circulante y sus depósitos a la vista. De esta forma, se define el agregado monetario M2 como:

$$M2 = CIR + CA \quad (5)$$

Como se verá en las secciones siguientes, la esterilización mediante títulos del BC puede implicar o no una reducción de este agregado, además de los efectos que produce sobre la base monetaria.

3.1.4. El Balance del Sector Privado Financiero

Los activos que se consideran para este sector tendrán su componente remunerado y no remunerado. Empezando por estos últimos, las entidades poseen depósitos en la cuenta corriente del BCRA, en parte obligatorios (*em*) y en parte excedentes (*CCexc*). Por su parte, los activos que le generan rentabilidad consisten en bonos del Gobierno B^{SF} , créditos al SP (*CRED*) y letras del BC (L^{SF}). Los pasivos que se consideran son los depósitos del SP, tanto a la vista como a plazo. La hoja de balance del sector queda de la siguiente forma:

SP Financiero	
A	P
em	DEP
CCexc	CA
B ^{SF}	
L ^{SF}	
CRED	

3.1.5. El Balance del Resto del Mundo

El RM podrá adquirir bonos del Gobierno (B^{SF}) y pasivos remunerados del BC (L^{RM}). Cuando sea necesario, se hará la distinción entre bonos y letras en pesos o en dólares. Su único pasivo es la contraparte de la acumulación de divisas que realizan tanto el BC como el SP:

$$D = R + DIV$$

Estas divisas ingresan o salen de la economía a través del intercambio comercial entre el SP y el RM, a través de inversiones de cartera realizadas por el RM o por el pago neto de intereses de deuda.

Habiendo presentado los balances de cada uno de los sectores que componen la economía, en la sección siguiente se presentan una serie de ejercicios que ilustran el uso de títulos del banco central en distintos contextos económicos y regulatorios.

3.2. Ejercicios analíticos

En esta sección, se utilizan los balances presentados previamente para discutir las distintas formas que puede tomar un pasivo remunerado del Banco Central. Considerando que los títulos pueden ser suscritos por distintos agentes y en distintos contextos económicos, se consideran 7 ejercicios, divididos en 3 grupos:

- 1) Títulos del BC suscritos por el SF para esterilizar:
 - a. Compra de reservas luego de un superávit comercial
 - b. Financiamiento monetario del déficit fiscal
 - c. Financiamiento del déficit fiscal con deuda externa
- 2) Títulos del BC suscritos por el SP para esterilizar:
 - a. Compra de reservas luego de un superávit comercial
 - b. Financiamiento monetario del déficit fiscal
 - c. Financiamiento del déficit fiscal con deuda externa
- 3) Títulos del BC suscritos por el RM para realizar *Carry-Trade*

En todos los casos, el ejercicio consiste en considerar un evento que genera un aumento de la liquidez, el cual luego es absorbido por el BC mediante la emisión de títulos propios. Se espera que distintas combinaciones de estos ejercicios “puros” puedan servir para comprender la dinámica económica de distintos períodos históricos, tanto en Argentina como en otros países.

3.2.1. Condiciones iniciales de los ejercicios

La hoja de balance de cada agente parte de ciertos valores iniciales arbitrarios. Esta representación es puramente ilustrativa y no aspira a replicar ningún escenario en particular. Todos los valores se encuentran en pesos, aquellos denominados en dólares son convertidos a moneda local utilizando un tipo de cambio $e_t = 10 \text{ \$/US\$}$, el cual se supone fijo en todo el período. Además de este valor del tipo de cambio, se supone un coeficiente de efectivo mínimo de 40% para los depósitos a la vista y de 20% para los depósitos a plazo.

Dado que resulta de interés analizar el impacto de cada ejercicio sobre la rentabilidad del SF, es necesario considerar las tasas de interés que afectan el balance del sector, las cuales se suponen fijas en los siguientes valores:

Instrumento	Notación	Supuesto
Tasa de interés de Letras del BC	i_t^L	30%
Tasa de interés de depósitos a plazo	i_t^{DEP}	20%
Tasa de interés de préstamos del SF	i_t^{CRED}	40%
Tasa de interés deuda del GOB en \$	$i_{\$,t}^B$	25%

Los balances iniciales de la economía son los siguientes:

Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
A	P	A	P	A	P
	AT = 0 $B_{\$} = 500$ $B_{US} = 1500$	$e^*R = 2000$ AT = 0	BM $CIR = 300$ $em = 180$ $Ccexc = 0$ L = 0	$B^{RM} = 1500$ $L^{RM} = 0$	$e^*D = 2000$
0	4000	2000	480	1500	2000

SP no Financiero		SP Financiero	
A	P	A	P
$CIR = 300$ $e^*DIV = 0$ CA = 300 DEP = 300 $L^{SP} = 0$	CRED = 300	$em = 180$ Ccexc = 0 $B^{SF} = 500$ $L^{SF} = 0$ CRED = 300	DEP = 300 CA = 300
900	300	980	600

Dados estos balances, los principales agregados monetarios toman los siguientes valores iniciales:

$$BM = CIR + em + CCexc = 300 + 180 + 0 = 480$$

$$M2 = CIR + CA = 300 + 300 = 600$$

Como medida de rentabilidad del sistema financiero, se puede considerar el cociente de los intereses netos que esperan recibir en el período sobre su patrimonio neto:

$$\frac{\text{Intereses netos SF}}{PN_{SF}} = \frac{0,25 * 500 + 0,4 * 300 - 0,2 * 300}{980 - 600} = 48,7\%$$

Al suponer que el SF no tiene circulante ni ningún excedente depositado en el BC, se está suponiendo que las entidades no cuentan por el momento con capacidad para crear nuevos préstamos. Para aumentar el nivel de crédito, necesitarían que parte de los fondos depositados

a la vista constituyan un plazo fijo, lo que liberaría efectivo mínimo que se podría multiplicar con la creación de nuevos préstamos.

A partir de estas condiciones iniciales, se simula un aumento de liquidez que es posteriormente absorbido por el BC. Como fue mencionado, se consideran distintos escenarios tanto para la causa del aumento de liquidez como para el tipo de agente que suscribe los títulos del BC.

3.2.2. Simulaciones

Ejercicio 1.a) Títulos del BC suscritos por el SF para esterilizar compra de reservas luego de un superávit comercial

A continuación, se describen paso a paso las operaciones involucradas. Por simplicidad, en los balances sólo se muestran las cuentas que se van modificando.

- 1) El SP obtiene un superávit comercial de US\$ 10, los cuales son contabilizados en pesos al tipo de cambio de 10 \$/USD.
- 2) El BC compra la totalidad de estas divisas incrementando sus reservas. El SP recibe el dinero en una cuenta a la vista. Como se supone que las entidades financieras no tienen depósitos en otro lugar que no sea el BC, la contraparte del aumento de los depósitos a la vista queda depositado en la cuenta corriente del BC, a nombre de la entidad financiera correspondiente. Se produce un aumento tanto de la base monetaria como de M2.
- 3) La entidad financiera integra el efectivo mínimo requerido por el nuevo depósito.
- 4) El BC emite una letra para absorber la liquidez excedente del SF. La letra es suscrita por las entidades financieras utilizando el dinero excedente en la cuenta corriente del BC. Se produce una contracción de la BM.

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
	A	P	A	P	A	P
1						+D (100)
2			+R (100)	+CCexc (100)		
3				+em (40) -CCexc (-40)		
4				-CCexc (-60) +L (60)		
Resultado			$\Delta R = 100$	$\Delta em = 40$ $\Delta L = 60$		$\Delta D = 100$

Paso	SP no Financiero		SP Financiero	
	A	P	A	P
1	+DIV (100)			
2	-DIV (-100) +CA (100)		+CCexc (100)	+CA (100)
3			+em (40) -CCexc (-40)	
4			-CCexc (-60) +L (60)	
Resultado	$\Delta CA = 100$		$\Delta em = 40$ $\Delta L = 60$	$\Delta CA = 100$

Los agregados monetarios finales resultan ser:

$$BM = CIR + em + CCexc = 300 + 220 + 0 = 520 \text{ (Se produce un aumento de 40)}$$

$$M2 = CIR + CA = 300 + 400 = 700 \text{ (Se incrementa en 100)}$$

La rentabilidad del sistema financiero también se incrementó al 53,4% por haber adquirido letras del BC sin que se incrementen sus pasivos remunerados.

$$\frac{\text{Intereses netos SF}}{PN SF} = \frac{0,25 * 500 + 0,4 * 300 + 0,3 * 60 - 0,2 * 300}{1080 - 700} = 53,4\%$$

En resumen, en este ejercicio el superávit comercial permitió incrementar las reservas internacionales y los activos del SP. La esterilización realizada por el BC absorbió el aumento de la base monetaria de manera parcial, debido a que el mayor nivel de depósitos exige mayor integración de efectivo mínimo. Más aún, la expansión inicial de los medios de pago, reflejada en la expansión del balance del sistema financiero, no se contrajo con la esterilización, por lo que el aumento de M2 fue mayor al de la base monetaria.

Ejercicio 1.b) Títulos del BC suscritos por el SF para esterilizar financiamiento monetario del déficit fiscal

Para este ejercicio se supone la siguiente secuencia de eventos:

- 1) El Gobierno tiene un déficit primario de \$100, el cual es financiado mediante un adelanto transitorio del BC. Se supone que el Gobierno gasta el dinero inmediatamente después de recibirlo, por lo que se produce un incremento de los depósitos a la vista del sector privado y del saldo en cuenta corriente del sistema financiero (se incrementan la base monetaria y M2).
- 2) Los bancos integran los requisitos de efectivo mínimo de acuerdo con el nuevo nivel de depósitos.
- 3) El BC emite una letra para absorber el aumento de la base monetaria. La letra es suscrita por las entidades financieras utilizando el dinero excedente en la cuenta corriente del BCRA. Se produce una contracción de la BM.

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
	A	P	A	P	A	P
1		+AT = 100	+AT = 100	+CCexc (100)		
2				+em (40) -CCexc (-40)		
3				-CCexc (-60) +L (60)		
Resultado		$\Delta At = 100$	$\Delta At = 100$	$\Delta em = 40$ $\Delta L = 60$		

Paso	SP no Financiero		SP Financiero	
	A	P	A	P
1	+CA (100)		+CCexc (100)	+CA (100)
2			+em (40) -CCexc (-40)	
3			-CCexc (-60) +L (60)	
Resultado	$\Delta CA = 100$		$\Delta em = 40$ $\Delta L = 60$	$\Delta CA = 100$

Los agregados monetarios finales resultan ser:

$$BM_t = CIRC_t + em_t + CCExc_t = 300 + 220 + 0 = 520 \text{ (Se produce un aumento de 40)}$$

$$M2 = CIRC_t + CA_t = 300 + 400 = 700 \text{ (Incrementa en \$100)}$$

Estos resultados son prácticamente iguales a los del ejercicio 1.a). La esterilización realizada por el BC absorbió parcialmente el incremento de la base monetaria y dejó inalterada la expansión

en los medios de pagos. Si bien el SF sigue sin contar con liquidez para otorgar nuevos préstamos, vio incrementada su rentabilidad al 53,4% por la suscripción de letras a cambio de un pasivo que no rinde interés. La única diferencia con el caso anterior es que aquí no se incrementaron las reservas internacionales, sino que sólo se financió el déficit del G.

Ejercicio 1.c) Títulos del BC suscritos por el SF para esterilizar financiamiento del déficit fiscal con deuda externa

En este caso se supone la siguiente secuencia de eventos:

- 1) El Gobierno emite títulos públicos con el resto del mundo por un valor de USD10. Inmediatamente los cambia por pesos en el BC al tipo de cambio vigente, recibiendo \$100. El Gobierno gasta este dinero incrementando los depósitos del SP.
- 2) Los bancos integran los requisitos de efectivo mínimo de acuerdo con el nuevo nivel de depósitos.
- 3) El BC emite una letra para absorber el aumento de la base monetaria. La letra es suscrita por las entidades financieras utilizando el dinero excedente en la cuenta corriente del BC. Se produce una contracción de la BM.

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
	A	P	A	P	A	P
1		+B _{US} (100)	+R = 100	+CCexc (100)	+B _{US} (100)	+D (100)
2				+em (40) -CCexc (-40)		
3				-CCexc (-60) +L (60)		
Resultado		$\Delta B_{US} = 100$	$\Delta R = 100$	$\Delta em = 40$ $\Delta L = 60$	$\Delta B_{US} = 100$	$\Delta D = 100$

Paso	SP no Financiero		SP Financiero	
	A	P	A	P
1	+CA (100)		+CCexc (100)	+CA (100)
2			+em (40) -CCexc (-40)	
3			-CCexc (-60) +L (60)	
Resultado	$\Delta CA = 100$		$\Delta em = 40$ $\Delta L = 60$	$\Delta CA = 100$

Los agregados monetarios finales resultan ser:

$$BM_t = CIRC_t + em_t + CCExc_t = 300 + 220 + 0 = 520 \text{ (Se produce un aumento de 40)}$$

$$M2 = CIRC_t + CA_t = 300 + 400 = 700 \text{ (Incrementa en \$100)}$$

Nuevamente, estos resultados son similares a los anteriores. La esterilización realizada por el BC absorbió parcialmente el incremento de la base monetaria, dejó inalterada la expansión en los medios de pagos y se incrementó la rentabilidad del SF al 53,4% por la suscripción de letras del BC. Por su parte, se produce un incremento de las reservas internacionales del BC, que es la contraparte del endeudamiento externo del G.

De estos tres ejercicios de esterilización con títulos al SF se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- La esterilización de Base Monetaria es parcial, mientras que no se produce ninguna esterilización sobre M2.
- El SF expande su hoja de balance de una manera que repercute positivamente en su rentabilidad. En principio, suma Letras del BC a su activo, las cuales rinden un interés, mientras que en su pasivo sólo incorpora depósitos de caja de ahorro. Obviamente, si el SP decide constituir depósitos a plazo, esta mayor rentabilidad del SF puede desvanecerse.

Ejercicio 2.a) Títulos del BC suscritos por el SP no Financiero para esterilizar compra de reservas luego de un superávit comercial

Este ejercicio sólo difiere del 1.a) en el último paso. Las letras del BC son emitidas a cuenta y orden del SP, lo que implica que se reducen los depósitos a la vista de este sector. De esta forma, el aumento en los requisitos de efectivo mínimo es temporal y la totalidad de la nueva liquidez termina siendo absorbida por la letra del BC.

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
	A	P	A	P	A	P
1						+D (100)
2			+R (100)	+CCexc (100)		
3				+em (40) -CCexc (-40)		
4				-em (-40) -CCexc (-60) +L (100)		
Resultado			$\Delta R = 100$	$\Delta L = 100$		$\Delta D = 100$

Paso	SP no Financiero		SP Financiero	
	A	P	A	P
1	+DIV (100)			
2	-DIV (-100) +CA (100)		+CCexc (100)	+CA (100)
3			+em (40) -CCexc (-40)	
4	-CA (-100) +L (100)		-em (-40) -CCexc (-60)	-CA (-100)
Resultado	$\Delta L = 100$			

Los agregados monetarios finales resultan ser:

$$BM_t = CIRC_t + em_t + CCExc_t = 300 + 180 + 0 = 480 \text{ (Sin cambios)}$$

$$M2 = CIRC_t + CA_t = 300 + 300 = 600 \text{ (Sin cambios)}$$

A diferencia de lo que pasa en los ejercicios anteriores, mediante la suscripción de letras al SP se consigue no sólo esterilizar completamente el aumento de la base monetaria, sino también evitar el incremento de los medios de pago. De todas formas, esto se consigue emitiendo una cantidad de letras superior a la del ejercicio anterior (100 vs. 60), por lo que los costos de esterilización son mayores para la misma acumulación de reservas. Por otro lado, el balance del sistema financiero no ha sufrido cambios, por lo que no se ve afectada la rentabilidad del sector.

Ejercicio 2.b) Títulos del BC suscritos por el SP no Financiero para esterilizar financiamiento monetario del déficit fiscal

Este ejercicio es similar al 1.b), pero en el último paso las Letras del BC son suscritas por el SP en lugar del SF. Los balances toman la siguiente forma:

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
	A	P	A	P	A	P
1		+AT = 100	+AT = 100	+CCexc (100)		
2				+em (40) -CCexc (-40)		
3				-em (-40) -CCexc (-60) +L (100)		
Resultado		$\Delta At = 100$	$\Delta At = 100$	$\Delta L = 100$		

Paso	SP no Financiero		SP Financiero	
	A	P	A	P
1	+CA (100)		+CCexc (100)	+CA (100)
2			+em (40) -CCexc (-40)	
3	-CA (-100) +L (100)		-em (-40) -CCexc (-60)	-CA (-100)
Resultado	$\Delta L = 100$			

Los agregados monetarios finales resultan ser:

$$BM_t = CIRC_t + em_t + CCExc_t = 300 + 180 + 0 = 480 \text{ (Sin cambios)}$$

$$M2 = CIRC_t + CA_t = 300 + 300 = 600 \text{ (Sin cambios)}$$

Estos resultados son similares a los del ejercicio 2.a), con la diferencia de que no se acumularon reservas internacionales. Nuevamente, se observa que las letras emitidas a agentes no financieros no sólo contraen completamente la base monetaria sino también los medios de pagos, permitiendo retornar a los niveles previos al financiamiento del déficit, a cambio de la emisión de un mayor número de letras. El balance del sistema financiero no ha sufrido cambios, por lo que no se ve afectada la rentabilidad del sector.

Ejercicio 2.c) Títulos del BC suscritos por el SP no Financiero para esterilizar financiamiento del déficit fiscal con deuda externa

Este ejercicio es similar al 1.c), pero en el último paso las Letras del BC son suscritas por el SP en lugar del SF. Los balances toman la siguiente forma:

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
	A	P	A	P	A	P
1		+B _{US} (100)	+R = 100	+CCexc (100)	+B _{US} (100)	+D (100)
2				+em (40) -CCexc (-40)		
3				-em (-40) -CCexc (-60) +L (100)		
Resultado		$\Delta B_{US} = 100$	$\Delta R = 100$	$\Delta L = 100$	$\Delta B_{US} = 100$	$\Delta D = 100$

Paso	SP no Financiero		SP Financiero	
	A	P	A	P
1	+CA (100)		+CCexc (100)	+CA (100)
2			+em (40) -CCexc (-40)	
3	-CA (-100) +L (100)		-em (-40) -CCexc (-60)	-CA (-100)
Resultado	$\Delta L = 100$			

Los agregados monetarios finales resultan ser:

$$BM_t = CIRC_t + em_t + CCExc_t = 300 + 180 + 0 = 480 \text{ (Sin cambios)}$$

$$M2 = CIRC_t + CA_t = 300 + 300 = 600 \text{ (Sin cambios)}$$

Nuevamente, se observa que las letras emitidas a agentes no financieros no sólo contraen completamente la base monetaria sino también los medios de pagos, permitiendo retornar a los niveles previos, a cambio de la emisión de un mayor número de letras. La acumulación de reservas es la contracara del endeudamiento externo del G. El balance del sistema financiero no ha sufrido cambios, por lo que no se ve afectada la rentabilidad del sector.

Como conclusión a estos tres ejercicios de esterilización con títulos al SP no Financiero, se puede decir lo siguiente:

- La capacidad de esterilizar es más potente. No solo se contrae la Base Monetaria a los niveles previos, sino que sucede lo mismo con M2. La contracara es una mayor emisión de Letras por parte del BC para una misma acumulación de Reservas o mismo financiamiento del déficit.

- El SF no ve alterada su hoja de balance ni su rentabilidad. Sólo actúa como un intermediario entre el BC y el SP.

Ejercicio 3) Títulos del BC suscritos por el RM para realizar *Carry-Trade*

En este ejercicio se intenta reflejar uno de los principales riesgos de la participación de no residentes en la compra de títulos en moneda local. Existen distintos mecanismos por los que se puede realizar la operatoria. En todos los casos, se produce inicialmente un ingreso de dólares, los cuales pueden ser utilizados para suscribir títulos directamente en una emisión primaria o pueden ser cambiados por pesos para luego comprar títulos. Eventualmente, al vencimiento del título el tenedor no residente recibe pesos que, de no existir alguna restricción normativa, puede utilizar para volver a comprar dólares. El resultado final en dólares depende de la evolución del tipo de cambio respecto al rendimiento en pesos de los títulos.

Para simplificar la exposición, se supone una secuencia de eventos que tal vez no sea exacta pero que sirve para entender las cuestiones más relevantes. La secuencia es la siguiente:

- 1) El RM ingresa 10 dólares, los cuales al tipo de cambio vigente representan \$100. Los convierte a pesos directamente en el BC, quien se queda con los dólares y deposita pesos en la cuenta corriente de una entidad financiera, quien le abre una caja de ahorros en pesos al no residente. Este paso implica una expansión de la Base Monetaria.
- 2) El BC esteriliza la expansión anterior mediante una letra que es suscrita por un no residente.
- 3) Transcurre un período de tiempo, en el cual suponemos que el rendimiento de las Letras del BC fue del 30% mientras que la variación del tipo de cambio fue de 20%, por lo que ahora se ubica en 12 \$/US\$.
- 4) El no residente usa los pesos cobrados por la Letra para comprar dólares al BC e irse del país. Luego del rendimiento obtenido y dado el nuevo valor del tipo de cambio, puede comprar 10,83 dólares. Es decir, obtuvo una ganancia del 8,3%.

Como resultado de este ejercicio, no se produce ninguna variación en los agregados monetarios (BM y M2) ni en las hojas de balance del sistema financiero, aunque el BC pierde reservas.

Paso	Gobierno		Banco Central		Resto del Mundo	
	A	P	A	P	A	P
1			+R = \$100 +R = US 10	+CCexc (100)	+CA (100)	+D (\$100) +D = US 10
2				-CCexc (-100) +L (100)	-CA (-100) +L (100)	
3			+R = \$20	+CCexc (130) -L (-100)	+CA (130) -L (-100)	+D = \$20
4			-R = -\$130 -R = US 10,8	-CCexc (-130)	-CA (130)	-D (-\$130) -D = US 10,8
Resultado			$\Delta R = -\$10$ $\Delta R = -US 0,8$			$\Delta D = 10$ $\Delta D = US 0,8$

Paso	SP no Financiero		SP Financiero	
	A	P	A	P
1			+CCexc (100)	+CA (100)
2			-CCexc (-100)	-CA (-100)
3			+CCexc (130)	+CA (130)
4			-CCexc (-130)	-CA (-130)
Resultado				

3.2.3. Breves conclusiones sobre los ejercicios

Como se ha visto en las páginas anteriores, los resultados de esterilizar mediante títulos del BC no dependen tanto del contexto o del motivo que generó la necesidad de esterilizar. Lo que puede marcar una diferencia es quién suscribe los títulos. Cuando los títulos son colocados en el SF la esterilización es parcial y no alcanza al nivel de los medios de pago. En este sentido, la esterilización con títulos al SP es más potente, pero tiene el problema de reducir la intermediación financiera, ya que los títulos del BC pueden terminar compitiendo con depósitos. Por otro lado, un agente no financiero puede tener mayor libertad para desarmar su posición en títulos del BC respecto a una entidad financiera. Esto puede representar un riesgo para la estabilidad cambiaria y financiera. El riesgo es mayor aun cuando el que suscribe el título es un no residente que realiza una operación de corto plazo. Si bien inicialmente la participación de no residentes puede incrementar las reservas internacionales del BC, dependiendo de la evolución relativa del tipo de cambio y la tasa de interés, el resultado final puede ser negativo.

Capítulo II – Marco normativo de los títulos emitidos por el BCRA

4. La evolución de los títulos del BCRA y del marco normativo

4.1. Las LEBAC

4.1.1. Principales características técnicas

Las Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC) fueron instrumentos de deuda tipo “*bullet*” o cupón cero de corto y mediano plazo emitidos por el BCRA periódicamente. Se crearon en marzo de 2002, en el contexto de la profunda crisis posterior al colapso del régimen de convertibilidad. En ese momento, los bonos soberanos se encontraban en default, por lo que no existía un mercado secundario de deuda pública en donde el Banco Central pudiera intervenir. Usar deuda propia contribuía a caracterizar al BCRA, cuya deuda no se encontraba en default, como una persona jurídica independiente al Tesoro.

Tradicionalmente el tipo de subasta para la adjudicación primaria de estos títulos fue el sistema holandés⁸, es decir, por precio único, y se realizó mediante el Sistema de Operaciones Electrónicas (SIOPEL) del Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE). Dada la modalidad de colocación de estas letras, quien ingresaba en la licitación no sabía si podría concretar la adjudicación ni qué tasa de interés recibiría en caso de hacerlo. Al cierre de la subasta, quienes hubieran ofrecido precios superando el precio de reserva elegido por el BCRA obtendrían las LEBAC al mínimo precio de oferta aceptado. Vale destacar que existió un período en el cual este sistema de adjudicación competitivo se complementó con otro en el que el BCRA fijaba el precio de las especies y las adjudicaba a las entidades financieras en función de su captación de depósitos a plazo fijo.

Las licitaciones, y sus características, fueron anunciadas a través de Comunicaciones “B”. Existieron dos tramos en cada subasta, uno competitivo (también denominado mayorista) y otro no competitivo. Si bien desde el surgimiento de los títulos emitidos por el BCRA se introdujeron modificaciones a los participantes permitidos en cada tramo, a partir de la Comunicación B7621 de diciembre de 2002 se estableció que en el tramo competitivo podían participar entidades financieras y cambiarias, Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Fondos Comunes de Inversión, A.R.T., Compañías de Seguros, y personas humanas o jurídicas con posturas mínimas por un importe superior a los VN 1.000.000 según la moneda de denominación del título a licitar. En este tramo se definía el precio de corte que se aplicaba a todas las posturas aceptadas en ambos

⁸ Es un mecanismo para la adjudicación de ofertas en una licitación mediante el cual las ofertas recibidas se ordenan en orden creciente según el precio propuesto. Las posturas se adjudican comenzando con las ofertas que soliciten el mayor precio, y continuando hasta agotar la totalidad de los títulos disponibles. En este sistema la adjudicación se realiza a un precio único, el menor precio aceptado, que es de aplicación para todas las ofertas aceptadas. Dicho precio y la correspondiente tasa implícita, se denominan precio y tasa de corte, respectivamente.

tramos. En el tramo no competitivo, por su parte, podían participar las personas humanas y jurídicas no incluidas en el tramo competitivo⁹.

Las presentaciones y los certificados de las LEBAC se registraron en la Central de Registración y Liquidación de Instrumentos de Endeudamiento Público (CRyL). Las entidades financieras realizaban el pago mediante débito en sus respectivas cuentas en el BCRA. Al cierre de cada licitación el BCRA publicaba los resultados del mercado primario, con tasas de corte y montos adjudicados en los diferentes plazos y el saldo acumulado.

El precio de las LEBAC, al ser un instrumento a descuento, surgía de la siguiente ecuación¹⁰:

$$Precio = \frac{1}{1 + T * \frac{P}{365}}$$

Donde T es la tasa nominal anual (TNA) ofrecida con base 365 días y P el plazo de la letra en días corridos.

4.1.2. Tipos de LEBAC

A lo largo de los años existieron diversos tipos de LEBAC. La flexibilidad de este instrumento no sólo se puede apreciar en los diversos usos que se le dio en el marco de distintos regímenes de política monetaria, sino también en las distintas formas de emisión y negociación.

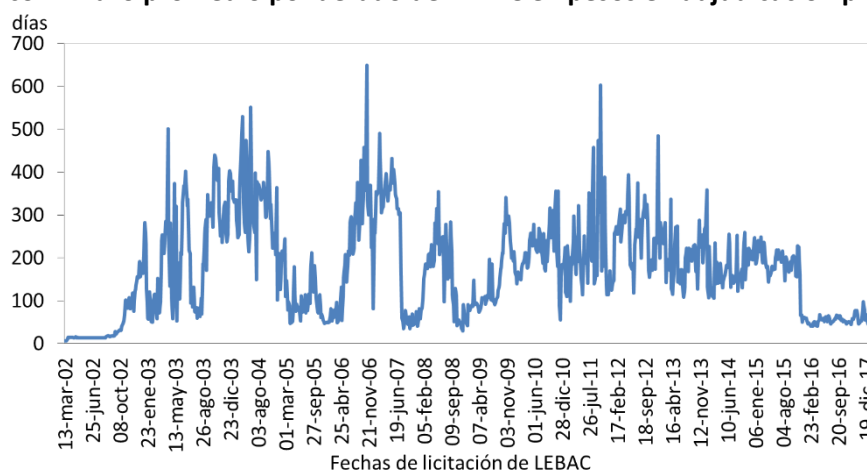
En efecto, a lo largo del tiempo existieron LEBAC desde los 7 días de plazo hasta los 763 días. Las colocaciones a un plazo semanal fueron características de los inicios de la letra. En el año 2002, en plena crisis económica, el Banco Central lanzó las LEBAC con el objetivo de contar con un instrumento que le permitiera operar en el mercado monetario y fijar una tasa de referencia. La elevada incertidumbre de aquel entonces motivó que las primeras colocaciones fueran a un plazo muy corto, entre 7 y 15 días. No obstante, la mayor estabilidad macroeconómica permitió que el plazo de las letras licitadas en cada oportunidad fuera incrementándose progresivamente.

Lo usual en cada licitación era que se ofrecieran títulos a distinto plazo. Hasta diciembre de 2015 el plazo promedio ponderado de las LEBAC en cada licitación fue cambiante, ubicándose el promedio en torno a los 200 días. Posteriormente, esta medida de plazo en el mercado primario se redujo y se mantuvo estable en torno a 55 días (ver Gráfico 1). De manera similar, y como resultado de esta variabilidad de plazos de emisión, el perfil de vencimientos del stock total también siguió una trayectoria volátil (ver Gráfico 2).

⁹ A partir del 28 de diciembre de 2015, con la Comunicación A 5865, cambió el esquema de subasta de letras y notas del BCRA. El tramo competitivo estuvo abierto para cualquier agente (persona humana o jurídica) con posturas mínimas de VN 1.000.000, dejando para el tramo no competitivo las posturas por un monto inferior de dicho valor.

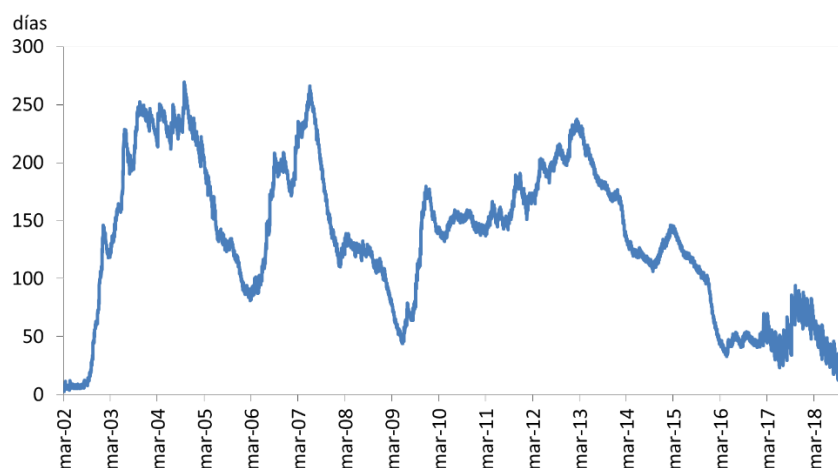
¹⁰ Según Comunicación B 7543, en la que se determinan las principales características de la emisión y negociación de las LEBAC.

Gráfico 1. Plazo promedio ponderado de LEBAC en pesos en adjudicación primaria



Fuente: BCRA

Gráfico 2. Vida promedio del stock de LEBAC



Fuente: BCRA

La flexibilidad de las LEBAC también se observó en la moneda de denominación y el tipo de ajuste. Si bien durante la mayor parte del tiempo predominaron las especies en pesos, también existieron con ajuste CER, en dólares y ajustables según el valor del tipo de cambio. Durante el año 2002, y como consecuencia de la elevada incertidumbre, las especies ajustables por el tipo de cambio respecto al dólar tuvieron una participación significativa, aunque luego disminuyó su relevancia a partir de la mayor confianza y estabilidad macroeconómica.

Luego de 6 meses con emisiones periódicas de LEBAC en pesos y ajustables según el valor del tipo de cambio, el Banco Central comenzó un proceso de ampliación del abanico de títulos emitidos con el objetivo de regulación de la cantidad de dinero. Mediante la Comunicación P 44285 del 20 de agosto de 2002, se comunicaron los resultados de la primera emisión¹¹ de LEBAC con ajuste por CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia, un índice que se ajusta según la evolución del IPC). La mayor estabilidad macroeconómica, el éxito de las LEBAC en pesos como

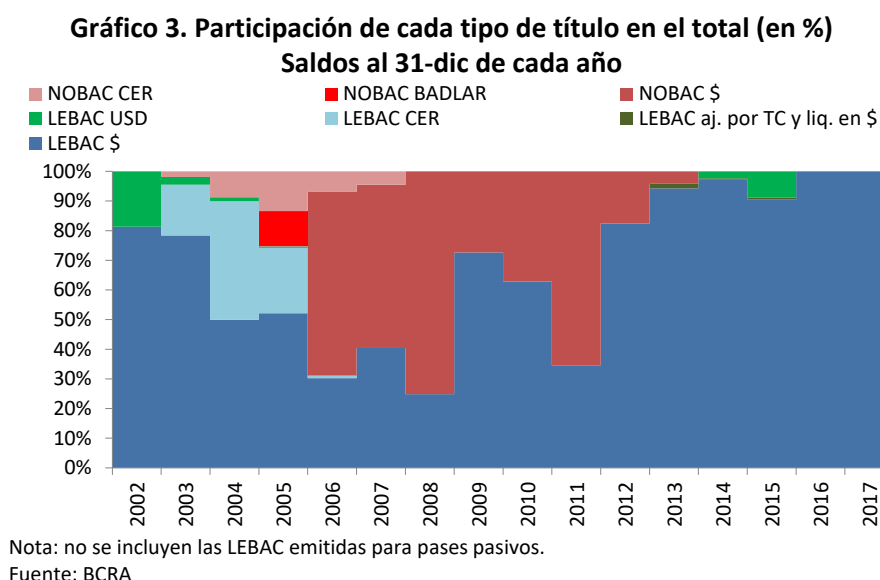
¹¹ Previamente se habían realizado llamados a licitación para este tipo de letras en los cuales no hubo adjudicación de títulos.

instrumento de regulación monetaria y la necesidad de ampliar la variedad de opciones de inversión en pesos explicaron la emisión de este nuevo título. En cuanto a las demás características (adjudicación mediante sistema holandés, tramos competitivo y no competitivo, título *bullet*), estos títulos serían similares a las LEBAC en pesos, aunque los plazos fueron en promedio más largos. Este tipo de títulos con ajuste por inflación creció en importancia hasta 2005, año en el cual se dejaron de licitar nuevas especies.

4.2. Las NOBAC

La tendencia hacia la diversificación de los títulos emitidos por el BCRA iniciada a partir de la emisión de títulos con ajuste CER continuó, y el 1 de diciembre de 2003¹² se lanzaron las Notas del Banco Central de la República Argentina (NOBAC), un tipo de título similar a las LEBAC, pero emitidos a mayor plazo (3 años), con pagos de intereses semestrales y con amortización del principal al vencimiento. Las licitaciones se realizaron en un tramo competitivo, con un límite mínimo de postura, y en uno no competitivo, y siguieron las reglamentaciones generales determinadas por la Comunicación B7621, y posteriormente por las Comunicaciones A4715 y modificatorias (que regulaban el tipo de tenedores de las letras y notas del BCRA).

De esta manera, el BCRA continuó ampliando las opciones de inversión en pesos y estirando el plazo promedio de sus pasivos remunerados. Entre el 2003 y 2013 se emitieron NOBAC en pesos, con ajuste CER y a tasa variable BADLAR, y en ciertos años alcanzaron a representar una porción significativa de los títulos emitidos por el Banco Central (ver Gráfico 3).



La gran participación relativa de las NOBAC en el período 2006-2008, coincide con fuertes compras de reservas del BCRA, las cuales permitieron cancelar en un solo pago el capital adeudado al FMI (aproximadamente 9.800 millones de dólares). Esta compra de reservas tenía como contrapartida una fuerte expansión de la base monetaria, generando un exceso de

¹² Comunicación B 8064.

liquidez estructural. En este sentido, es probable que las NOBAC hayan sido pensadas para realizar una esterilización de largo plazo, quitándole presión a los vencimientos periódicos de LEBAC.

4.3. LEBAC en dólares y ajustables por tipo de cambio

En 2013 y 2014, mediante la Comunicaciones A 5502 y A 5656¹³, se relanzaron las LEBAC Internas en pesos liquidables por el tipo de cambio de referencia, luego de años sin este tipo de letras. Sin embargo, mientras las primeras emisiones de este tipo de instrumentos en el 2002 se dieron en un contexto de una elevada inestabilidad nominal, donde el único refugio ante la incertidumbre era el dólar y donde la política monetaria se orientaba a definir un ancla nominal clara, esta vez las nuevas emisiones se lanzaron con un objetivo distinto: incentivar la liquidación de exportaciones del sector agrícola.

Las LEBAC ajustables por el dólar del período 2013-2014 pudieron ser suscriptas únicamente por exportadores del sector de aceites y cereales inscriptos en registros públicos (Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca y AFIP). En una primera oportunidad, con la Comunicación A 5502, el requisito que debían cumplir quienes suscribieran los títulos era que hubieran liquidado en el MULC (Mercado Único y Libre de Cambios) el mismo día de suscripción de las letras un monto equivalente en dólares aplicando el tipo de cambio de referencia. Este sistema se modificó en 2014 con la implementación de la Comunicación A 5656, que restringió el acceso a estos títulos a quienes hubieran registrado ingresos por anticipos o prefinanciaciones del exterior el mismo día de suscripción por al menos el importe equivalente en pesos según el tipo de cambio de referencia. El plazo de estos títulos fue 180 días, la tasa de corte fue determinada por el BCRA y la transferencia estuvo restringida sólo a sujetos inscriptos en los registros anteriormente mencionados¹⁴. Asimismo, el Banco Central garantizaba liquidez a las emisiones de estos títulos incorporando la opción de recompra anticipada total o parcial a su valor técnico una vez transcurridos 91 días desde la fecha de suscripción¹⁵.

Con el objetivo de estimular la bancarización de los ahorros en dólares y de mejorar los rendimientos de estas inversiones orientadas a residentes, en enero de 2014¹⁶ surgieron las LEBAC en dólares, que se mantuvieron hasta 2016 y llegaron a representar hasta un 17% del

¹³ Con esta Comunicación, de octubre de 2014, se relanzaron las letras de 2013 aunque con modificaciones en la operatoria.

¹⁴ Vale destacar que el 17 de diciembre de 2015, se emitió la Comunicación A 5854, que modificó el esquema previo de emisión de las LEBAC Internas en pesos liquidables según el tipo de cambio de referencia. En la misma, se abrió la suscripción de este tipo de letras a cualquier exportador que hubiera registrado liquidaciones en el MULC el día de suscripción de las letras en concepto de ingresos por anticipos y prefinanciaciones de exportaciones de bienes al exterior por al menos el equivalente en moneda extranjera del importe a suscribir en pesos. Se mantuvo el esquema donde el BCRA fijaba el precio de corte en la subasta, y se cambió el esquema que limitaba la transferencia de estos títulos, permitiendo su transferencia a cualquier contraparte. Sin perjuicio de ello, el stock de títulos emitidos bajo esta normativa fue nulo.

¹⁵ La Comunicación A 5656 incluyó la posibilidad de que fuera el propio tenedor quien solicite el rescate anticipado del título a su valor técnico.

¹⁶ Comunicación B 10732.

stock total de títulos¹⁷. El objetivo de estas letras difirió del que tenían hasta ese entonces las LEBAC en pesos, ya que no se orientaron a realizar operaciones de administración de la liquidez sino a incentivar una mayor intermediación de fondos en moneda extranjera. Tal es así, que la Comunicación A 5527 de enero de 2014 estableció que las LEBAC Internas en dólares podían ser suscritas en un único tramo y sólo por las entidades financieras a través de un débito en su cuenta en moneda extranjera en el BCRA por los depósitos a plazo fijo del sector privado en dólares de residentes en cartera de cada banco, captados a partir de la vigencia de dicha resolución (tasa de corte predeterminedada). En otras palabras, no se mantuvo un sistema de adjudicación de tipo holandés. El plazo de las letras a suscribir debía ser similar al plazo de los depósitos captados y, con el objetivo de mejorar la transmisión del rendimiento de estas letras hacia los individuos, se reguló el spread máximo entre la tasa pagada al depositante y la tasa de la letra suscripta por la entidad financiera. Asimismo, el stock de LEBAC en dólares de cada entidad financiera no podía superar el total de los depósitos a plazo fijo del sector privado en dólares de residentes que tuviera la respectiva entidad¹⁸.

Posteriormente, mediante la Comunicación A 5711 de febrero de 2015, se establecieron dos segmentos en la emisión de este tipo de letras en dólares, el segmento “V” y “N”. La esencia del sistema de colocación de estos títulos se mantenía, ya que el objetivo siguió siendo evitar una salida del circuito formal de los depósitos en moneda extranjera del sector privado ofreciendo tasas más atractivas. Hasta este momento, los spreads máximos que podía cobrar cada banco al suscribir LEBAC en dólares por la captación de plazos fijos en dólares eran variables según el plazo de la letra a suscribir. Con el cambio normativo, se ofreció un incentivo de mayor tasa en dos sentidos: por un lado, un spread máximo para los bancos uniforme y más alto que los anteriores, y, por otro lado, tasas mínimas de plazos fijos más altas para los ahorristas. Asimismo, la división en dos segmentos permitió ampliar el incentivo a la captación de nuevos depósitos a plazo fijo en dólares por parte de las entidades financieras, que para estas nuevas imposiciones podían hacerse de un mayor spread de tasa¹⁹.

Lo anterior cambió el 17 de diciembre de 2015, con la Comunicación A5856, que eliminó el régimen vigente, cambiando el espíritu de las emisiones de títulos en dólares del BCRA. En efecto, se abandonó el sistema de suscripción con tasa de corte predeterminedada, pasando al sistema tradicional de adjudicación holandés con dos tramos (competitivo y no competitivo), y se permitió que las letras pudieran ser suscriptas no sólo por entidades financieras, sino también por cualquier residente y no residente. Estas letras podían cotizar tanto en mercados locales como internacionales y se dividieron las licitaciones en un segmento interno y otro externo, según donde se ubicase el depositario de los títulos. A partir de este cambio normativo las LEBAC en dólares dejaron de tener un objetivo de estímulo a la bancarización de los ahorros en moneda extranjera, propiciando una mayor desintermediación financiera. El stock de este tipo de títulos

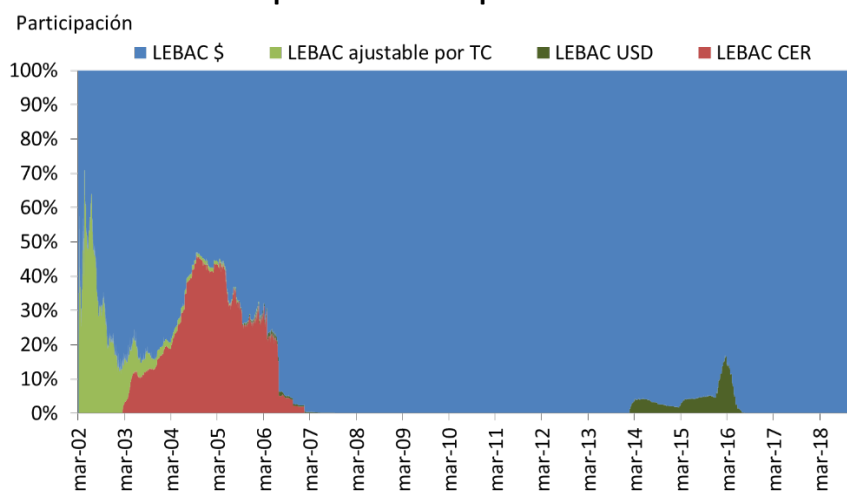
¹⁷ Si bien se habían realizado licitaciones de LEBAC en dólares liquidables en dólares previamente (agosto y octubre de 2005, abril y septiembre de 2006 y marzo de 2007), las mismas constituyeron situaciones puntuales que no formaron parte de un proceso activo de colocación de este tipo de letras por parte del BCRA.

¹⁸ Adicionalmente, mediante la Comunicación A5534 se estableció que la porción de los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera aplicados a la suscripción de estas letras en dólares se viese exceptuado de la exigencia de encaje, buscando incentivar el desarrollo de este nuevo instrumento.

¹⁹ Comunicado de prensa Nro. 50517 del 10 de febrero de 2015.

subió fuertemente los primeros meses, aunque las emisiones se discontinuaron en 2016 (ver Gráfico 4).

Gráfico 4. Participación de cada tipo de LEBAC en el stock total



Fuente: BCRA

4.4. Cambios normativos: tipo de tenedores y modalidad de colocación primaria

En 2002 las LEBAC se lanzaron para su negociación exclusiva en el mercado doméstico. Según la Comunicación B7155 del 12 de marzo de 2002, las LEBAC fueron cotizables en el Mercado Abierto Electrónico S.A. y en las Bolsas y Mercados de Valores del país. En el mismo sentido, la Comunicación B7621 del 2 de diciembre de 2002 rigió los aspectos operativos de las próximas emisiones.

En 2007, con el objetivo de acotar la volatilidad de las tasas de interés de los instrumentos de regulación monetaria como resultado de movimientos de capitales, el BCRA emitió la Comunicación A4715, creando las denominadas “LEBAC Internas” y “NOBAC Internas”. Según esta disposición, los nuevos títulos sólo podían negociarse localmente y sólo podían ser tenedores las personas jurídicas constituidas en el país y sujetas a fiscalización permanente de organismos nacionales de regulación y control, y las entidades financieras autorizadas por el Banco Central para su cartera propia y para personas humanas residentes en el país y cuentas oficiales. Asimismo, el agente de registro, liquidación y depositario único fue la CRyL. Estas fueron las únicas diferencias respecto a los títulos que se venían colocando en el mercado. Previo a esta normativa no se aclaraba quienes podían ser tenedores de estos instrumentos, por lo que esta última reforzó la utilización de las letras del BCRA como herramienta de regulación monetaria.

Normas futuras como las Comunicaciones A5078, A5100²⁰ y A5206, en reemplazo de la Comunicación A4715 y modificatorias²¹, no alteraron la esencia de la reglamentación de aquel entonces en cuanto a la prohibición de tenencia en cartera por parte de no residentes y la plaza local de negociación de los títulos.

A partir de fines de diciembre de 2015, concretamente con la Comunicación A5865, se eliminó la especificación de “LEBAC Internas”, dejando a partir de entonces sólo la denominación “LEBAC”. La nueva norma permitió la suscripción de las letras tanto a residentes como no residentes y su negociación tanto en el mercado doméstico como internacional. A su vez, se mantuvo como única modalidad de subasta al sistema holandés. Este cambio normativo se dio en el contexto de la Comunicación A5856, previamente comentada, que reguló las próximas emisiones de LEBAC en dólares. Vale recordar que la misma estableció condiciones similares para este tipo de títulos (ampliación del universo de tenedores más allá de las entidades financieras locales, eliminación de las licitaciones con tasa de corte predeterminada y su reemplazo por el sistema holandés y negociación de las letras tanto en el mercado interno como externo) al tiempo que se crearon dos segmentos, uno interno (“I”) y otro externo (“E”), dependiendo de la ubicación del depositario de las letras (local o internacional, respectivamente).

En mayo de 2016 se implementó el último cambio normativo asociado al perfil de tenedores de LEBAC. Mediante la Comunicación A5974, se lanzaron las “LEBAC en pesos – Segmento interno”, introduciendo una diferenciación de las letras según la localización de su depositario y la plaza de negociación similar a la aplicada para las letras en dólares. Vale destacar que esta distinción no impedía la tenencia a no residentes. A partir de ese momento solo se realizaron 3 licitaciones en el segmento externo.

Respecto a los cambios regulatorios que afectaron la modalidad de colocación primaria, entre 2012 y 2015 el BCRA decidió aplicar un cambio en parte de las licitaciones de las letras de más corto plazo. Si bien hasta ese momento el sistema de adjudicación de los títulos se realizaba mediante el holandés (precio único), en febrero de 2012²² se sumó un sistema que fijaba tasa y monto, adjudicando a las entidades financieras un monto en función de la variación de sus depósitos en pesos a plazo fijo del sector privado en un período específico. En mayo de 2013 este sistema se modificó ligeramente²³ a los efectos de considerar no sólo la variación de los depósitos a plazo totales sino también los de tipo minorista. El objetivo de este sistema de emisión primaria consistió en impulsar una mayor intermediación financiera al incentivar una mayor captación de depósitos por parte de las entidades financieras.

²⁰ Mediante la Comunicación A5100 se autorizó la tenencia de LEBAC y NOBAC a otras personas jurídicas residentes en el país, junto con las ya enumeradas en los incisos a, b, c, d, e, f y h del punto ii de la Comunicación A5078, siempre que tales instrumentos no cuenten con una fecha de vencimiento mayor a tres meses computable desde la fecha de adquisición efectiva en los mercados primario y secundario.

²¹ Entre ellas, la Comunicación A5050, por la cual se flexibilizó la tenencia de LEBAC y NOBAC internas, autorizando a los Fondos Comunes de Inversión (FCI) cuyos cuotapartistas sean residentes en el país. Los límites de tenencia máxima de estos títulos para los FCI con rescate en T+0 (Fondos de Money Market) y los FCI con rescate en T+1 (Fondos de Renta Fija de corto plazo) fueron establecidos en 20% y 40% del patrimonio, respectivamente.

²² Comunicación B10299.

²³ Comunicación B10595.

4.4.1. Tipo de tenedor y residencia

Tal como se mencionara previamente, a lo largo del tiempo existieron cambios normativos asociados a la tenencia de los títulos emitidos por el BCRA. Si bien hasta 2007 la regulación no era explícita respecto al tipo de tenedores permitidos, a partir de ese momento hasta 2015 la autoridad monetaria estableció de manera clara quienes podían invertir en estos títulos, creando las LEBAC y NOBAC Internas. En líneas generales, se trató de una medida macro prudencial con el objetivo de prohibir posiciones de no residentes en instrumentos de regulación monetaria con potenciales riesgos sobre la estabilidad financiera.

En diciembre de 2015 esta normativa prudencial se eliminó, liberando la tenencia de títulos a no residentes y permitiendo su negociación tanto interna como externa. Esta medida se enmarcó en un esquema general de desregulación en el que, junto con la unificación del mercado cambiario²⁴, se flexibilizaron las normas del MULC²⁵ y el límite mensual para formación de activos externos de residentes, se redujo el encaje en moneda extranjera, se liberaron las importaciones de bienes y servicios²⁶ y se eliminaron los límites máximos y mínimos a las tasas de interés activas y pasivas²⁷. Asimismo, el relanzamiento de las LEBAC en dólares, al ser abierto a cualquier agente, difirió de las emisiones previas, sólo orientadas a entidades financieras con el objetivo de fomentar la bancarización.

A pesar de que la normativa nunca prohibió la tenencia de LEBAC por parte de agentes no financieros residentes, los tenedores tradicionales de estos instrumentos fueron las entidades financieras locales, que colocaban parte de la capacidad prestable de los depósitos de las personas humanas y las empresas, obteniendo un interés por un instrumento con bajo riesgo y muy alta liquidez. De esta manera, las LEBAC y NOBAC de las entidades financieras representaron la contraparte de su pasivo con los depositantes.

El proceso de profundización de las tenencias de LEBAC por parte de familias y empresas iniciado en 2014, en un contexto en el que el spread de rendimiento de estos títulos respecto a los depósitos a plazo fijo comenzó a ampliarse²⁸ (ver Gráfico 6), se aceleró a partir de los cambios normativos de diciembre de 2015, que permitieron un creciente involucramiento de agentes no financieros en la tenencia de LEBAC²⁹. Se configuró entonces un escenario en el que las LEBAC fueron utilizadas por las empresas como herramienta de liquidez, por las familias como instrumento de ahorro y, hasta principios de 2018, por los no residentes como instrumento para canalizar inversiones de portafolio de corto plazo en pesos. Como resultado, los títulos emitidos por el BCRA en cartera de entidades financieras pasaron de representar el 86% del total en diciembre 2013 al 34% en el mismo mes de 2017 (ver Gráfico 5). Esto, a la vez que mejoró la transmisión de la política monetaria, se tradujo en un proceso de desintermediación en el que

²⁴ Comunicación A5850.

²⁵ Comunicación A6037.

²⁶ Comunicaciones A5850, A5861 y A5955.

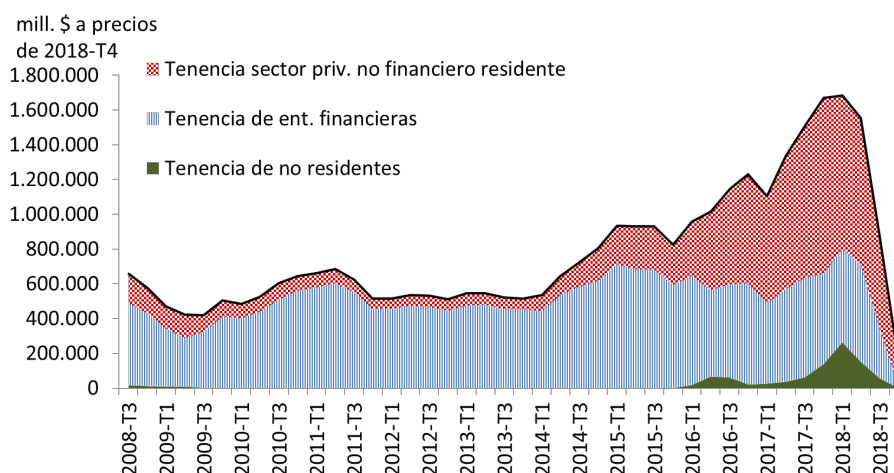
²⁷ Comunicación A5853.

²⁸ Este factor se hizo más relevante a partir de la eliminación de la tasa mínima que se pagaba a los plazos fijos minoristas el 17 de diciembre de 2015 (Comunicación A5853).

²⁹ En el período 2016-2018 no existieron NOBAC en circulación.

las entidades financieras perdieron el spread entre la tasa pasiva pagada a plazos fijos y la tasa activa recibida por las colocaciones en instrumentos del BCRA netas de los encajes.

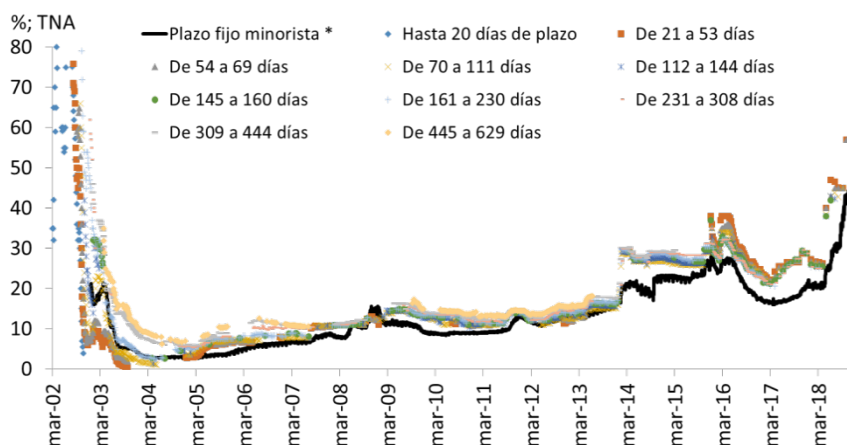
Gráfico 5. Stock de LEBAC y NOBAC por tipo de tenedor a precios constantes



Fuente: Estimación propia en base a datos del BCRA e INDEC.

Para el sector privado no financiero residente, tanto ahorristas particulares como empresas, las LEBAC presentaban una serie de beneficios que las convirtieron en una alternativa atractiva. Entre las principales ventajas se destaca que durante gran parte del tiempo las distintas especies de LEBAC se emitieron a tasas más altas respecto a las opciones tradicionales como los plazos fijos (ver Gráfico 6). Además, estos títulos poseían un riesgo de crédito acotado, dado que el emisor era la autoridad monetaria, una elevada liquidez y una baja complejidad de operatoria, que los convertía en instrumentos fáciles de entender para los inversores no especializados.

Gráfico 6. Tasa de interés de LEBAC a tasa fija por tipo de plazo y tasa de interés de depósitos a plazo fijo minorista



* Tasa de plazos fijos 30-44 días hasta \$100.000.

Fuente: BCRA.

Los no residentes, por su parte, pudieron acceder a las LEBAC luego de las modificaciones normativas de fines de 2015. En un contexto de estabilidad cambiaria, estos agentes utilizaron las LEBAC como un medio para diversificar su exposición a las inversiones en pesos, dado que se trataba de una alternativa con liquidez y bajo riesgo de default.

Esta composición particular del tipo de tenedores de los instrumentos emitidos por el BCRA, consecuencia del creciente involucramiento de agentes no financieros, tuvo efectos en términos monetarios y macroeconómicos. Si una persona humana o jurídica no financiera compraba al BCRA una LEBAC, usaba para tal operación un depósito en un banco, con lo cual, en ese momento el depósito desaparecía del pasivo de las entidades y pasaba a ser un pasivo remunerado del BCRA. De esta manera, no solo se esterilizaba la “capacidad prestable del depósito” (como ocurría si la LEBAC se colocaba en una entidad financiera) sino que también el encaje no remunerado que tenía ese depósito, que formaba parte de la base monetaria, pasaba a ser pasivo remunerado del BCRA. En este sentido, la mayor tenencia de LEBAC por parte de agentes no financieros tenía el objetivo de proveer un mayor poder de esterilización a los instrumentos del BCRA. Esto, sin considerar el costo de esterilización dado por la tasa de los títulos y los riesgos que la desregulación cambiaria representaba ante cualquier cambio en las expectativas sobre la estabilidad financiera.

En relación con lo anterior, la mayor participación de empresas, familias y no residentes en el *stock* de LEBAC incrementó sensiblemente su riesgo de no renovación frente a un cambio en las expectativas, dado su mayor nivel de atomización respecto a las entidades financieras. Esta vulnerabilidad se vio acentuada por el hecho de que a partir de febrero de 2017 el BCRA decidió concentrar las licitaciones y vencimientos de LEBAC un día al mes (un martes de cada mes, mientras que anteriormente las licitaciones se realizaban todos los martes). Si bien cada tenedor podía desprenderse de su título en el mercado secundario, lo que sucedió en la práctica fue que la concentración de los vencimientos en un solo día del mes incrementó el riesgo de no renovación y la incertidumbre del esquema a medida que el stock de títulos crecía.

Finalmente, vale destacar que estos riesgos se vieron contenidos con las Letras de Liquidez del Banco Central (LELIQ)³⁰, lanzadas en enero de 2018. A diferencia de las LEBAC, estos títulos tienen un plazo menor al mes y sólo pueden ser suscriptas y negociadas por las entidades financieras, lo cual implica una demanda mucho más estable. Inicialmente, estas letras no tuvieron gran protagonismo, pero con el abandono de las LEBAC a fines de 2018 heredaron su rol como principal instrumento de esterilización monetaria, el cual cumplen hasta el día de hoy.

³⁰ Comunicación A6426 y B11651 del 10 de enero de 2018.

Capítulo III – El contexto macroeconómico

5. Los instrumentos del BCRA en cada contexto macroeconómico

5.1. Las LEBAC en sus inicios: origen en la crisis del año 2002

Como fuera explicado previamente, las LEBAC se crearon en marzo de 2002, en el contexto de la profunda crisis posterior al colapso del régimen de convertibilidad³¹. En ese momento, los bonos soberanos se encontraban en default, por lo que no existía un mercado secundario de deuda pública en donde el BCRA pudiera intervenir. Tal como surge de los informes del BCRA, los objetivos perseguidos con la emisión de LEBAC fueron la absorción de liquidez excedente en el mercado monetario y la fijación de una tasa de referencia.

Con las modificaciones introducidas a la Carta Orgánica por la Ley Nº 25.562 de febrero de 2002, el BCRA recuperó la posibilidad de llevar a cabo una política monetaria activa a partir de la elaboración de Programas Monetarios periódicos. A su vez, se habilitó al BCRA a emitir títulos o bonos³². Este instrumento legal posibilitó el lanzamiento de las LEBAC primero, y las NOBAC después, de manera que el Banco Central se hizo de una nueva herramienta para ajustar la liquidez de la economía, complementaria a la política de encajes, la asistencia a las entidades financieras y la intervención cambiaria.

A la gran recesión e inestabilidad política del momento se sumaba una fuerte incertidumbre respecto al tipo de cambio. Luego de diez años de paridad 1 a 1 con el dólar, el tipo de cambio subió a valores en torno a los 3,5 \$/USD a mediados de 2002. Las reservas internacionales eran escasas, por lo que no era posible defender el tipo de cambio vendiendo dólares. El BCRA necesitaba un instrumento para absorber la liquidez excedente en el mercado monetario, estabilizar el mercado cambiario y fijar una tasa de referencia en pesos³³ (ver Gráfico 7).

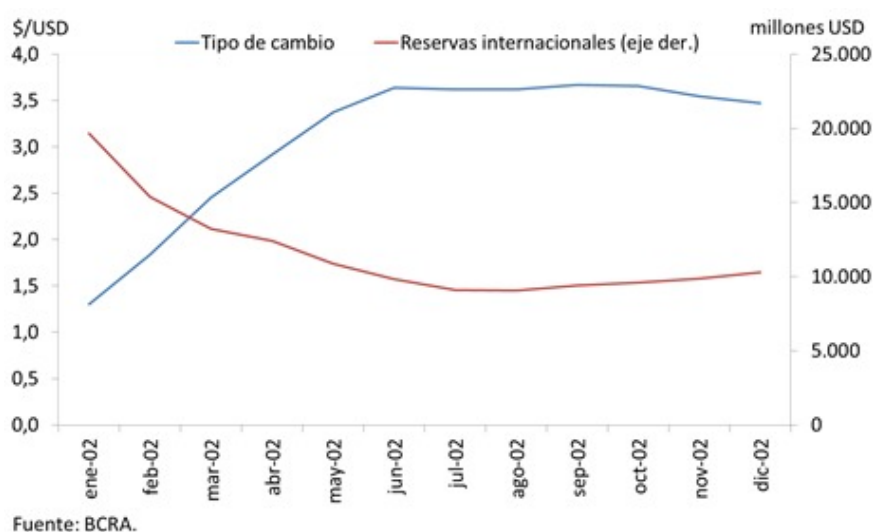
³¹ Si bien previamente existieron Letras del Banco Central en dólares estadounidenses (Comunicación A 1551 del 27 de octubre de 1989), ajustables Bonex (Comunicación A 1561 del 3 de noviembre de 1989) y Letras Externas de Mediano Plazo – 1991 (Comunicación A 1885 del 23 de octubre de 1991), las mismas fueron discontinuadas durante el período de convertibilidad.

³² Decreto 401/2002.

³³ Ver el Informe al Congreso del año 2002:

<http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/inf2002.pdf>

Gráfico 7. Tipo de cambio y reservas en 2002



La necesidad de absorber liquidez y brindar certidumbre respecto al tipo de cambio era tal que, en un primer momento, se ofrecieron LEBAC atadas a la evolución del dólar. Es decir, si bien estaban denominadas en dólares, se suscribían y amortizaban en pesos al tipo de cambio oficial. De esta manera, el 12 de marzo de 2002, a través de la Comunicación B 7155³⁴ se anunció la primera licitación pública de LEBAC, a un plazo de 7 días, tanto en pesos como atadas a la evolución del dólar³⁵. No obstante, con el tiempo las LEBAC en pesos se afianzaron no sólo como uno de los instrumentos de absorción monetaria más importantes del BCRA (en forma complementaria con las intervenciones en el mercado cambiario) sino que además su tasa de corte pasó a ser tenida en cuenta como la tasa de referencia del mercado doméstico, contribuyendo desde ese rol a reducir la incertidumbre en los mercados³⁶.

Cabe destacar el activo rol que tuvieron las entidades financieras como principales tenedores de LEBAC. La necesidad de mantener fondos en posiciones líquidas en un contexto de crédito decreciente hizo que hacia fines de 2002 el 77% de las letras se adjudicaran a bancos, un 21% a otras personas jurídicas y el resto a personas humanas. Asimismo, para ilustrar la importancia de la tasa de corte de las LEBAC como referencia del sistema financiero, vale mencionar que a partir de la Comunicación A 3524 la tasa de interés aplicable a las asistencias por iliquidez otorgadas por el BCRA fue la equivalente a 4/5 avas partes de la tasa de corte establecida en las licitaciones de LEBAC en pesos a 7 días de plazo.

La composición de los tipos de LEBAC se vio muy influenciada por la evolución del contexto macroeconómico. Mientras al 30 de junio de 2002 las especies en pesos representaban un 36% de los títulos emitidos, a fines de dicho año, en un escenario de mayor estabilidad del tipo de

³⁴ COMUNICACION " B " 7155 del 12 de marzo de 2002:

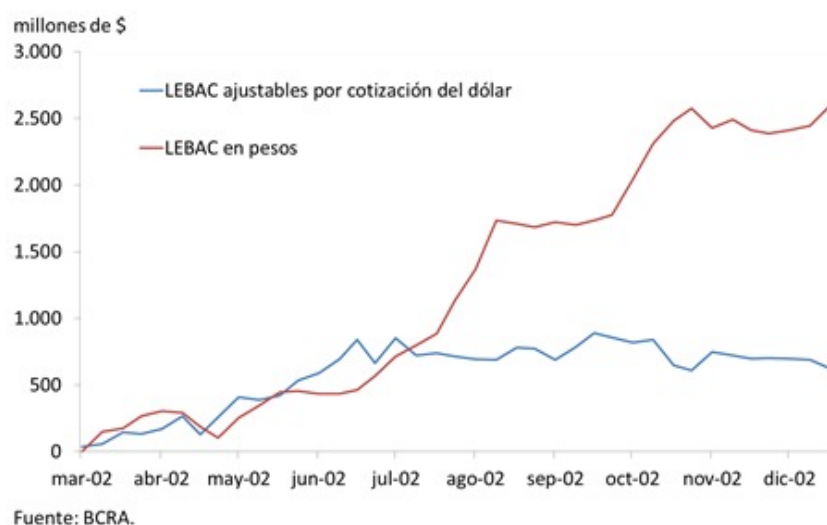
<https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/B7155.pdf>

³⁵ La colocación en dólares quedó desierta ese día, ocurriendo la primera colocación exitosa unos días después, el 19 de marzo de 2002: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/B7165.pdf>

³⁶ Vale mencionar el caso de la ON LESEP de Telefónica, la primera emisión privada en pesos, a tasa fija y bajo legislación argentina que se realizó desde la salida de la convertibilidad, que tomó como referencia el esquema de las LEBAC (ver Parmigiani y Dapena (2005)).

cambio, menores expectativas de inflación y un atractivo rendimiento en pesos, esta participación era de 81% (ver Gráfico 8).

Gráfico 8. Stock de LEBAC emitido en 2002



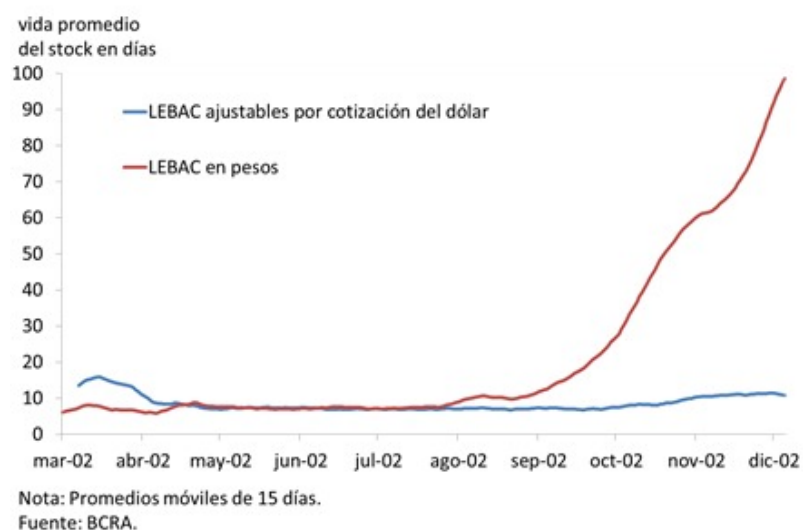
En las primeras licitaciones de LEBAC los montos fueron bajos, los plazos muy cortos y las tasas de interés elevadas, al tiempo que existió una predominancia de las especies ajustables por tipo de cambio.

Sin perjuicio de ello, con el correr de los meses la mayor estabilidad del tipo de cambio, por debajo de los 3,50 \$/USD, el mayor nivel de reservas, en torno a los USD 10.000 millones, y el reconocimiento de las letras como instrumentos de bajo riesgo permitieron que mejoraran los volúmenes y las condiciones de emisión de las LEBAC, lo que impulsó este canal de absorción de los excedentes monetarios como complemento de las intervenciones en el mercado cambiario. Las tasas de interés de las especies en pesos, que en términos efectivos anuales llegaron a superar el 200%, se estabilizaron en torno al 50%, mientras que para las letras en dólares la tasa tendió a 0%, o incluso fue levemente negativa. Simultáneamente se produjo una extensión en los plazos de las letras: mientras que las primeras licitaciones eran a 7 días, a fines de 2002 ya se habían licitado LEBAC en pesos a 271 días de plazo (ver Gráficos 9 y 10). El creciente atractivo de estos instrumentos también se vio plasmado en el hecho de que en las sucesivas emisiones los montos ofertados se ubicaron por encima de los anunciados por el BCRA en los llamados a licitación.

Gráfico 9. Tasa efectiva anual de las LEBAC en 2002



Gráfico 10. Vida promedio del stock de LEBAC en 2002

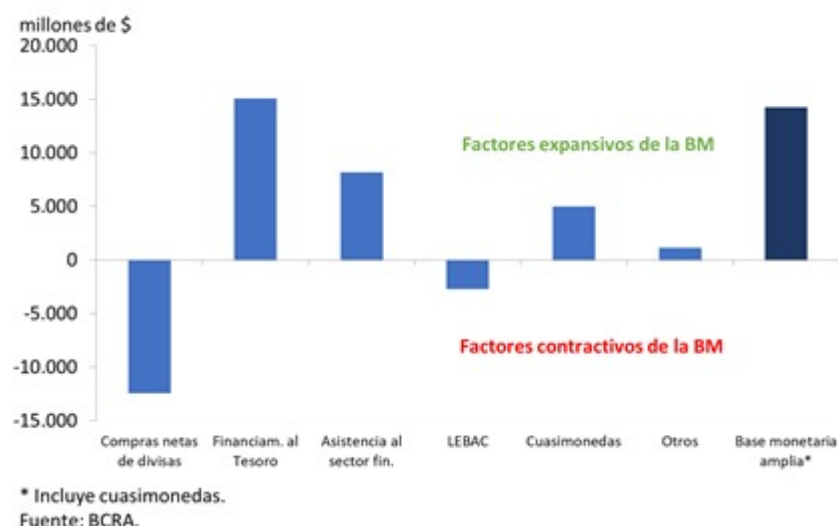


El alargamiento en los plazos de emisión y la caída progresiva en las tasas de corte disminuyeron el riesgo de renovación con el correr de los meses. Todo esto contribuyó a que las letras emitidas por el BCRA ganaran la reputación de ser un instrumento con una buena relación riesgo – rendimiento y una creciente variedad de plazos, haciendo que la curva de tasas de cada licitación se estableciera como una referencia para todo el sistema financiero.

La creciente aceptación de las LEBAC hizo que en 2002 se ubicaran como uno de los factores de absorción de los excedentes monetarios, luego de las intervenciones en el mercado de cambios (ver Gráfico 11). En 2002 el Gobierno tuvo un superávit primario que no fue suficiente para cubrir la carga de intereses del período. Para cubrir el déficit financiero se recurrió a los

adelantos transitorios³⁷ y a las transferencias de utilidades del BCRA³⁸, estas últimas generadas por el aumento en el valor en pesos de las reservas consecuencia de la suba del tipo de cambio.

Gráfico 11. Factores de explicación de la base monetaria amplia*. Año 2002.



5.2. El esquema de administración de agregados monetarios

En los años siguientes la política monetaria del BCRA estuvo enfocada en la necesidad de recomponer la confianza en la moneda y el sistema financiero doméstico. En efecto, la salida de la convertibilidad había generado una gran crisis bancaria (Belini y Korol (2012); Félix (2011); Fanelli (2002)) y una importante sobre reacción (*overshooting*) del tipo de cambio que duró algunos años. Si bien las metodologías de estimación del tipo de cambio real de equilibrio son variadas y no concluyentes, diversos trabajos indican que, en los años posteriores a la convertibilidad, el peso se encontró subvaluado (Garegnani y Escudé (2005); Carrera y Restout (2007); Montiel (2007); Bastourre y otros (2008); Bello y otros (2010)).

A diferencia de otras devaluaciones en la historia argentina, el traspaso del tipo de cambio a precios fue muy reducido en gran medida por el elevado desempleo y el bajo nivel de actividad (Frenkel (2003)). A su vez, en los precios internacionales de materias primas comenzó a sentirse la demanda de la economía china por productos agropecuarios (Bastourre y otros 2008, 2009, 2012), por lo que nuestro país entró en un período de importantes superávits comerciales que se tradujeron en superávits de cuenta corriente. Por su parte, los menores compromisos de la deuda luego del default (Damill y otros (2005)) y la instauración de los derechos de exportación³⁹ y la recuperación de la economía, que impulsaron la recaudación impositiva, propiciaron que hasta la crisis internacional del 2008-2009 el país registrara también superávits fiscales (ver Gráfico 12). El contexto macroeconómico descrito le permitió al BCRA consolidarse entonces como comprador neto de divisas en este período, realizando de esta manera una política de

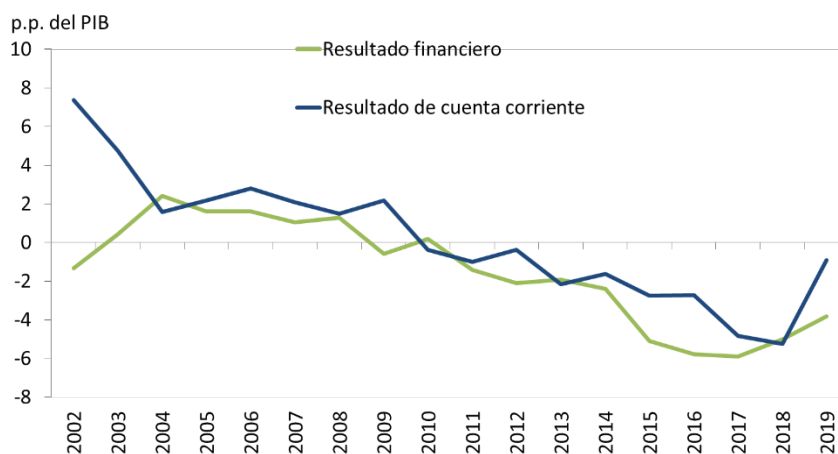
³⁷ Préstamos del BCRA al Gobierno Nacional a 12 meses. Para más detalles sobre su funcionamiento ver el Artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA.

³⁸ Ver Artículo 38 de la Carta Orgánica del BCRA.

³⁹ Decreto 310/02 de febrero de 2002.

acumulación de reservas con el objetivo doble de estabilizar el mercado cambiario y contar con una herramienta prudencial ante *shocks* negativos.

Gráfico 12. Resultado fiscal y externo en términos del PIB



Fuente: INDEC y Ministerio de economía.

Pocos meses después de su lanzamiento, las LEBAC y NOBAC se convirtieron en instrumentos clave en la regulación de la liquidez. En efecto, entre la salida de la convertibilidad y el impacto de la crisis financiera internacional, el BCRA actuó esterilizando los excedentes monetarios generados por la compra de divisas al sector privado con estos títulos. A su vez, la mayor estabilidad macroeconómica a partir de 2003 se tradujo en un incremento de la demanda de activos en pesos, por lo que el BCRA pudo llevar a cabo una gradual baja de las tasas de interés y un alargamiento de plazos de los títulos de regulación monetaria.

En el contexto de un régimen de flotación administrada con tipo de cambio real elevado, la compra de reservas evitaba que el superávit de dólares “comerciales” generara una presión a la apreciación del tipo de cambio, al tiempo que el BCRA recomponía su stock de reservas internacionales. Como consecuencia de esta política, entre principios de 2003 y fines de 2007 las reservas internacionales y los pasivos remunerados del BCRA crecieron 8 p.p. y 5 p.p. en términos del PIB, respectivamente.

Podría decirse que, en líneas generales, desde el abandono del tipo de cambio fijo hasta 2016, el BCRA implementó un régimen de administración de la cantidad de dinero (ver Informes al Congreso del BCRA del período 2002-2014). En este esquema general el BCRA contó con un objetivo de liquidez, definido a partir de una consideración de factores tanto domésticos como externos, y actuó con diversos instrumentos para esterilizar el dinero faltante o sobrante. Es por ello por lo que las LEBAC y NOBAC fueron elementos de suma importancia, ya que le brindaron a la autoridad monetaria autonomía operativa para cumplir sus objetivos.

Sin embargo, el esquema de política monetaria no fue invariable a lo largo de los años. Entre 2003 y 2005 la política del BCRA se vio plasmada a través de programas monetarios anuales centrados en el monitoreo de la base monetaria; desde 2006 hasta 2011 el objetivo se concentró en el agregado M2, representativo de los medios de pago en pesos de la economía; entre 2012 y 2015, a partir de la modificación de la Carta Orgánica de la institución, se realizó un monitoreo más amplio de variables, aunque sin existir objetivos concretos sobre los agregados monetarios;

finalmente, en 2016 el BCRA llevó a cabo un proceso de transición desde un esquema de control de la cantidad de dinero hacia un régimen de control de la tasa de interés con metas de inflación.

Más allá de las particularidades del esquema de política de cada período, los shocks internacionales impactaron en la definición de los objetivos de cantidad de dinero y la correspondiente política monetaria del BCRA. Luego de una primera etapa caracterizada por un auge exportador significativo donde el BCRA acumuló reservas y siguió una estrategia de esterilización de la oferta de dinero excedente, sobrevino la crisis financiera internacional con sucesivos shocks entre 2007 y 2008 (MTEySS y OIT (2012)).

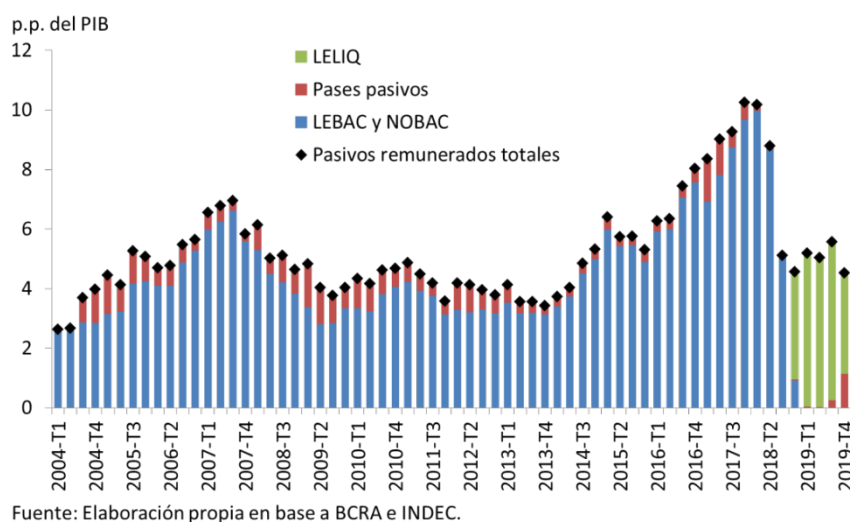
Ante la crisis financiera internacional la economía argentina contaba con variados mecanismos de salvaguarda. Entre dichos factores, la existencia de LEBAC y NOBAC, entendidos como “liquidez pospuesta”, permitieron atender rápidamente las necesidades de liquidez en momentos de stress cambiario y financiero. Particularmente para los bancos, estos títulos funcionaron como una reserva de liquidez a la cual pudieron acceder de manera transitoria realizando operaciones de pases o de manera permanente mediante su venta al BCRA. Asimismo, la solidez y adecuada regulación del sistema financiero post crisis bancaria de 2001 y la existencia de un stock de reservas suficiente como para abastecer la demanda de moneda extranjera en un contexto de incertidumbre fueron factores de suma importancia que permitieron morigerar los efectos de la crisis.

En definitiva, la respuesta de política monetaria frente a la crisis financiera global consistió en la provisión de liquidez tanto en moneda extranjera, mediante la venta de divisas, como en moneda nacional. En este último punto las LEBAC y NOBAC tuvieron un rol clave. Entre las medidas implementadas se encontraron la renovación parcial de los vencimientos de estos títulos, su rescate anticipado en el mercado secundario y a través de licitaciones, y la realización de pases activos a tasa fija y variable incluyendo los títulos públicos nacionales como activos elegibles para la concertación de pases con el BCRA⁴⁰.

Como consecuencia de lo anterior, el stock de los títulos emitidos por el BCRA tanto en términos nominales como en términos reales y en porcentaje del PIB cayó hasta alcanzar mínimos a mediados de 2009 (ver Gráfico 13). El perfil de los títulos también se vio afectado. En un contexto de incertidumbre financiera, la vida promedio del stock de LEBAC cayó a un mínimo de 46 días a mediados de 2009, un nivel no registrado desde el año 2002. Asimismo, el BCRA convalidó una suba en la tasa de interés de las LEBAC, sobre todo a partir de 2009, con la intención de contener la transmisión de la volatilidad financiera externa e incrementar el atractivo de los activos en pesos, ubicándose a mediados de ese año en niveles similares o ligeramente superiores a la inflación, situación que no volvería a registrarse hasta varios años después de superada la crisis.

⁴⁰ Vale mencionar el rol activo del BCRA en la creación de nuevos instrumentos de provisión de liquidez. Tal es así que en septiembre de 2008 se anunció el lanzamiento de una rueda (SELI) para realizar recompras de LEBAC y NOBAC diariamente y en forma automática. Sin embargo, este mecanismo no fue demandado por las entidades financieras. Asimismo, en noviembre del mismo año se realizó la primera licitación de opciones de venta sobre LEBAC y NOBAC, lo que permitía a las entidades la reventa de sus tenencias de títulos antes del vencimiento al BCRA a cambio de una prima.

Gráfico 13. Pasivos remunerados del BCRA en términos del PIB



A partir de agosto de 2009 y hasta fines de 2010, ante un escenario de menor incertidumbre, el BCRA se volvió a consolidar como comprador neto de divisas en el mercado cambiario. La mayor estabilidad nominal a partir de mediados de 2009 y la situación de holgada liquidez de las entidades financieras motivó que comenzaran a incrementar sus tenencias de LEBAC y NOBAC, en detrimento de los pases de corto plazo con la autoridad monetaria. La recuperación de la demanda de dinero permitió un aumento en el monto de las licitaciones semanales y el inicio de un proceso de gradual reducción de las tasas de interés de los títulos emitidos por parte del BCRA.

La política monetaria durante los primeros años poscrisis financiera internacional se caracterizó por un seguimiento de la evolución de los medios de pago (M2). De esta manera, el BCRA utilizó sus herramientas disponibles para compatibilizar la demanda de dinero con la emisión primaria de base monetaria, originada fundamentalmente por la política de intervención cambiaria y las transferencias al Tesoro, y la creación secundaria, explicada por el crecimiento del crédito. Los excedentes monetarios fueron esterilizados con LEBAC y NOBAC, además de otros instrumentos como los pases, las intervenciones de mercado abierto y la modificación de encajes.

En cuanto a la composición de los títulos emitidos por el BCRA, el año 2011 fue característico con relación a un cambio que, si bien fue temporario, merece ser destacado. Sucedió que, como resultado de una mayor demanda relativa, el saldo de NOBAC a tasa variable se incrementó, en detrimento de las LEBAC a tasa fija. Mientras que a fines de 2010 las NOBAC representaron el 37% del total de los títulos en circulación, en diciembre de 2011 eran el 65%. Este comportamiento se dio al tiempo de que la tasa de referencia de las notas, la BADLAR Bancos Privados, se incrementó sucesivamente a lo largo del año. Posteriormente, las NOBAC perdieron importancia hasta desaparecer en 2014.

En 2011 también se puso en relieve la importancia de los títulos emitidos por el BCRA entendidos como liquidez pospuesta. Si bien hasta el tercer trimestre de 2011 el BCRA había continuado con su posición compradora en el mercado de cambios, se tornó vendedor en el último trimestre, lo cual impuso un factor contractivo a la cantidad de dinero. Esto se dio en un contexto de reasignación de portafolios del sector privado no financiero hacia activos en moneda extranjera,

dando lugar en el mercado monetario doméstico a una dinámica similar, aunque de menor magnitud, a la registrada durante la crisis de 2008. Para esterilizar estas intervenciones cambiarias vendedoras y evitar que se perjudicara la dinámica de otorgamiento de préstamos o se generaran excesivas presiones sobre las tasas de interés, el BCRA proveyó la liquidez necesaria mediante renovaciones parciales de los vencimientos de LEBAC y NOBAC junto con rescates en el mercado secundario. Como consecuencia, a diciembre de 2011 el stock de LEBAC y NOBAC se había reducido 5% en términos nominales. Vale destacar que los únicos dos años en los que se registraron contracciones nominales en el saldo de títulos del BCRA (sin considerar la disolución de las LEBAC en 2018) fueron 2011 y 2008 (de 26%).

Las mayores presiones registradas en el mercado cambiario también motivaron que se impusieran controles sobre los flujos de capital. El 28 de octubre de 2011 el BCRA emitió la Comunicación A 5239, creando el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias, a través del cual la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) podía analizar la validación de las solicitudes de compra de divisas. La preservación de un esquema de administración del tipo de cambio con el objetivo de acotar la volatilidad financiera en un contexto de deterioro de las condiciones externas y caída de reservas motivó la implementación de sucesivas regulaciones cambiarias entre 2011 y fines de 2015.

Entre las modificaciones normativas implementadas en el período destacan la necesidad de conformidad previa de la AFIP para la compra de dólares en función de la situación patrimonial del agente⁴¹, la limitación del período de liquidación de moneda extranjera de exportaciones⁴², la aplicación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación⁴³, la necesidad de conformidad previa del BCRA en determinadas situaciones para el pago de importaciones o giro de utilidades y la implementación de retenciones impositivas sobre consumos en el exterior⁴⁴ (Rua y Zeolla (2018)).

A lo largo de este período caracterizado por el control de capitales y la administración del tipo de cambio con objetivos macro prudenciales las compras netas de divisas al sector privado por parte del BCRA tuvieron una evolución más volátil en comparación con el ciclo previo a la crisis financiera internacional, alternando años en los que funcionó como factor de expansión y otros como factor de contracción de la oferta monetaria. Esta dinámica, junto con la utilización de reservas para pagar intereses y cancelar deuda con acreedores privados y organismos internacionales⁴⁵, fueron factores que explicaron la des acumulación de reservas internacionales entre 2011 y 2015.

En términos generales, más allá del impacto inicial del *shock* financiero internacional y las medidas implementadas, a partir de 2008 el esquema macroeconómico vigente hasta ese

⁴¹ Resolución General de AFIP número 3210/11.

⁴² Comunicación A5300.

⁴³ Resolución General de AFIP número 3252/12.

⁴⁴ Resolución General de AFIP número 3378/12, 3450/13 y 3550/13.

⁴⁵ Las reservas de libre disponibilidad fueron utilizadas para cancelar deuda pública en este período. Entre 2010 y 2015 el Fondo del Desendeudamiento Argentino (FONDEA) fue utilizado como vehículo para cancelar los pasivos del Tesoro Nacional con tenedores privados. Por su parte, entre 2010 y 2014 el FONDOI canalizó los pagos de deuda con Organismos Internacionales y los servicios de deuda externa oficial bilateral.

momento sufrió un severo deterioro. El Tesoro comenzó a registrar sistemáticamente déficits financieros a partir de 2011, y el resultado de cuenta corriente de la balanza de pagos hizo lo mismo a partir de 2010. Se consolidó entonces la opción de política económica de financiar el déficit fiscal con utilidades y adelantos transitorios del BCRA.

Por otro lado, en el período 2012-2015 se produjo un cambio en la forma de implementación de la política monetaria, en línea con el mandato más amplio otorgado por la modificación de la Carta Orgánica de marzo de 2012⁴⁶. El artículo 3° de la nueva norma estableció que: *“El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”*. En este sentido, se amplió la capacidad de la institución monetaria de implementar políticas de regulación del crédito y de financiamiento al sector público, entre otros cambios⁴⁷. En lo respectivo al marco formal del régimen monetario, se reemplazó la obligación de informar el programa monetario, con los objetivos de inflación y los agregados monetarios por la de publicar los objetivos y planes anuales respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria.

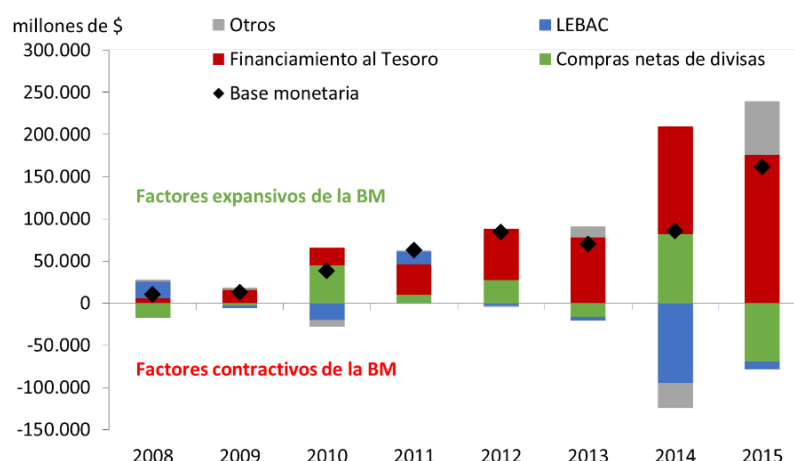
En este marco, las LEBAC y NOBAC continuaron cumpliendo su rol de instrumentos de esterilización, aunque su utilización pasó a depender de la estimación de oferta y demanda de dinero del BCRA. Este cambio en la implementación de la política monetaria explica que a partir de 2012 los títulos del BCRA no tuvieran un comportamiento regular en los factores explicativos de la base monetaria.

En el período 2008-2015 se registró un proceso de monetización de la economía luego del shock internacional y un mayor financiamiento monetario del Tesoro, sin una tendencia marcada en la utilización de las LEBAC. Si bien hasta 2013 predominaron fuertemente los factores expansivos de la base monetaria, en 2014 y 2015 se observó un mayor uso de mecanismos de esterilización. En el primer año se utilizaron las LEBAC, mientras que en el segundo año el principal factor contractivo fueron las ventas de divisas al sector privado y en menor medida las LEBAC (ver Gráfico 14). Este cambio en la utilización de las letras emitidas por el BCRA explica que, mientras su *stock* promedio en términos del PIB cayó a la mitad entre 2007 y 2013, registró aumentos entre 2014 y 2015.

⁴⁶ Ley 26.739, sancionada el 22 de marzo de 2012.

⁴⁷ Entre los otros cambios introducidos se destaca la atribución al Directorio del BCRA de la determinación de nivel de reservas adecuado y, por ende, el nivel de reservas de libre disponibilidad, la ampliación de las facultades regulatorias del BCRA sobre otros actores del sistema financiero antes no alcanzados y la incorporación de mayores facultades para la protección de los usuarios del sistema financiero.

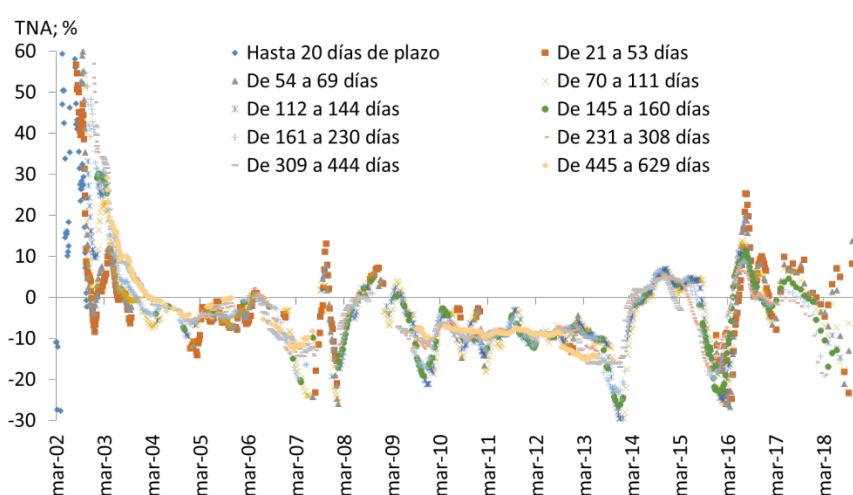
Gráfico 14. Factores de explicación de la base monetaria. Años 2008-2015.



Fuente: BCRA.

El cambio en la política de esterilización monetaria de 2014 también se reflejó en el nivel de la tasa de interés real que pagaban las LEBAC (ver Gráfico 15). En el marco de una política monetaria expansiva, desde la crisis financiera internacional hasta dicho año el rendimiento en pesos de las LEBAC se ubicó por debajo de la evolución general de los precios. Es por ello por lo que, a partir de principios de 2014, la mayor emisión de LEBAC, el incremento en la tasa de interés de estos títulos en las colocaciones primarias y el ajuste en el ritmo de depreciación del tipo de cambio marcaron un cambio en el tipo de política monetaria que venía implementando el BCRA cuyo objetivo consistió en estimular las inversiones en moneda local y estabilizar del mercado cambiario. Este tipo de política contractiva, aunque en otro contexto macroeconómico, cambiario y regulatorio, se acentuó en los años subsiguientes, y se reflejó en un aumento del nivel y la volatilidad de la tasa de interés real de las LEBAC.

Gráfico 15. Tasa de interés real ex post de las LEBAC

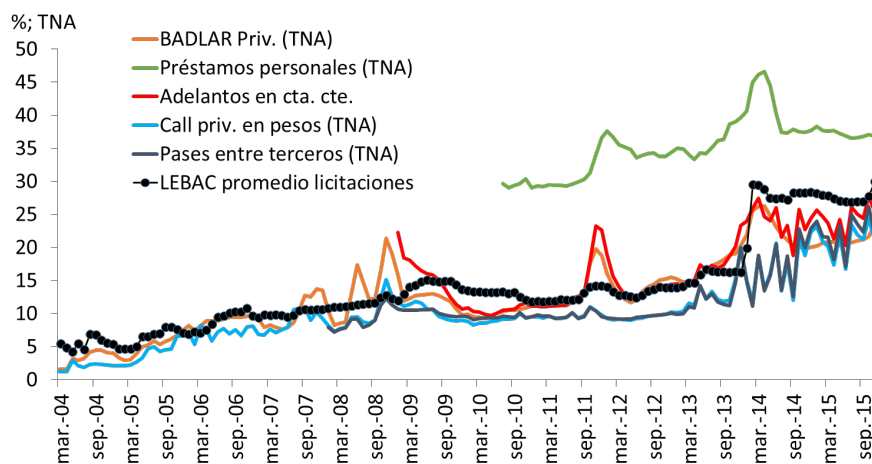


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC e institutos de estadística provinciales.

La mencionada suba de tasas de interés de las LEBAC en 2014 evidenció la importancia de estos títulos en la instrumentación de la política monetaria, dado su traslado al resto de las tasas del

mercado financiero local (ver Gráfico 16). Esta relevancia también quedó en evidencia en octubre del mismo año, cuando la autoridad monetaria estableció un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo de las personas humanas hasta un cierto límite de monto⁴⁸. En efecto, las tasas mínimas se definieron a partir de una proporción respecto a la tasa de interés de las LEBAC más próximas a los 90 días de plazo⁴⁹.

Gráfico 16. Tasa de LEBAC en el mercado primario y tasas de mercado
Promedios mensuales



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

5.3. Las LEBAC en el régimen de metas de inflación

El período que abarca desde fines de 2015 a 2018 marcó un cambio respecto al régimen monetario y macroeconómico general, donde nuevamente las LEBAC también tuvieron un rol destacado.

En una primera instancia, desde 2016 hasta principios de 2018, cambió la estrategia de financiamiento del déficit fiscal y, si bien se mantuvo el financiamiento monetario, se privilegió la emisión de deuda en moneda extranjera en los mercados de deuda internacionales. Diversas medidas como el pago a los *holdouts* de la deuda en Nueva York y la liberalización del mercado cambiario bajaron en unos 500 puntos básicos el costo del crédito del Tesoro y permitieron el financiamiento externo. Luego, ante el cierre de los mercados, la suba del riesgo país y la crisis cambiaria, el financiamiento se consiguió a través de un préstamo *Stand-by* con el FMI.

En este marco, las LEBAC fueron utilizadas tanto para esterilizar el financiamiento monetario como los excedentes generados por el proceso de endeudamiento externo. El cambio de composición en el financiamiento del Tesoro, al que se sumaron las emisiones de deuda de los gobiernos subnacionales y las empresas y el ingreso de capitales de no residentes que se posicionaron en LEBAC, trajo consecuencias sobre la política monetaria, puesto que dicho ingreso de dólares tuvo su contrapartida en una emisión de pesos que debía esterilizarse para mantener el mercado monetario estabilizado en el nivel de tasa de interés deseado por el BCRA.

⁴⁸ Este límite se definió como el importe de la cobertura del seguro de garantía de los depósitos.

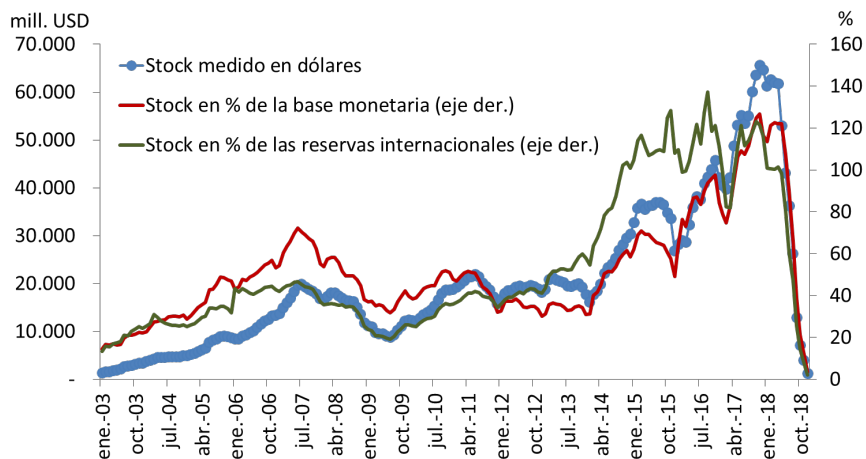
⁴⁹ Ver la Comunicación "A" 5640 del 7 de octubre de 2014.

La colocación de LEBAC en este período debe entenderse en el marco de la política monetaria contractiva implementada por el BCRA, con el objetivo de reducir la inflación. Si bien el año 2016 se caracterizó por una política de transición, en el que no existió un esquema formal de metas de inflación, se utilizaron activamente las LEBAC para esterilizar los excedentes monetarios. Más aún, la tasa de interés de la especie de 35 días fue definida como la tasa de política del BCRA.

Posteriormente, en 2017 y 2018 la estrategia antiinflacionaria consistió en la aplicación de un régimen de metas de inflación con flotación cambiaria. En este esquema, la tasa de política monetaria fue el centro del corredor de pasés a 7 días⁵⁰. No obstante, durante el primer año de este régimen monetario las LEBAC representaron un 90% del total de los pasivos remunerados del Banco Central y, a partir de operaciones en el mercado secundario⁵¹, se utilizaron para mantener las tasas del sistema financiero en torno a la tasa de política monetaria.

La esterilización consistente con el mantenimiento de una política monetaria estricta significó una aceleración en el crecimiento del stock de LEBAC, que ya había arrancado en 2014. Este proceso continuó hasta principios de 2018, previo al inicio de la crisis cambiaria y reversión del flujo de capitales (ver Gráfico 17). Este crecimiento del stock fue acompañado por un acortamiento de la vida promedio del mismo. En efecto, a partir de 2016 en las colocaciones primarias se comenzaron a ofrecer plazos promedios más cortos a los habituales (ver Gráfico 1), lo que redundó en un proceso de reducción de la vida media del stock de LEBAC en circulación que, si bien formó parte de un proceso iniciado en 2013, se profundizó en esta última etapa (ver Gráfico 2).

Gráfico 17. Medidas alternativas del stock de LEBAC y NOBAC – promedios mensuales



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

⁵⁰ Ver Informe de Política Monetaria del BCRA de octubre de 2016.

⁵¹ Ver Informes de Política Monetaria del BCRA de los años 2016, 2017 y 2018.

5.4. Crisis cambiaria y eliminación de las LEBAC

Hacia la primera mitad de 2018 el esquema macroeconómico iniciado a fines de 2015 entró en crisis. Las explicaciones de los factores que desencadenaron este proceso son variadas: algunas interpretaciones señalaron los riesgos de la continua formación de activos externos en un contexto de libre movilidad de capitales y endeudamiento público dentro de los factores desencadenantes de la crisis (Bortz y otros (2019); Feldman y Formento (2019)); Libman y Palazzo (2019)); otras explicaciones ubicaron a la dominancia fiscal y la pérdida de credibilidad del BCRA luego del cambio de metas de inflación junto con la coincidencia de shocks inesperados (suba de la tasa de interés internacional y la sequía agrícola de 2018) como elementos centrales (Sturzenegger (2019)); también se señalaron como elementos desestabilizadores la debilidad de la demanda de dinero, la falta de credibilidad del banco central y la utilización de la tasa de interés como instrumento principal (Cachanosky y Ferrelli Mazza (2021)).

Si bien no hay un consenso sobre las causas que estuvieron detrás de la crisis del régimen de metas de inflación, podría decirse que previo a la crisis se dio la acumulación de ciertos desbalances. En concreto, en los años previos se registró un creciente déficit de cuenta corriente (ver Gráfico 12) y una política fiscal expansiva combinada con una política monetaria contractiva⁵² (implementada fundamentalmente con LEBAC y pases pasivos; ver Gráfico 15). Asimismo, desde fines de 2015 este proceso se dio en simultáneo con un régimen de tipo de cambio flexible y una cuenta capital y financiera del balance de pagos sin restricciones.

La crisis comenzó a partir del desarme de posiciones en LEBAC por parte de no residentes y personas jurídicas no bancarias, que tuvo su contrapartida en una creciente presión sobre el tipo de cambio. Asimismo, el mercado revirtió sus expectativas positivas y, luego de dos años de endeudamiento externo⁵³, se dio un cierre de los mercados internacionales de crédito⁵⁴ (Al-Amine y Willems (2020)).

El Banco Central respondió de diversas formas a las tensiones cambiarias, tanto mediante ventas netas de divisas como incrementando la tasa de interés de referencia. Pese a la política monetaria y cambiaria activa, la salida de capitales propició una devaluación de la moneda doméstica (el tipo de cambio subió 101% en 2018) y un des anclaje general de los precios internos, lo que motivó el abandono de las metas de inflación.

Frente al cierre de los mercados internacionales de deuda, y como mecanismo de refuerzo de las reservas internacionales en un contexto de elevadas ventas de divisas del BCRA al sector privado, en junio de 2018 se firmó con el FMI un acuerdo *Stand-by* a tres años por \$50.000 millones⁵⁵. En este marco se definió un programa por el cual el Tesoro cancelaría

⁵² Vale destacar que la política monetaria estricta implementada por el BCRA en este período se explicó por metas de inflación que planteaban una convergencia rápida respecto a la inercia propia de una economía con inflación crónica. Las metas originales, definidas a fines de 2016, fueron de 12% a 17% para 2017, de 8% a 12% para 2018 y de 5% a partir de 2019. Esta trayectoria planteaba una desinflación desde el 39,4% de diciembre de 2016. Estas metas fueron modificadas en diciembre de 2017, estableciéndose en 15% para 2018, 10% para 2019 y 5% para 2020

⁵³ En dicho período Argentina había emitido deuda externa por un total de USD 56.000 millones.

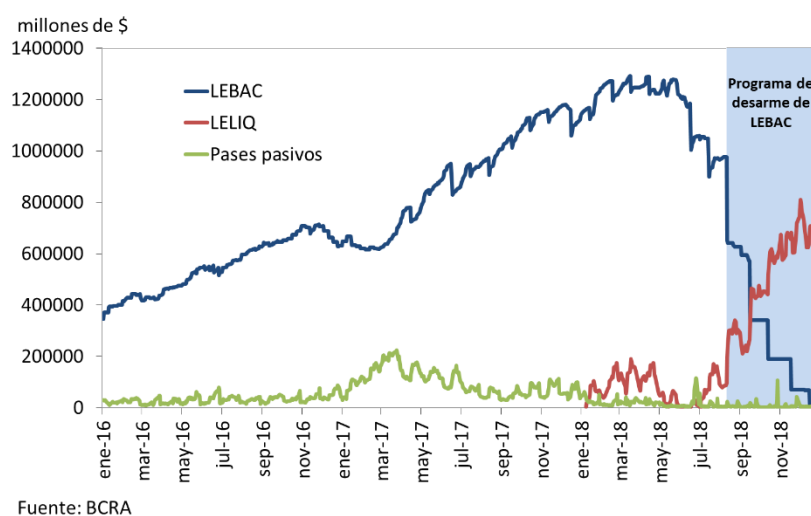
⁵⁴ El riesgo país se ubicó en 814 puntos básicos a fines de 2018 (+463 puntos básicos respecto al año previo).

⁵⁵ Ver Comunicado de prensa número 18/245 del Fondo Monetario Internacional.

anticipadamente el stock de letras intransferibles del BCRA, con el objetivo de reducir el stock de LEBAC.

La persistente presión sobre el tipo de cambio luego de la primera firma del préstamo motivó que en septiembre del mismo año se reforzara el acuerdo con el FMI, llevando a USD 57.000 millones el monto total del programa y adelantando desembolsos en 2018 y 2019. En este contexto, y dado que el cierre de posiciones en LEBAC fue el factor desencadenante de la crisis de balanza de pagos, a fines de 2018 comenzó a implementarse gradualmente un plan de eliminación de dicho instrumento⁵⁶. Con el correr de los meses, el stock licitado sería inferior a los vencimientos, por lo que a diciembre de dicho año ya no existían las LEBAC como instrumento de regulación monetaria (ver Gráfico 18).

Gráfico 18. Stock de pasivos remunerados del BCRA entre 2016 y 2018



5.5. De las LEBAC a las LELIQ

El instrumento elegido para reemplazar la LEBAC fue la Letra de Liquidez del Banco Central (LELIQ)⁵⁷ que, a diferencia de la anterior tiene un plazo menor al mes y sólo puede ser suscripta y negociada por las entidades financieras, quienes pasaron a ser los tenedores de la totalidad de los pasivos remunerados del BCRA. Las LELIQ, si bien fueron lanzadas en enero de 2018, recién comenzaron a utilizarse masivamente con la cancelación de las LEBAC. Ya en 2019 explicaron un 92% del total de pasivos remunerados del BCRA, siendo el 8% restante explicado por los pases pasivos.

⁵⁶ http://www.bkra.gov.ar/Noticias/BCRAlebac_programa_cancelaci%C3%B3n.asp

Comunicación A6548 del 13 de agosto de 2018

Comunicación B11734 del 13 de agosto de 2018

Comunicación B11749 del 14 de septiembre de 2018

Comunicación B11764 del 12 de octubre de 2018

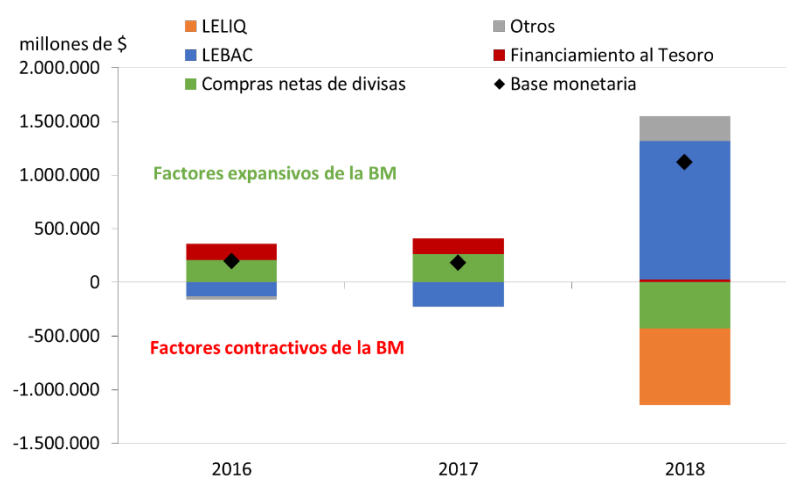
Comunicación B11779 del 16 de noviembre de 2018

⁵⁷ Comunicación A6426 y B11651 del 10 de enero de 2018 y Comunicación A6576 del 1 de octubre de 2018.

Detrás de este reemplazo de las LEBAC por LELIQ subyacía la idea de que el acceso de los agentes privados no financieros a los instrumentos emitidos por el BCRA era un problema. No obstante, existieron grandes diferencias en el tipo de tenedores. Al tiempo que el acceso de los residentes no financieros fomentó una mayor tasa de interés real en pesos, una mayor competencia en el sector financiero por la captación de depósitos a plazo y una mejor transmisión de la política monetaria hacia el resto de la economía, el acceso de los no residentes únicamente estimuló ingresos de capital de corto plazo, y, por ende, elevados riesgos de reversión en los flujos.

Como consecuencia del des anclaje nominal explicado fundamentalmente por la depreciación del tipo de cambio, y del desarme de las posiciones en LEBAC (principal factor de expansión de la base monetaria en el año), el *stock* de pasivos remunerados del BCRA cerró 2018 en un nivel muy por debajo del alcanzado en 2017, tanto en términos del PIB, como en términos reales y medidos en dólares. Asimismo, en 2018 las ventas de divisas al sector privado terminaron convirtiéndose en uno de los factores de contracción de la base monetaria, junto con la emisión de las nuevas LELIQ (ver Gráfico 19).

Gráfico 19. Factores de explicación de la base monetaria. Años 2016-2018.



Fuente: BCRA.

Conclusión

Los Bancos Centrales cuentan con diversos instrumentos para regular la liquidez de la economía y así asegurar que funcionen adecuadamente los canales de transmisión de la política monetaria para alcanzar sus objetivos. Uno de esos instrumentos consiste en la emisión de títulos propios.

Con posterioridad a la crisis de la Convertibilidad, el Banco Central de la República Argentina comenzó a emitir sus propios títulos de deuda para llevar adelante su política monetaria. En particular, en el período 2002-2018 las LEBAC fueron el principal título utilizado por el BCRA, hasta que fueron reemplazadas por las LELIQ. Asimismo, en ciertos períodos las NOBAC tuvieron un rol destacado.

En este trabajo se analizó la implementación de la política monetaria del BCRA con títulos propios desde tres ópticas distintas.

En primer lugar, se realizó una descripción estilizada de las principales hojas de balance de la economía y las diversas situaciones que originan la necesidad de esterilización monetaria. Si bien estos ejercicios de contabilidad no se reflejan directamente en la práctica, dado que no pueden aislarse los diversos efectos que se suceden en la coyuntura macroeconómica, este marco analítico puede resultar útil para comprender fácilmente los efectos que produce la operatoria de un Banco Central que emite títulos propios. En particular, la principal conclusión que se obtuvo es que es sumamente relevante distinguir quién suscribe los títulos. La esterilización con títulos a agentes por fuera del sistema financiero es más potente pero también más riesgosa, ya que suele haber menos restricciones para el desarme abrupto de posiciones. Esto puede ser particularmente crítico cuando los títulos son suscritos por no residentes.

En segundo lugar, se detallaron los cambios normativos que se dieron en este período respecto a la emisión de títulos del BCRA. Como resultado, se puede afirmar que no hubo un solo tipo de LEBAC, sino que hubo muchas versiones diferentes, que incluso podrían extenderse a su sucesora LELIQ. En este sentido, uno de los principales aportes de este trabajo es recopilar las distintas regulaciones que se fueron adoptando sobre estos instrumentos, completando lo que consideramos un vacío en la literatura económica de las últimas décadas.

En tercer lugar, en este trabajo se repasa el rol de los títulos emitidos por el BCRA, fundamentalmente las LEBAC, en cada contexto macroeconómico. Las LEBAC surgieron en medio de un contexto de crisis bancaria y cambiaria, y atravesaron distintos regímenes monetarios, tanto los esquemas de control de agregados (primero base monetaria y luego M2) y el sistema más flexible caracterizado por la flotación administrada del tipo de cambio y un BCRA enfocado en el crédito doméstico, como el régimen de metas de inflación con flotación cambiaria del período 2017-2018. A su vez, estos títulos funcionaron como una reserva de liquidez que permitieron al BCRA implementar rápidamente una política monetaria expansiva frente a la crisis financiera internacional de 2008-2009.

En términos generales, y en relación con los ejercicios descriptos en el primer capítulo del trabajo, los títulos emitidos por el BCRA se utilizaron para esterilizar diferentes tipos de expansión monetaria: por compra de reservas ante superávit de cuenta corriente; por

financiamiento del déficit fiscal; y por compra de dólares provenientes de la deuda externa y los flujos de capitales de corto plazo.

Asimismo, estos títulos se caracterizaron por su flexibilidad, asumiendo diversas modalidades de acuerdo con el objetivo planteado. Las especies en pesos a tasa fija fueron la principal referencia del sistema financiero e instrumento de esterilización; las especies a tasa variable a mediano plazo se establecieron durante algunos años como medio de esterilización más estable; las especies con ajuste CER se emitieron como alternativa dentro de una estrategia de diversificación de pasivos; los títulos con ajuste por dólar se lanzaron con el objetivo de incentivar una mayor liquidación de divisas; y los títulos en dólares se utilizaron como mecanismo de incentivo a la captación de depósitos en dólares. Los diversos plazos y modalidades de colocación primaria, junto con el tipo de tenedores permitido, también fueron factores que mutaron en el tiempo, acorde a las necesidades y objetivos de la política económica.

La eliminación del stock de LEBAC en diciembre de 2018 dio lugar a su sucesora: las LELIQ. Ambos títulos forman parte de una misma lógica, en la cual el BCRA posee autonomía operativa para implementar su política monetaria a partir de un instrumento propio. Y si bien las LELIQ podrían verse como una variante más de las LEBAC, tienen una diferencia fundamental: sólo pueden ser adquiridas por el sector financiero local. Esto genera una demanda mucho más estable, ya que las entidades financieras tienen limitadas las alternativas de colocación de sus excedentes financieros, lo cual contiene el alto riesgo de no renovación al vencimiento que existía con las LEBAC en manos de agentes privados no financieros tanto residentes como no residentes.

Referencias

Al-Amine, R. y Willems, T., "Investor Sentiment, Sovereign Debt Mispricing, and Economic Outcomes", 2020. IMF Working Paper 20/166.

Banco Central de la República Argentina. Carta Orgánica.

Banco Central de la República Argentina. Balances anuales. Años 2002-2018.

Banco Central de la República Argentina. Informes al Honorable Congreso de la Nación del BCRA. Años 2002-2018.

Banco Central de Chile, "La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación", 2020.

Banco Central de la República de Perú, Folleto Institucional, 2020.

Bastourre D., Carrera J. e Ibarlucia J., "Commodity Prices in Argentina. What does Moves the Wind?", 2008. Money affairs, Volume XXI, Number 1, January-June, 2008, pp. 1-30.

Bastourre, D., Carrera, J., & Ibarlucia, J. (2009). What is driving reserve accumulation? A dynamic panel data approach. *Review of International Economics*, 17(4), 861-877.

Bastourre, D., Carrera, J. e Ibarlucia, J., "En busca de una quimera: enfoques alternativos para el tipo de cambio real de equilibrio en Argentina", 2008. En J. Torres, R. Fuentes, J. Carrera, & T. N. da Silva Filho (Eds.), "Estimación y Uso de Variables no Observables en la Región" (Vol. 1, pp. 244-312). Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA.

Bastourre D., Carrera J., Ibarlucia J. y Sardi M., "Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales", 2012. Estudios BCRA N° 2012/57.

Belini C. y Korol J. C., "Historia económica de la Argentina en el siglo XX", 2012. Buenos Aires: Siglo XXI.

Bello O. D., Heresi R. y Pineda R. E., "El tipo de cambio real de equilibrio: un estudio para 17 países de América Latina", 2010. Serie Macroeconomía para el Desarrollo, No. 82, UN-ECLAC.

Bortz P., Toftum N. y Zeolla N. H., "Adopción y abandono de la política monetaria de metas de inflación en la argentina: entendiendo su fracaso desde un enfoque estructuralista", 2019. Capítulo del libro Políticas Monetarias, Herramientas y Estrategias, en Países en Desarrollo, Editorial de la Universidad Nacional Autónoma de México.

Cachanosky N. y Ferrelli Mazza F. J., "Why did inflation targeting fail in Argentina?", 2021. The Quarterly Review of Economics and Finance, V. 80.

Carrera J. y Restout R., "Determinantes de largo plazo del tipo de cambio real en América Latina", XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (noviembre de 2007).

Carrera, J. E., Maciel, G., y Rodríguez, E. (2020). La flexibilidad de un instrumento de política monetaria: El caso de las LEBAC en Argentina. LV Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (Modalidad virtual, 18 al 20 de noviembre de 2020)

Damill M., Frenkel R. y Rapetti M., “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, 2005. Desarrollo económico, vol. 45, Nº 178, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), julio-septiembre.

Fanelli J. M., “Crecimiento, inestabilidad y crisis de la Convertibilidad en Argentina”, 2002. Revista de la CEPAL, No. 77.

Feldman, G. D. y Formento, A., “Marco regulatorio cambiario y dinámica del sector externo: un análisis del caso argentino reciente”, 2019. Cuadernos de Economía, 38(77), 631-654.

Féliz M., “Un estudio sobre la crisis en un país periférico: La economía argentina del crecimiento a la crisis, 1991-2002”, 2011. Buenos Aires, editorial El Colectivo. (Orlando Fals Borda). En Memoria Académica.

Frenkel J., “El Impacto inflacionario de la depreciación cambiaria de 2002 en Argentina”, 2006. UBA.

Garegnani M. L. y Escudé G. J., “An estimation of the equilibrium real exchange rate of Argentina: 1975-2004”, Asociación Argentina de Economía Política, 2005.

Gray, S. y Pongsaparn, R., “Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines”, 2015. IMF Working Papers 15/106.

Hardy, D., “ECB Debt Certificates: the European counterpart to US T-bills”, 2020. Discussion Paper Series, Department of Economics, University of Oxford.

Hopper, L., “What Are Open Market Operations? Monetary Policy Tools, Explained”, 2019. Open Vault Blog, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Libman, E., & Palazzo, G. (2020). Inflation targeting, disinflation, and debt traps in Argentina. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 17(1), 78-105.

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social y Oficina de País de la Organización Internacional del Trabajo para la Argentina, “Macroeconomía, empleo e ingresos: debates y políticas en Argentina frente a la crisis internacional 2008-2009”, 2012.

Montiel P. J., “Equilibrium real exchange rates, misalignment and competitiveness in the Southern Cone”, 2007. Serie Macroeconomía del Desarrollo, No. 62, UN-ECLAC.

Nyawata, O., “Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations”, 2012. IMF Working Paper 12/40.

Parmigiani, C., & Dapena, J. L. (2005). El desempeño de las letras y notas del Banco Central de la República Argentina: periodo 2002-2004. *Boletín*, 51(4), 195-206. CEMLA.

Rua, M. y Zeolla, N., “Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente”, 2018. Revista Problemas del Desarrollo, 194 (49).

Rule, G., “Issuing central bank securities”, 2011. Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Sturzenegger F., “Macri’s Macro. The meandering road to stability and growth”, 2019.
Universidad de San Andrés, D.T. número 135.

Anexo 1. Principales plazos de emisión de las LEBAC

Fecha	Plazo en Meses									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ene-03										
feb-03										
mar-03										
abr-03										
may-03										
jun-03										
jul-03										
ago-03										
sep-03										
oct-03										
nov-03										
dic-03										
ene-04										
feb-04										
mar-04										
abr-04										
may-04										
jun-04										
jul-04										
ago-04										
sep-04										
oct-04										
nov-04										
dic-04										
ene-05										
feb-05										
mar-05										
abr-05										
may-05										
jun-05										
jul-05										
ago-05										
sep-05										
oct-05										
nov-05										
dic-05										
ene-06										
feb-06										
mar-06										
abr-06										
may-06										
jun-06										
jul-06										
ago-06										
sep-06										
oct-06										
nov-06										
dic-06										

Fecha	Plazo en Meses									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ene-07										
feb-07										
mar-07										
abr-07										
may-07										
jun-07										
jul-07										
ago-07										
sep-07										
oct-07										
nov-07										
dic-07										
ene-08										
feb-08										
mar-08										
abr-08										
may-08										
jun-08										
jul-08										
ago-08										
sep-08										
oct-08										
nov-08										
dic-08										
ene-09										
feb-09										
mar-09										
abr-09										
may-09										
jun-09										
jul-09										
ago-09										
sep-09										
oct-09										
nov-09										
dic-09										
ene-10										
feb-10										
mar-10										
abr-10										
may-10										
jun-10										
jul-10										
ago-10										
sep-10										
oct-10										
nov-10										
dic-10										

Fecha	Plazo en Meses									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ene-11										
feb-11										
mar-11										
abr-11										
may-11										
jun-11										
jul-11										
ago-11										
sep-11										
oct-11										
nov-11										
dic-11										
ene-12										
feb-12										
mar-12										
abr-12										
may-12										
jun-12										
jul-12										
ago-12										
sep-12										
oct-12										
nov-12										
dic-12										
ene-13										
feb-13										
mar-13										
abr-13										
may-13										
jun-13										
jul-13										
ago-13										
sep-13										
oct-13										
nov-13										
dic-13										
ene-14										
feb-14										
mar-14										
abr-14										
may-14										
jun-14										
jul-14										
ago-14										
sep-14										
oct-14										
nov-14										
dic-14										

Fecha	Plazo en Meses									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ene-15										
feb-15										
mar-15										
abr-15										
may-15										
jun-15										
jul-15										
ago-15										
sep-15										
oct-15										
nov-15										
dic-15										
ene-16										
feb-16										
mar-16										
abr-16										
may-16										
jun-16										
jul-16										
ago-16										
sep-16										
oct-16										
nov-16										
dic-16										
ene-17										
feb-17										
mar-17										
abr-17										
may-17										
jun-17										
jul-17										
ago-17										
sep-17										
oct-17										
nov-17										
dic-17										
ene-18										
feb-18										
mar-18										
abr-18										
may-18										
jun-18										
jul-18										
ago-18										
sep-18										
oct-18										
nov-18										
dic-18										

Anexo 2. Modificaciones normativas

Comunicación	Fecha	Descripción
COMUNICACION "B" 7155	12 de marzo de 2002	Licitación de Letras del Banco Central de la República Argentina en pesos y en dólares estadounidenses
COMUNICACIÓN "A" 3696	21 de agosto de 2002	Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC). Negociación en el mercado secundario de tenencias de las entidades financieras.
COMUNICACIÓN "B" 7543	9 de octubre de 2002	Reglamentación a ser aplicada en las Licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina
COMUNICACIÓN "B" 7616	27 de noviembre de 2002	Reglamentación a ser aplicada en las Licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina. Modificación
COMUNICACIÓN "B" 7621	2 de diciembre de 2002	Reglamentación a ser aplicada en las Licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina. Modificación.
COMUNICACIÓN "B" 7734	24 de febrero de 2003	Licitación de LEBAC en Pesos, en Dólares Estadounidenses y en Pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (C.E.R.).
COMUNICACIÓN "B" 8064	1 de diciembre de 2003	Licitación de LEBAC y NOBAC en Pesos y en Pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (C.E.R.).
COMUNICACIÓN "A" 4143	21 de mayo de 2004	Operaciones de regulación monetaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Lebacs y secundarios de compra/venta de Lebacs y Nobacs.
COMUNICACIÓN "A" 4715	26 de septiembre de 2007	Emisión de Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente, "LEBACS INTERNAS" y "NOBACS INTERNAS"
COMUNICACIÓN "A" 4736	22 de noviembre de 2007	Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Com A 4715, tenedores y depósito.
COMUNICACIÓN "A" 5050	18 de marzo de 2010	Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Modificación de la Com. "A" 4736
COMUNICACIÓN "A" 5078	26 de mayo de 2010	Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Definición de "residente" aplicable.
COMUNICACIÓN "A" 5100	16 de julio de 2010	Letras y Notas del BCRA con negociación interna. Incorporación de otras personas jurídicas como tenedores. Modif. Com. "A" 5078.
COMUNICACIÓN "A" 5206	17 de junio de 2011	Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Modificación de las Com. "A" 5078 y "A" 5100.
COMUNICACIÓN "A" 5502	12 de diciembre de 2013	Emisión de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia Com. "A" 3500.
COMUNICACIÓN "A" 5527	27 de enero de 2014	Emisión de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en dólares estadounidenses.
COMUNICACIÓN "A" 5656	30 de octubre de 2014	Relanzamiento de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia Com. "A" 3500. Modificación de la Com. "A" 5502
COMUNICACIÓN "A" 5711	10 de febrero de 2015	Relanzamiento de LEBACs en dólares estadounidenses. Adecuación de spreads máximos. Modificación de la Com. "A" 5527.
COMUNICACIÓN "A" 5854	17 de diciembre de 2015	Relanzamiento de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia Com. "A" 3500. Modificación de la Comunicación "A" 5656.

<u>COMUNICACIÓN "A" 5856</u>	17 de diciembre de 2015	Letras del BCRA en dólares estadounidenses. Derogación del régimen dispuesto por Com. "A" 5711 y su reemplazo por subasta holandesa
<u>COMUNICACIÓN "A" 5865</u>	28 de diciembre de 2015	Letras y Notas del BCRA en pesos. Eliminación de restricciones a su tenencia y negociación. Derogación de la Comunicación "A" 5206 y su reemplazo por una nueva normativa.
<u>COMUNICACIÓN "A" 5974</u>	16 de mayo de 2016	Lanzamiento de Letras del BCRA en pesos "Segmento Interno".
<u>COMUNICACIÓN "A" 6296</u>	11 de agosto de 2017	Subasta de Letras del BCRA – Segmento Interno. Horario de apertura para la carta de posturas en la Rueda LICI del SIOPEL – Modificación de la Com. "A" 5974.
<u>COMUNICACIÓN "A" 6426</u>	10 de enero de 2018	Creación de las Letras de Liquidez del BCRA (LELIQ)
<u>COMUNICACIÓN "A" 6548</u>	13 de agosto de 2018	Letras del Banco Central de la República Argentina. Limitación.